

宏观经济信用观察

(二零二二年一季报)

疫情叠加外部局势冲击经济复苏进程 困难领域个别行业信用风险值得关注

主要经济指标

单位：% 摘要：

指标名称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
GDP (万亿)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 同比增速	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
工业增加值	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售总额	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
调查失业率	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
社融存量增速	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60

注：1.GDP 数据为当季值，总额按现价计算，同比增速按不变价格计算；2.工业增加值、固定资产投资、社零、出口、CPI、PPI 增速为累计同比增速；3.出口、进口增速均以美元计价；4.调查失业率、社融存量增速为期末值；5.2021 年数据中括号内为两年平均增速

数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

- 2022 年一季度，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情呈现点多、面广、频发的特点，对经济运行的冲击较大，3 月消费、汽车产销以及房地产链条等相关指标增长放缓，基建投资、财政提前发力对经济形成一定的支撑。
- 未来经济增长压力仍然较大，政策需要统筹平衡疫情防控和经济增长，在外需逐步回落的同时加大稳内需力度，以保证经济的平稳增长。
- 2022 年一季度，积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，推动社融总量大幅扩张，但信贷结构依然欠佳，反映出实体经济融资需求依然较弱。央行灵活运用多种货币政策工具，引导金融机构加大对实体经济的支持力度，市场流动性总体上合理充裕，企业融资成本稳中有降。根据最近出台的“央行 23 条”，预计对城投平台监管或将边际放松。
- 行业信用风险方面，本轮疫情对物流行业冲击较大，政策支持有望缓释行业信用风险；房地产基本面持续探底，放松的政策效果显现还需时间，短期内资金面压力依然较大，行业信用风险或将继续释放；在供需两端以及成本压力均增大的背景下，汽车行业收入及现金流承压，个别弱资质、偿债负担重和对海外供应链依赖度高的企业信用风险或将有所上升。



一、宏观经济与行业运行

2022 年一季度，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情呈现点多、面广、频发的特点，对经济运行的冲击较大。经初步核算，一季度国内生产总值 27.02 万亿元，不变价同比增长 4.80%，较 2021 年四季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，虽高于 2021 年但不及疫情前水平。3 月消费、汽车产销以及房地产链条等相关指标增长放缓，基建投资、财政提前发力对经济形成一定的支撑。

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

图 1. GDP 当季同比增速（不变价）



注：2021 年数据为两年平均增速，下同

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 2. 历年 GDP 一季度环比增速（季调）



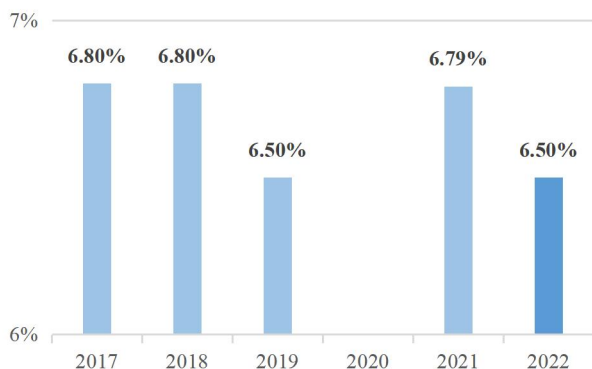
注：2020 年一季度 GDP 环比为-10.50%，未在图中显示

生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落，有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对我国经济增长的预测。未来经济增长压力仍然较大，目前政策需要统筹平衡疫情防控和经济增长，在外需逐步回落的同时加大稳内需力度，以保证经济的平稳增长。

1. 生产端：3 月工业生产低迷拖累一季度整体增速，钢铁、汽车行业承压

3 月工业生产低迷拖累一季度整体增速。2022 年一季度，在一系列工业经济增长政策措施持续作用下，工业经济运行总体平稳，规上工业增加值同比增长 6.50%，1-2 月工业生产增长总体较为强劲，3 月受疫情防控措施影响，部分企业出现减产停产，物流供应链受到冲击，工业增加值同比增速大幅回落至 5%，明显低于季节性水平，拖累一季度整体增速。

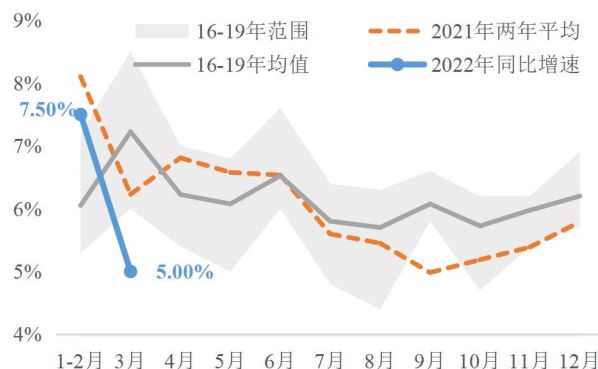
图 3. 近几年一季度工业增加值同比增速



注：2020 年一季度为-8.40%，未在图中显示；2021 年数据为两年平均增速

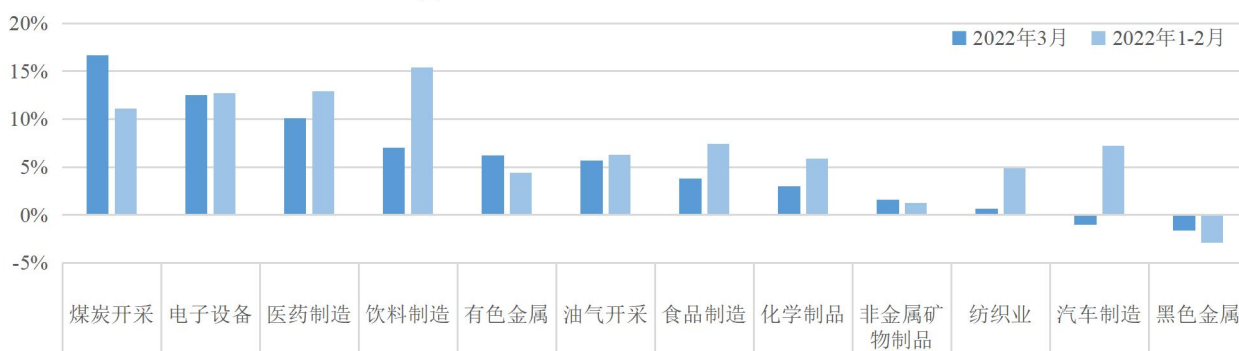
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 4. 工业增加值当月同比增速



工业行业方面，**煤炭开采业**增加值增长较快且3月继续加速，主要受能源、原材料市场保供持续加力拉动；**医药、电子设备制造业**增加值保持10%以上的较快增长，主要是受到出口高景气的带动；受季节性需求回落影响，**饮料制造、食品制造、纺织业**等消费制造业增加值同比增速3月有所回落；受疫情和缺芯等多方面因素影响，3月车企的生产能力和效率都有所降低，**汽车**产能扩张受限；**钢铁**生产同比持续下降，主要受到房地产降温的拖累。

