

信用扩张趋于缓和，信用风险或将高位回落

——联合 2020 年下半年宏观信用风险展望

联合资信 联合评级 宏观研究部

- 受突如其来的新冠肺炎疫情冲击，2020 年上半年中国经济有所收缩，GDP 下降 1.6%。二季度经济复苏较为强劲，当季 GDP 同比增长 3.2%，主要受益于投资和外贸的正向拉动。上半年宏观政策全力对冲疫情影响，财政货币逆周期调节力度空前。
- 2020 年上半年中国宏观信用快速扩张，债务融资规模继续扩大，市场利率进一步降低，宏观杠杆率迅速攀升。信用资源丰富机构进行套利使资金空转，信用资源存在错配问题。
- 2020 年上半年信用违约规模增长，银行贷款和信托贷款不良率持续攀升，达到近 10 年来新高；债券违约规模有所放大，新增违约家数有所减少。
- 2020 年下半年中国宏观经济将持续恢复态势。宏观政策围绕“六保”任务，更加注重精准施策，激进扩张性宽松政策将趋于缓和，提振、扩大内需、提高进口替代等注重“内循环”的领域成为政策支持的重点。
- 下半年在经济持续恢复、企业经营改善的情况下，货币政策大概率边际收紧，信用扩张放缓，信用风险仍处于高位，但较上半年会有所回落。

一、2020 年上半年经济运行及政策回顾

（一）宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国经济增速尽管于二季度增速转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

1、经济运行受疫情严重抑制

由于疫情防控对生产流通消费的冲击，经济活动受到严重抑制，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%，二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年的恢复起到了积极作用，主要受益于投资和外贸的正向拉动。

表 1：2017-2020 年二季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 一季度	2020 年 二季度
GDP（万亿元）	78.7	84.0	89.2	18.37	40.92
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.7	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

注：1.增速及增幅均为累计同比增长情况。

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价。

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模。

4.城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

2、三大需求均同比下降，投资需求二季度修复较为强劲

2020 年上半年，社会消费品零售总额 17.23 万亿元，累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态。投资方面，上半年固定资产投资完成额 28.16 万亿元，同比增长-3.10%，其中制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，仍处于历史同期最低；基础设施建设投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。外贸方面，上半年货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.50%）明显收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.00 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 元）略有减少。上半年我国对欧盟、东盟、美国、日本累计进出口额分别为 1.99 万亿元、2.09 万亿元、1.64 万亿元和 1.03 万亿元，分别同比增长-1.80%、5.60%、-6.60%和 0.4%，东盟成为我国出口金额最大和增速最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，扭转了一季度向下拉动的态势；最终消费支出向下拉动 GDP 2.35 个百分点，较一季度收窄 2.01 个百分点；货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.53 个百分点，扭转了一季度向下拉动的态势。可见，二季度经济恢复超预期主要源于投资和外贸的正向拉动。

3、工业生产及经济效益恢复较快，服务业仍处收缩区间

2020 年上半年工业和服务业同步下降。上半年全国规模以上工业增加值同比实际增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%，二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度为下降 36.7%，二季度为增长 4.8%，尤其是 5、6 月份，利润分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1-5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1-3 月（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅度回升，但第二、第三产业仍处于收缩状态。

4、居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比继续下降

2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上

年同期扩大 1.6 个百分点，其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提高 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度降幅（-0.6%）继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

5、社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降

2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，增幅较上年末（10.69%）及上年同期（11.19%）均显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府专项债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.48%（一季度数据），较上年同期下降 56 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据平均发行利率为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

6、财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大

2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 8.2 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.6 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.70%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽然较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，却是本期唯一正增长的支出项（除债务利息支出之外），其余均为下降，其中降幅较

为明显的是城乡社区事务支出下降 30.0%、节能环保支出下降 15.4%、交通运输支出下降 13.3%、科学技术支出下降 12.2%、教育支出下降 7.6%。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口逐步扩大。在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

7、就业压力较大，形势逐月改善

2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.90%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

（二）宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”、“六保”，为中心，保证经济运行在合理区间。

财政方面：一是为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施¹。二是大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债自己补充资本金；三是发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 亿元，赤字率 3.60%以上，同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

¹主要包括：加大对疫情防控重点保障物资生产供应的税收支持力度，对受疫情影响较大行业企业给予税收减免，加大个体工商户和小微企业税收优惠力度，出台扩大汽车消费的税收政策，完善出口退税等稳外贸税收支持政策，阶段性减免社保费、医保费用，减免部分行政事业性收费和政府性基金等。今年《政府工作报告》明确指出，对前期出台的减税降费政策，执行期限全部延长到今年年底，小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。财政部认真落实《政府工作报告》要求，会同有关部门及时发文明确延长相关政策执行期限。实施上述政策，预计全年新增减税降费规模将超过 2.5 万亿元。

货币金融方面：整体性政策和结构性政策相结合，实施了三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性²；三次下调 MLF 操作利率，引导 LPR 下行³，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性，降低成本，而且总体上具有扩大信用规模，降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，人民银行决定于 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率，其中支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%，进一步促进降低中小企业企业融资成本。