图 5. 主要工业行业增加值同比增速²



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

本轮疫情对服务业生产造成较大冲击。受大规模疫情影响，3月服务业生产指数同比下降0.90%，接触型服务领域受到较大冲击。从行业来看，一季度信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业以及金融业发展较好，增加值同比增长超过5%；而房地产、住宿和餐饮行业增加值同比有所下降，受疫情影响较大。值得关注的是，3月以来受疫情影响，物流运输不畅，客运低位运行，交通运输行业受到较大冲击。从数据来看，3月交通运输、仓储和邮政业生产指数同比下降8.10%，影响服务业生产指数下降0.80个百分点；营业性货运量同比下降1.90%，客运量同比下降43.50%。

² 图中煤炭开采全称为煤炭开采和洗选业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；油气开采为石油和天然气开采业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业

图 6. 服务业生产指数当月同比增速

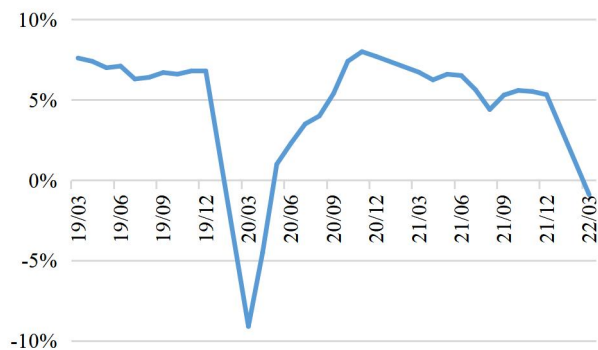
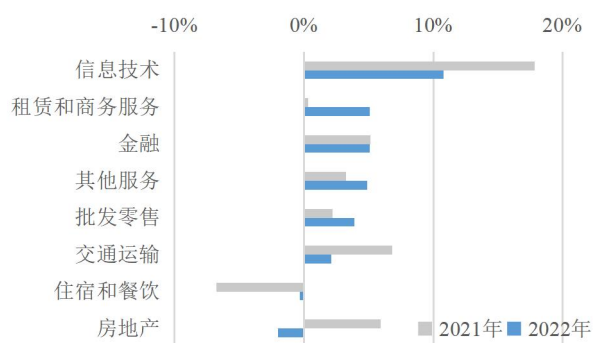


图 7. 一季度服务行业增加值同比增速³



³ 图中信息技术、交通运输全称分别为信息传输、软件和信息技术服务业、交通运输、仓储和邮政业。

注：2021 年数据为两年平均增速

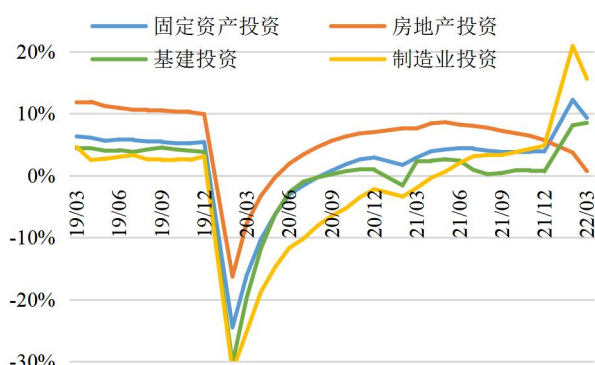
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2. 需求端：房地产链条持续低迷，3 月汽车销售和出口增长回落

固定资产投资总体平稳，基建投资发力明显，制造业投资边际回落，房地产投资继续恶化。2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，虽然较 1-2 月有所回落，但仍然在相对高位。三大领域投资方面，**房地产开发投资继续恶化**，一季度房地产销售面积与销售额同比下降超过 10%，销售端恶化抑制地产投资，房企对于拿地、新开工较为谨慎；**基建投资继续发力**，重大工程项目集中落地开工，体现了财政提前发力、稳增长政策拉动投资的作用；**制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落**，政策利好、出口和工业生产的强势仍是支撑因素。未来，随着专项债券资金拨付使用进度加快、条件成熟的重大项目继续推动，基建投资有望持续发力，扩大投资对经济的拉动作用。

注：2021 年数据为两年平均增速

图 8. 固定资产投资累计同比增速



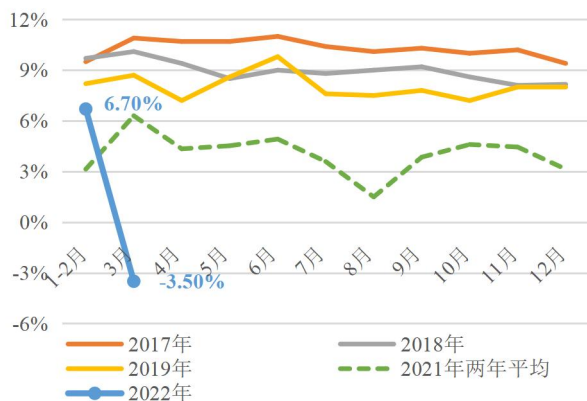
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

表 1. 三大领域投资增速

三大领域	2022 年 1-3 月	2022 年 1-2 月	2021 年 1-3 月 两年平均
房地产	0.70	3.70	7.60
基建	8.50	8.10	2.30
制造业	15.60	20.90	-2.00

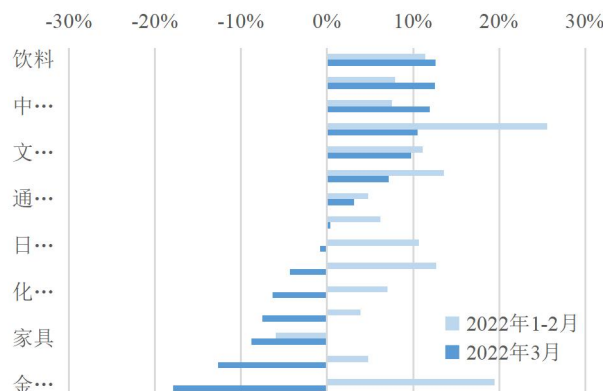
本轮疫情对消费市场冲击较大，**房地产链条商品销售低迷**。2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.30%，1-2 月在春节和冬奥的带动下消费修复有所加快，但 3 月本轮大规模疫情波及全国 30 个省市，居民出行消费明显减少，当月社零同比增速大幅回落至负值区间，其中餐饮收入同比大幅下降 16.40%，限额以上商品方面，饮料、粮油食品、药品等基本生活类商品消费韧性显现；油价上涨支撑石油及制品销售额实现较快增长；金银珠宝、服装鞋帽等消费升级类商品 3 月零售额同比下降超过 10%；受商品房销售额大幅下降拖累，家具、建筑及装潢材料等房地产链条商品销售低迷；3 月汽车销售增长再次转负，主要受到汽车产能承压、部分汽车价格上调、产品交付周期延长以及消费动能不足等因素影响。

图 9. 社零当月同比增速情况



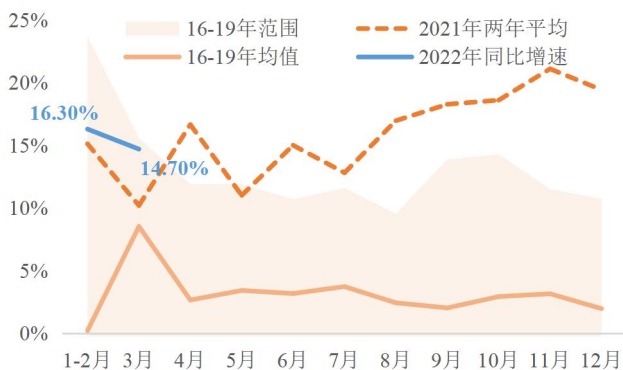
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 10. 主要商品零售额当月增速情况



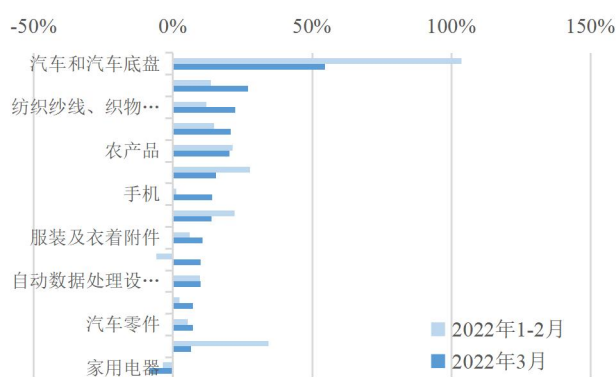
一季度出口保持较高景气度，3月进口增速转负。2022年一季度我国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，进口 6579.80 亿美元，贸易顺差 1629.40 亿美元。一季度出口同比增速整体保持较高的增速水平，但 3 月出口增速有所回落且进口增速转为负增长，在外部环境更趋严峻复杂的背景下，叠加上年高基数效应，后续稳外贸需要付出更大努力。主要出口商品方面，2022 年一季度汽车和汽车底盘出口金额保持较高增速，但 3 月出现较大回落；家用电器出口同比增速持续为负。

图 11. 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图 12. 主要出口商品金额当月同比增速



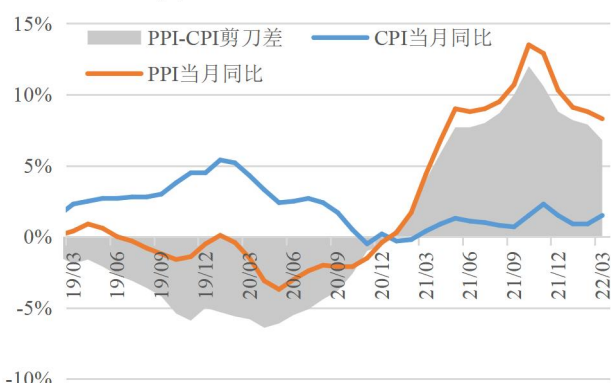
注：图中所选商品为出口重点商品中出口金额较大的商品

3. 价格：石油石化产品价格抬升，中下游行业成本压力仍然较大

一季度 CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。CPI 方面，受国内多点散发疫情和国际能源价格波动等共同影响，2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。PPI 方面，受原油、有色金属等国际大宗商品价格上涨等因素影响，一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月 PPI 同比增速回落幅度有所减缓，环比增速由降转涨，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治冲突等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

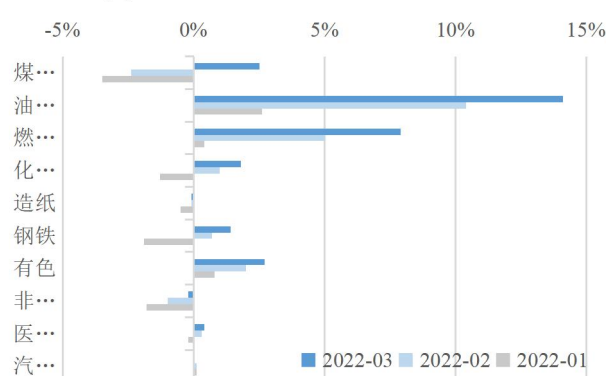
一季度 PPI-CPI 剪刀差继续收窄，但 PPI 回落节奏有所放缓，中下游企业的成本压力仍然较大，盈利情况改善预期转弱。向前看，俄乌地缘政治冲突对原油、天然气、有色金属、化肥以及粮食等重要大宗商品的供应造成冲击，供应链受阻、运输和交易成本上升，国际大宗商品大概率继续在高位波动，我国输入型通胀压力仍存。

图 13. CPI、PPI 增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

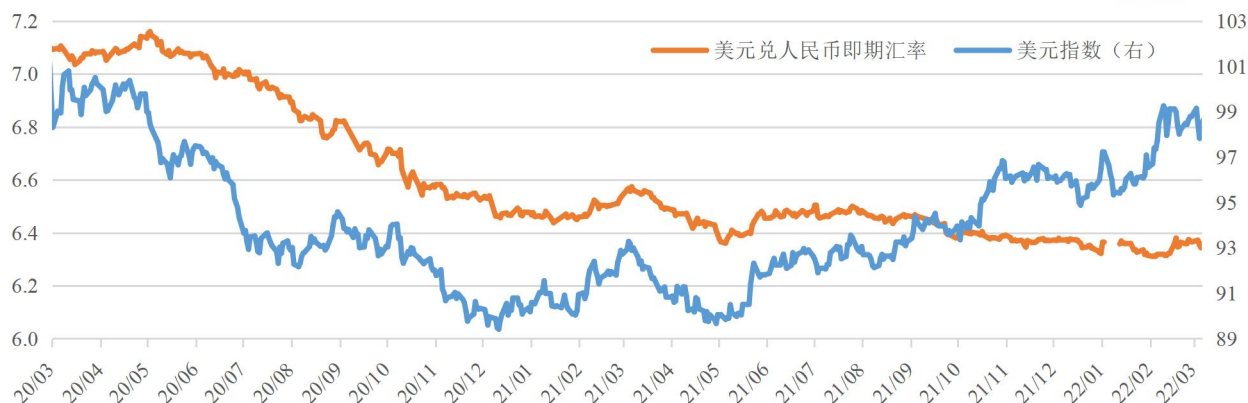
图 14. 主要行业 PPI 环比增长情况



汇率方面，2022 年一季度人民币对美元即期汇率呈“先升后贬”态势。1-2 月，人民币对美元即期汇率延续去年四季度以来的升值趋势，主要受益于三方面因素：一是在稳增长政策支持下中国经济持续稳定恢复，出口继续保持韧性；二是欧洲央行与英国央行释放鹰派信号，在一定程度上抑制了美元指数上行；三是俄乌冲突爆发后人民币表现出一定的避险属性。进入 3 月，人民币对美元即期汇率呈现震荡贬值态势，主要是由于三方面原因：一是 3 月初国内爆发新一轮大规模疫情，对经济运行造成严重冲击；二是中美货币政策加速分化，导致中美利差持续收窄；三是 3 月 11 日美国证监会问责五家中概股公司，导致外资快速流出。

展望后市，从基本面的看，受本轮大规模疫情冲击影响，短期内我国经济下行压力有所加大，但经济长期向好的基本面没有改变；美国经济自去年以来表现强劲，但持续的高通胀将拖累美国经济复苏。从政策面看，面对新的经济下行压力，我国稳健的货币政策实施力度将进一步加大；为遏制不断飙升的通胀，美联储将加速收紧货币政策。综上所述，短期内受中美经济基本面和货币政策分化影响，资本外流压力或有所加剧，人民币汇率存在一定贬值压力；中长期看人民币汇率仍有较强的基本面支撑，有望保持在合理均衡水平上的基本稳定。

图 15. 人民币对美元汇率走势

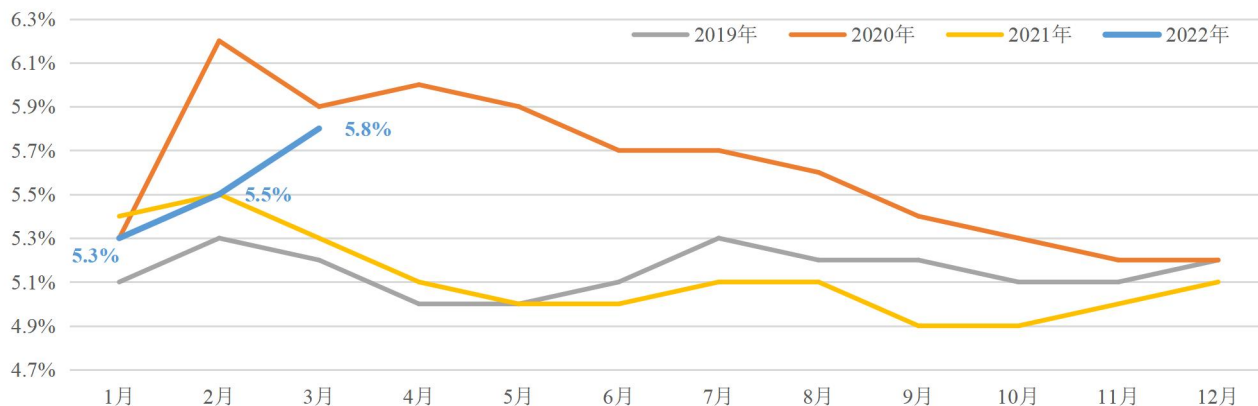


数据来源：外汇管理局、Wind，联合资信整理

4. 就业：服务业受疫情影响用工需求减弱，稳就业压力加大

一季度我国城镇调查失业率均值为 5.50%，同比上升 0.10 个百分点。其中，1-2 月就业情况总体稳定，全国城镇调查失业率接近上年同期水平，环比小幅上升主要是春节假期的影响，符合季节性变化规律；而 3 月以来国内局部疫情加重，交通运输、住宿餐饮、批发零售、文化旅游等服务行业受影响较大，用工需求减弱，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。

图 16. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

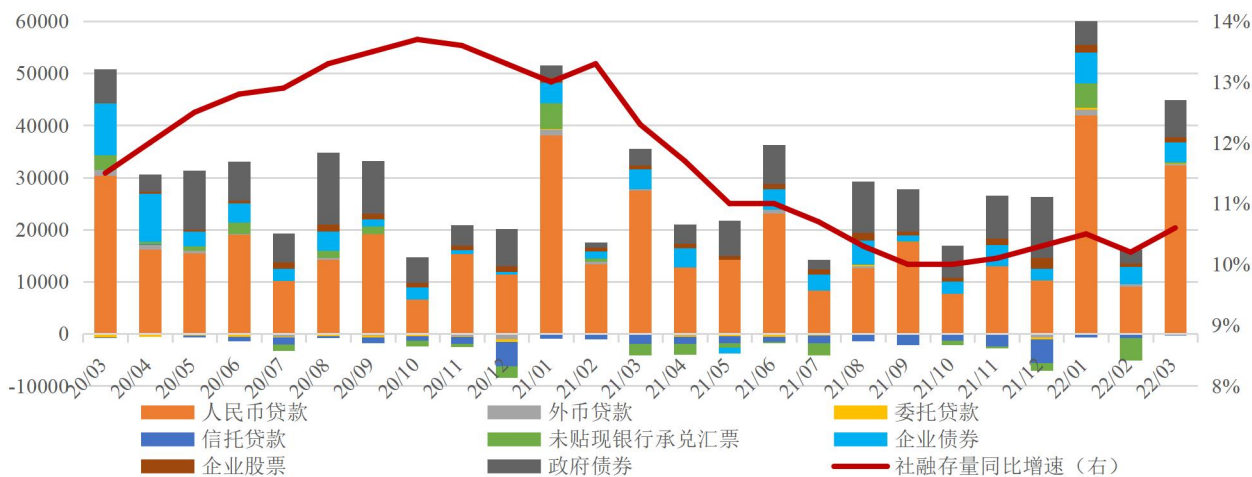
二、宏观信用环境

2022 年一季度，积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，推动社融总量大幅扩张，但信贷结构欠佳反映出实体经济融资需求仍较弱。央行灵活运用多种货币政策工具，加大对实体经济的支持力度，市场流动性总体上合理充裕，企业融资成本稳中有降。

1. 社融总量扩张，信贷结构欠佳，企业债券融资结构分化

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.6%，增速较上月末高 0.4 个百分点。从结构看，**财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力**，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。由于从发债到形成实物量之间存在一定时滞，因此当前的高规模发债或对二季度的基建投资形成有利的资金支持。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款、企业债券净融资、信托贷款，一季度较上年同期分别多增 4258 亿元、多增 4050 亿元、少减 1879 亿元。展望后市，在稳增长诉求下积极的财政政策和稳健的货币政策将适时加力，推动社融总量继续扩张。

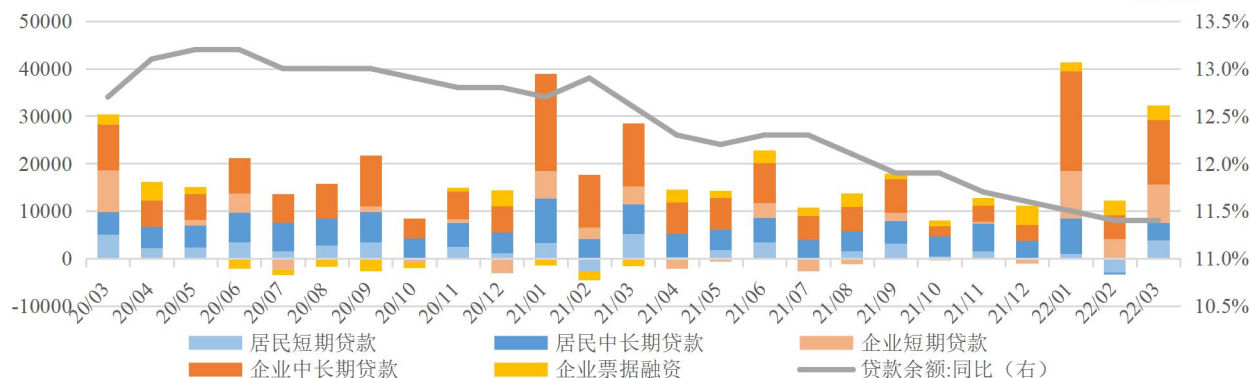
图 17. 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷总量回升但结构欠佳，反映出实体经济融资需求依然较弱。2022 年一季度金融机构新增人民币贷款 8.34 万亿元，比上年同期多增 6636 亿元；3 月末金融机构人民币贷款余额 201.01 万亿元，同比增长 11.4%，增速与上月末持平，出现企稳现象。从结构看，**居民端贷款同比大幅少增，显示居民消费意愿和购房意愿偏弱**，一季度居民短期贷款少增 3886 亿元，中长期贷款少增 9100 亿元；**企业端贷款结构进一步短期化，表明企业融资需求依然较低**，一季度企业短期贷款同比多增 1.03 万亿元，票据融资同比多增 1.28 万亿元，但中长期贷款同比少增 5200 亿元，说明短期贷款和票据融资冲量是企业贷款同比大幅多增的主要支撑因素。展望后市，随着国内疫情防控形势逐步好转、房地产调控政策进一步放松及结构性货币政策持续发力，信贷结构有望逐步改善。

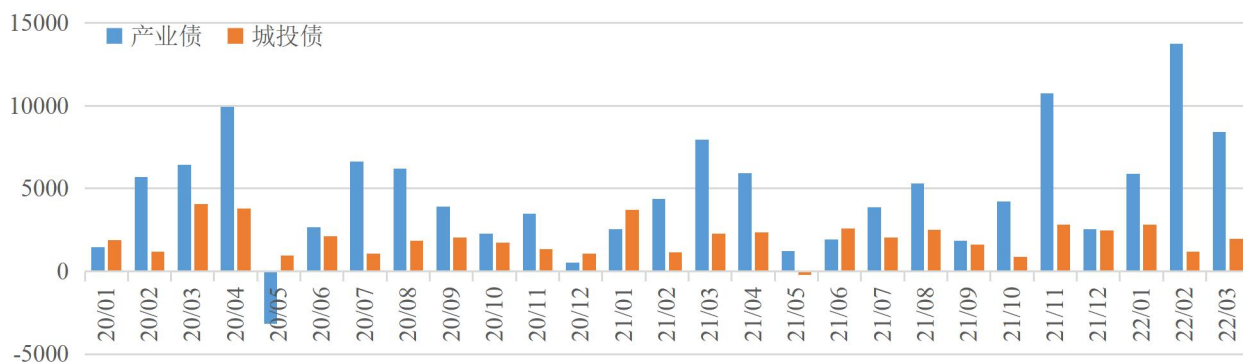
图 18. 当月新增人民币信贷结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

非金融企业债券净融资规模扩张，结构分化较为显著。一季度在稳增长政策发力下，企业部门信用债净融资 1.31 万亿元，较上年同期多增 4051 亿元，企业债券净融资规模继续扩张，但结构分化较为显著。从行业结构看，产业债市场信用明显扩张，城投债信用扩张有所放缓。从企业性质看，国企债和民企债市场信用均有所扩张，但值得关注的是，3 月民企债市场信用由扩张转为收缩；从区域结构看，区域信用延续分化态势，其中 3 月内蒙古、广东、甘肃等省市信用收缩较为明显（详见《信用总量大幅扩张，结构分化依然显著——从 2022 年 3 月社融数据看我国宏观信用状况》）。

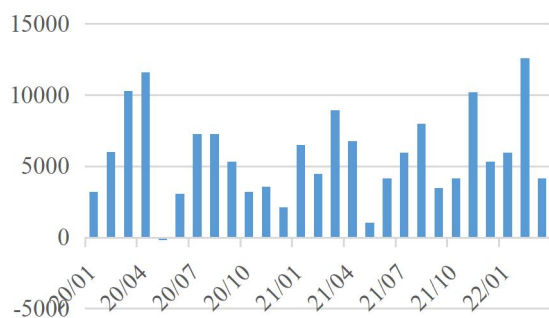
图 19. 产业债和城投债净融资额（亿元）



注：城投债为 Wind 口径

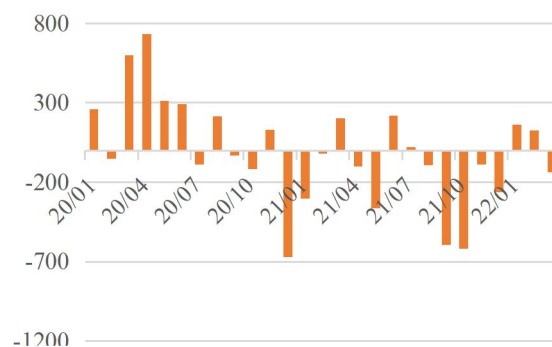
数据来源：Wind，联合资信整理

图 20. 国有企业净融资额（亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

图 21. 民营企业净融资额（亿元）

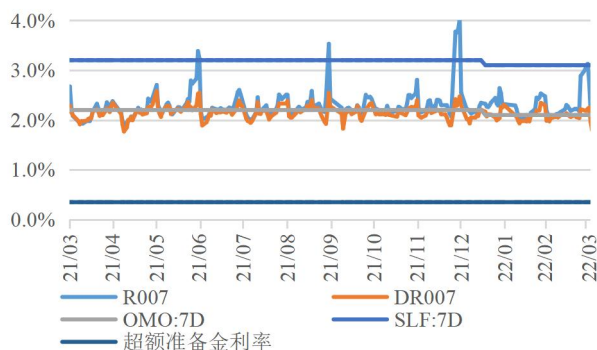


2. 市场流动性合理充裕，企业融资成本稳中有降

市场流动性合理充裕。2022 年一季度央行稳健的货币政策灵活适度，更加主动有为，引导金融机构加大对实体经济的支持力度，保持了市场流动性合理充裕。面对因春节假期、缴准、税期、财政收支及政府债发行等因素导致的短期资金面扰动，央行通过灵活开展公开市场操作维持资金面稳定，保持银行体系流动性合理充裕，存款类金融机构 7 天质押式回购利率（DR007）等短期市场利率围绕政策利率中枢小幅波动。**企业融资成本稳中有降。**1 月 17 日央行下调 MLF 和 7 天逆回购利率 10 个基点，带动 1 年期、5 年期 LPR 报价分别下调 10 个和 5 个基点。受此影响，一季度企业贷款利率下行至 4.4%，较上年同期下降 21 个基点⁴；公司债、企业债和中期票据加权发行利率稳中有降。展望后市，央行稳健的货币政策将更加积极有为，保持市场流动性合理充裕，同时引导金融向实体经济合理让利，推动企业融资成本进一步降低。

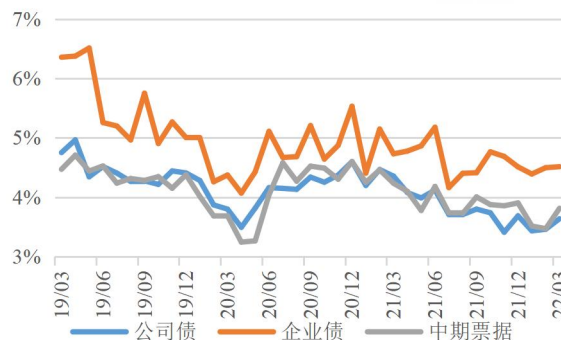
⁴见 2022 年 4 月 18 日人民银行网站《人民银行、外汇局出台 23 条举措全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务》，原文为“今年以来人民银行引导市场利率下行 0.1-0.15 个百分点，带动一季度企业贷款利率同比下降 0.21 个百分点至 4.4%，为有统计以来的记录低点”。

图 22. 市场资金利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图 23. 加权平均票面利率变化趋势



三、宏观政策环境

2022 年一季度，我国经济发展面临的国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

1. 稳健的货币政策灵活适度，加大金融对实体经济的支持

实施两项直达工具接续转换，加大对小微企业的信贷支持力度。2022 年 1 月 1 日人民银行下发通知，自 2022 年 1 月 1 日起实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具接续转换。一是将普惠小微企业贷款延期支持工具转换为普惠小微贷款支持工具，金融机构与企业按市场化原则自主协商贷款还本付息。从 2022 年起至 2023 年 6 月底，人民银行按照地方法人银行普惠小微贷款余额增量的 1%提供资金，鼓励持续增加普惠小微贷款。二是从 2022 年起，将普惠小微企业信用贷款支持计划并入支农支小再贷款管理，原来用于支持普惠小微信用贷款的 4000 亿元再贷款额度可以滚动使用，必要时可再进一步增加再贷款额度。符合条件的地方法人银行发放普惠小微信用贷款，可向人民银行申请支农支小再贷款优惠资金支持。采用市场化方式对两项直达工具进行接续转换，有助于在保持和巩固对市场主体支持力度的同时，用更可持续的方式继续做好金融支持保市场主体工作。

适时运用降准、降息等货币政策工具，促进社会综合融资成本降低。2022 年 1 月 17 日，人民银行下调 1 年期 MLF 利率 10 个基点至 2.85%，下调 7 天逆回购利率 10 个基点至 2.10%，市场利率随之下行。1 月 20 日，1 年期 LPR 下降 10 个基点至 3.70%，5 年期 LPR 下降 5 个基点至 4.60%。2022 年 4 月 15 日，人民银行宣布于 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行，在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上，再额外多降 0.25 个百分点。此次降准共计释放长期资金约 5300 亿元，降低银行业金融机构资金成本 65 亿元。降准和降息有助于进一步优化金融机构资金结构，引导金融机构加大对实体经济的支持力

度，通过金融机构传导促进社会综合融资成本降低，进一步激发市场主体的融资需求。

适时灵活运用再贷款等结构性货币政策工具，加大对实体经济的支持力度。人民银行货币政策委员会2022年第一季度例会指出，结构性货币政策工具要积极做好“加法”，精准发力，用好普惠小微贷款支持工具，增加支农支小再贷款，实施好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持。4月6日召开的国务院常务会议指出，增加支农支小再贷款，推动中小微企业融资增量、扩面、降价；支持重点领域和薄弱环节融资，设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款，人民银行对贷款本金分别提供60%、100%的再贷款支持。充分发挥结构性货币政策工具的“精准导向”作用，有助于加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，更加有效地支持实体经济发展。

2. 积极的财政政策适当靠前发力，不断提升政策效能

地方政府专项债发行前置，投资拉动效能加速释放。2022年政府工作报告指出，今年我国拟安排新增地方政府专项债券额度3.65万亿元，其中1.46万亿元的新增专项债券额度已于2021年年底提前下达。专项债的使用强化绩效导向，坚持“资金、要素跟着项目走”，合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。一季度新增专项债发行1.30万亿元，占全年新增专项债券额度的35.6%，占提前下达新增专项债券额度的88.9%。4月12日国务院政策例行吹风会提到，去年12月提前下达的1.46万亿元新增专项债券额度力争在今年5月底前发行完毕，今年3月底分配下达的额度，尽快启动发行并在今年9月底前全部发行完毕。专项债作为积极财政政策的重要抓手，今年发行使用进度明显快于往年，有助于加速释放其拉动有效投资、稳定宏观经济的重要作用。

实施更大力度组合式减税降费，支持市场主体纾困发展。2022年政府工作报告指出，今年要坚持阶段性措施和制度性安排相结合，减税与退税并举，实施新的更大力度组合式减税降费：一方面，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围；另一方面，大规模实施增值税留抵退税政策，全年退税规模1.5万亿元，减轻企业资金压力，帮助企业纾困发展。3月以来，财政部会同税务总局、科技部等部门相继印发多个公告⁵，明确减税降费实施细则。此外，人民银行于3月8日宣布向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付。总体来看，减税降费对提振市场主体信心、稳定市场预期、扩大有效投资、拉动终端消费、推动经济平稳健

⁵ 相关公告主要包括《财政部 税务总局关于促进服务业领域困难行业纾困发展有关增值税政策的公告》（财政部 税务总局公告2022年第11号）、《财政部 税务总局关于中小微企业设备器具所得税税前扣除有关政策的公告》（财政部 税务总局公告2022年第12号）、《财政部 税务总局关于进一步实施小微企业“六税两费”减免政策的公告》（财政部 税务总局公告2022年第10号）、《财政部 税务总局关于进一步实施小微企业所得税优惠政策的公告》（财政部 税务总局公告2022年第13号）、《财政部 税务总局关于进一步加大增值税期末留抵退税政策实施力度的公告》（财政部 税务总局公告2022年第14号）、《财政部 税务总局关于对增值税小规模纳税人免征增值税的公告》（财政部 税务总局公告2022年第15号）、《财政部 税务总局 科技部关于进一步提高科技型中小企业研发费用税前加计扣除比例的公告》（财政部 税务总局 科技部公告2022年第16号）。

康发展发挥重要作用。

3. 房地产及城投调控政策边际放松，融资环境或将有所改善

高层对房地产市场调控政策边际放松，“稳地产”信号更加明确。3月16日国务院金融委会议指出，关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后，多部委召开专题会议，传达学习国务院金融委会议精神，并针对房地产市场进行表态。**财政部**表示，房地产税改革试点依照全国人大常委会的授权进行，一些城市开展了调查摸底和初步研究，但综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。**人民银行**表示，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长，坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险。**银保监会**表示，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，积极推动房地产行业转变发展方式，鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产业良性循环和健康发展。**证监会**表示，继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险。**外汇局**表示，配合有关部门促进房地产市场、平台经济健康稳定发展。3月份以来，全国已经有一百多个城市的银行自主下调了房贷利率，部分省级市场利率定价自律机制也配合地方政府的调控要求，下调了本城市首付比例下限和利率下限。多部委联合表态叠加各地因城施策放松调控，释放了更加明确的“稳地产”信号，**对于提振房地产行业信心、稳定市场预期具有重要意义，有助于一定程度上扭转购房者的悲观情绪，释放部分购房需求。**

加快推进保障性租赁住房建设，推动构建多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。2022年2月8日，人民银行、银保监会联合发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，加大对保障性租赁住房发展的支持力度。2月25日，银保监会、住建部联合发布《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》，要求银行保险金融机构发挥自身优势，把握保障性租赁住房融资需求特点，提供与需求相契合的金融支持；要求各地推动保障性租赁住房相关配套措施尽快落地，加强保障性租赁住房项目监督管理，做好项目准入管理，为银行保险机构开展业务提供支持；要求各方加强风险管控，防范好相关金融风险。3月18日，证监会表示，目前正在会同相关部委研究推动保障性租赁住房REITs试点工作，尽快推动项目落地，拓宽保障性租赁住房建设资金来源，促进行业向新发展模式转型，实现平稳健康发展。

城投平台融资或将边际放松，有助于改善融资环境，缓释城投行业信用风险。2022年4月18日，人民银行、外汇局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（以下简称“央行23条”），其中第十一条“加大对有效投资等金融支持力度”中指出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施”。考虑到当前

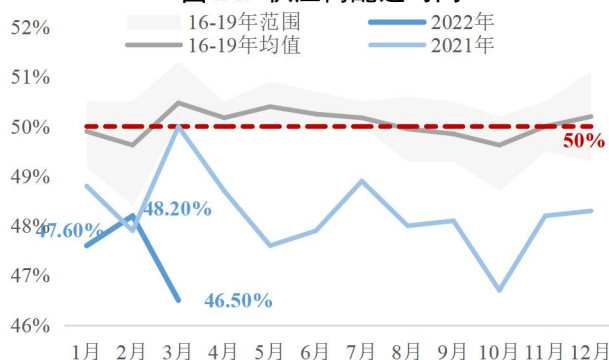
我国经济发展面临的国内外环境复杂性不确定性日益加剧，经济新的下行压力有所加大，我们认为城投平台监管政策后续或将边际放松，这将对城投融资形成利好，有效缓解城投平台的流动性压力和信用风险，但具体影响如何仍待观察。

四、行业信用风险观察

1. 本轮疫情对物流行业冲击较大，政策支持有望缓释行业信用风险

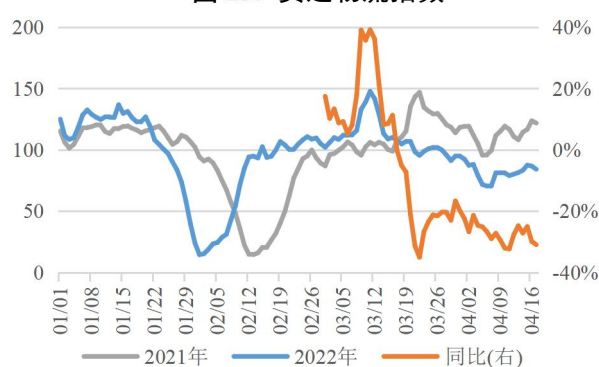
物流不畅、运力不足叠加成本上行，物流行业信用风险抬升。3月初本轮疫情爆发以来，全国多地防疫管控措施升级，道路通行不畅，特别是从上海辐射长三角的跨省物流大通道受阻断流。物流企业在本轮疫情冲击下主要面临以下三点困难：一是**物流不畅**。PMI 数据显示，3月供应商配送时间指数逆季节性跌至2020年3月以来的最低点，物流运输不畅，交货周期延长；高频数据方面，3月下旬以来，整车货运流量指数同比下降超过20%。二是**运力不足**。受疫情防控影响，很多一线岗位从业人员或是被隔离、或是被迫就地休息、无法顺利上路，造成从业人员出现短缺，运力供给明显不足。三是**成本压力上升**。成本上升主要系燃油涨价所致，此外还受到人员货物防疫监测、隔离等产生的时间成本和酒店住宿、餐饮费等额外费用上升的影响。总之，本轮疫情以来，物流企业在业务完成量以及收入减少的同时，有形、无形成本都在增加，短期内行业信用风险有所上升。

图 24. 供应商配送时间



数据来源：Wind，联合资信整理

图 25. 货运物流指数



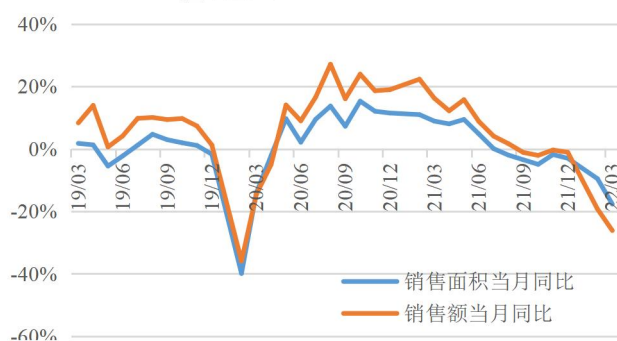
本轮疫情凸显了物流稳定的重要性，近期一系列的政策、会议以及多部门表态，均提出要加大对物流行业的支持和帮扶力度，物流行业的信用风险有望得到逐步缓释。《中共中央 国务院关于进一步加快建设全国统一大市场的意见》提到，大力发展第三方物流，促进全社会物流降本增效；银保监会要求银行业保险业通过加大资金支持、帮扶重点群体等方式全力以赴帮助货运物流行业纾困解难，将普惠型小微企业贷款适当向运输企业和个体工商户倾斜；国务院召开的全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议，要求着力稳定产业链供应链，通过2000亿元科技创新再贷款和用于交通物流领域的1000亿元再贷款撬动1

万亿元资金，建立重点产业和外贸企业白名单等；交通运输部出台十项措施保障物流畅通，促进产业链供应链稳定，努力实现“民生要托底、货运要畅通、产业要循环”，或将对物流业恢复发展和信用风险缓释产生积极作用。

2. 房企销售回款承压明显，短期内资金面压力依然较大

2022年一季度房地产销售持续下探。2022年以来，多地适度放开限购限售，降低公积金使用门槛、调降房贷利率、加快房贷审批节奏，但在政策放松的同时，一季度房地产销售面积与销售额同比下降超过10%，3月销售额同比下降至26.16%。房地产销售端恶化抑制房地产投资，房企对于拿地、新开工也较为谨慎。

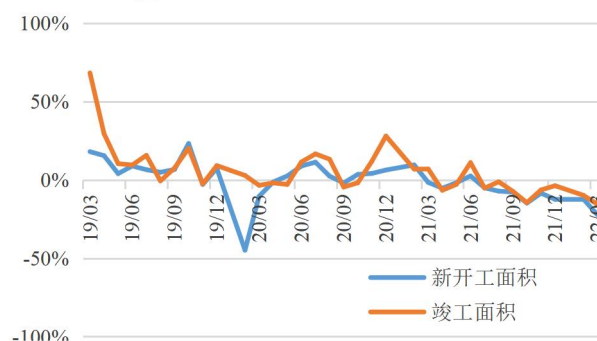
图 26. 房地产销售情况



注：2021年数据为两年平均增速

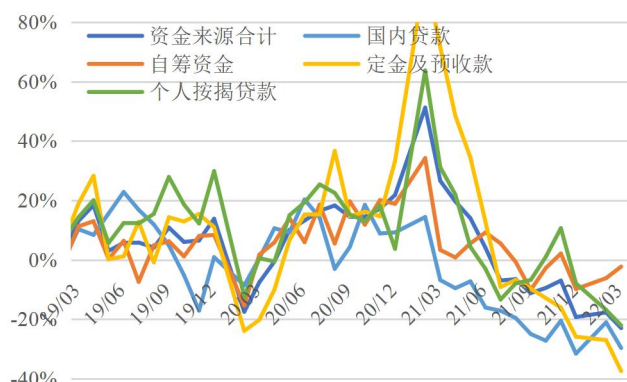
数据来源：Wind，联合资信整理

图 27. 房屋新开工、竣工情况



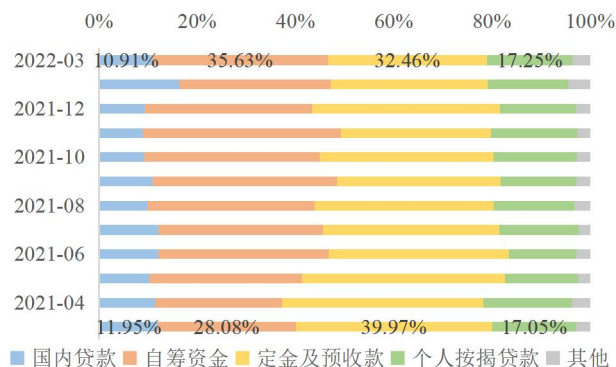
房企销售回款承压明显，短期内资金面压力依然较大。从房地产资金面来看，一季度房地产企业到位资金3.82万亿元，同比下降19.60%，资金面压力仍然较大。分项来看，房地产销售疲弱带动定金及预收款以及个人按揭贷款同比降幅有所扩大，其中个人按揭贷款下滑幅度更大，反映出尽管当前银行房贷环境有所放松，但居民购房需求仍然不足；自筹资金同比下滑幅度有所收窄，占比较上年同期明显上升，与之对应的是定金及预收款占比的下降，反映出目前在销售回款承压的情况下，房地产企业更多的通过自筹资金的方式来缓解现金流压力，而对自筹资金的依赖性提高也意味着个体风险以及资金链的脆弱性提高。

图 28. 房地产资金来源当月同比增速情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 29. 房地产各项资金来源当月占比情况



总体来看，2022 年各部门纷纷释放出维稳信号，优化房地产调控政策，房企资金面有望边际改善，但行业仍处在深度调整阶段，基本面回暖的速度还取决于政策措施的实施力度等多方面因素，居民购房情绪、金融机构和房企的信心和预期恢复可能还需要一定的时间，且今年房地产到期债务的规模较大，**短期内房企资金面压力依然较大，行业信用风险或将继续释放。**

3. 汽车业供需两端以及成本压力均较大，行业信用风险有所上升

汽车业供需两端以及成本压力均较大，行业信用风险有所上升。2022 年一季度，汽车产销分别完成 648.4 万辆和 650.9 万辆，同比分别增长 2.0% 和 0.2%；3 月汽车产销分别完成 224.1 万辆和 223.4 万辆，同比分别下降 9.1% 和 11.7%，3 月产销低迷拖累一季度数据。供给端，受 3 月以来多地爆发的新一轮疫情影响，长春、上海两个汽车产业重地的疫情尤为严峻，整车及零部件厂商停工停产，且电池、芯片、汽车零部件等原材料供应紧张，对汽车产能扩张产生抑制作用；需求端，疫情防控对于汽车的线下销售影响也较大，供给不足导致产品交付周期延长、部分汽车价格上调以及油价上涨等因素也对汽车销售造成抑制；成本端，近期主要原材料价格有所上涨，汽车制造的成本压力仍存，尤其是对中小厂商盈利能力产生的负面影响较大。总体来看，在供需两端以及成本压力均增大的背景下，汽车行业收入及现金流承压，个别弱资质、偿债负担重和对海外供应链依赖度高的企业信用风险或将有所上升。

免责声明

本报告涉及的内容仅供参考，不构成对某种决策的最终操作建议，更不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。联合资信评估股份有限公司就本报告涉及的内容不对接收方做出任何担保，对于本报告涉及内容导致的任何直接的或者间接的投资盈亏等后果，联合资信评估股份有限公司不承担任何责任。

本报告涉及的内容版权仅为联合资信评估股份有限公司所有。如引用发布，需注明出处为联合资信评估股

份有限公司，且不得对本报告涉及的内容进行有悖原意的（包括但不限于）引用、删节和修改。

DISCLAIMER

The content provided in this report is for reference only; therefore it does not constitute any final operational advice for certain decision, and is less able to be served as the basis for investment research decisions, as well as any moral, liable or legal basis or evidence, with or without warranty of any kind, either express or implicit. **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** assumes no guarantee for the content in the report, nor bears any liability or responsibility for any investment gains and losses, either directly or indirectly, arising from or in reliance upon the content of the report.

The copyright of the content contained in this report are solely owned and reserved by **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** A reference to **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** shall be made in any citation, and no citation, abbreviation and modification may be made to the content against the original meaning.