二、2020 年上半年宏观信用状况

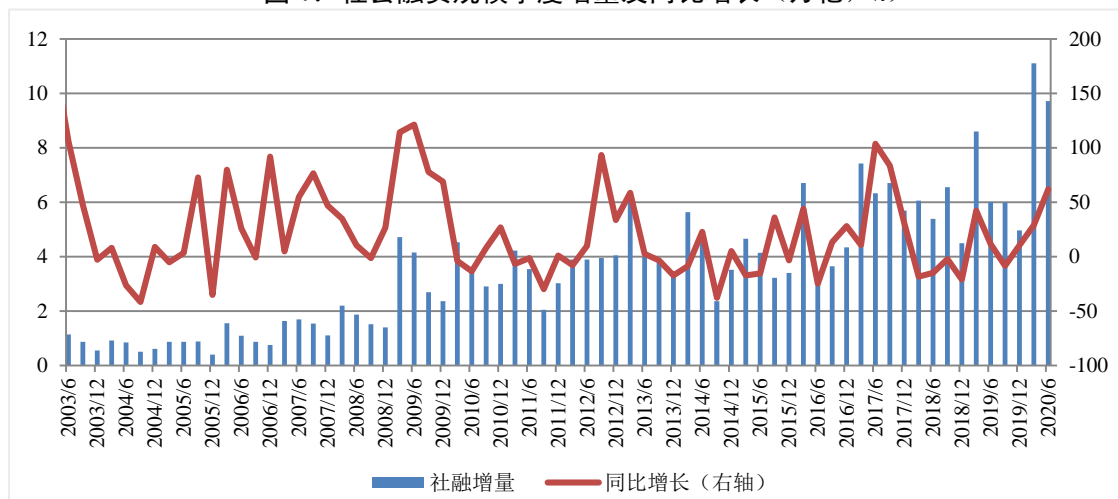
1、为对冲疫情影响，宏观信用快速扩张

宏观信用快速扩张。根据央行的定义，社会融资规模能够准确全面地衡量宏观信用规模（其中包括非债务的股票融资，由于占比较小，本文未做剔除处理）。2020 年上半年社会融资规模增量 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元，增幅 42.57%，显示出快速的信用扩张态势。分季度看，一季度新增 11.08 万亿元，同比增长 28.69%；二季度新增 9.75 万亿元，同比增长 62.5%。两个季度的同比增速在历史上并不突出，但新增量均为历史同期最高水平。结构上看，上半年新增人民币贷款 12.33 万亿，是历史上最高的水平，较去年同期多增 2.31 万亿；企业债券融资 3.33 万亿元，较上年同期多增 1.76 万亿元，创历史最高水平；国债和地方政府的专项债融资力度比较大，上半年地方政府专项债的净融资是 2.22 万亿元，比上年同期多 1.03 万亿元。国债的净融资是 9880 亿元，比去年同期多 5729 亿元。2020 年 6 月末，社会债务融资存量达到 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，增速为 2018 年 3 月以来最高。

²1 月 6 日全面降准 0.5%，释放资金 8000 多亿；3 月 16 日定向降准再次释放资金 5500 亿；4 月再次定向降准，释放资金 4000 亿。三次共释放资金 9500 亿。

³2020 年 2 月 20 日，1 年期 LPR 下调 10BP 至 4.05%，5 年期 LPR 下调 5BP 至 4.75%；4 月 20 日，1 年期 LPR 下调 20BP 至 3.85%，5 年期 LPR 下调 10BP 至 4.65%。

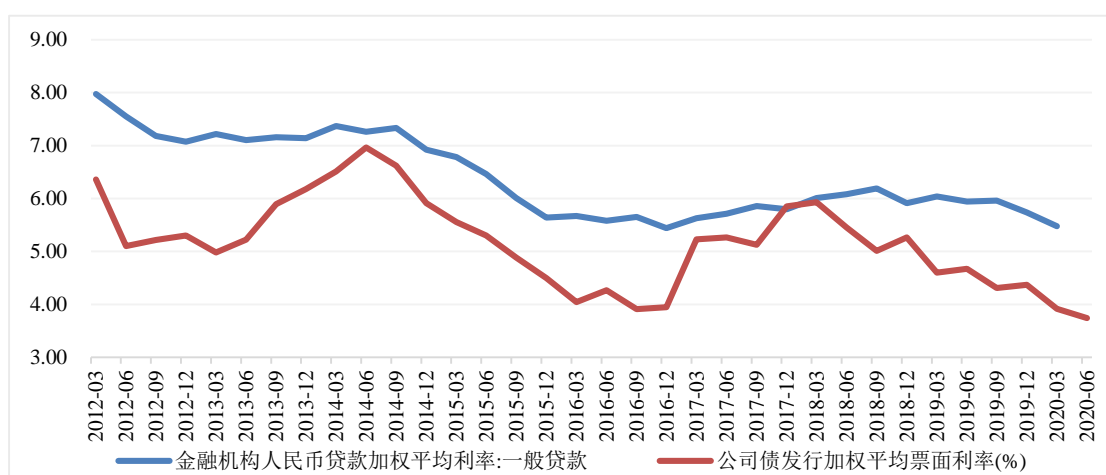
图 1：社会融资规模季度增量及同比增长（万亿，%）



数据来源：wind，联合资信整理计算

利率水平明显下降。本轮宏观信用快速扩张的同时，企业融资利率水平在政策推动下逐步下行。2020 年上半年在 LPR 下行 30BP 的基础上，金融机构人民币一般贷款加权平均利率一季度下行至 5.48%，二季度可望延续下行（数据尚未公布，根据 4 月 LPR 报价下行幅度较 1 月为大，以及政策导向估测，二季度利率应在一季度基础上继续下行），达到近 10 年来最低水平。债券融资方面，今年以来发行利率逐步下行，以公司债发行的加权平均票面利率为例，一季度为 3.92%，二季度为 3.74%，分别比上季度下降 81BP 和 18BP，为公司债融资规模扩大创造了条件。

图 2：企业融资利率走势

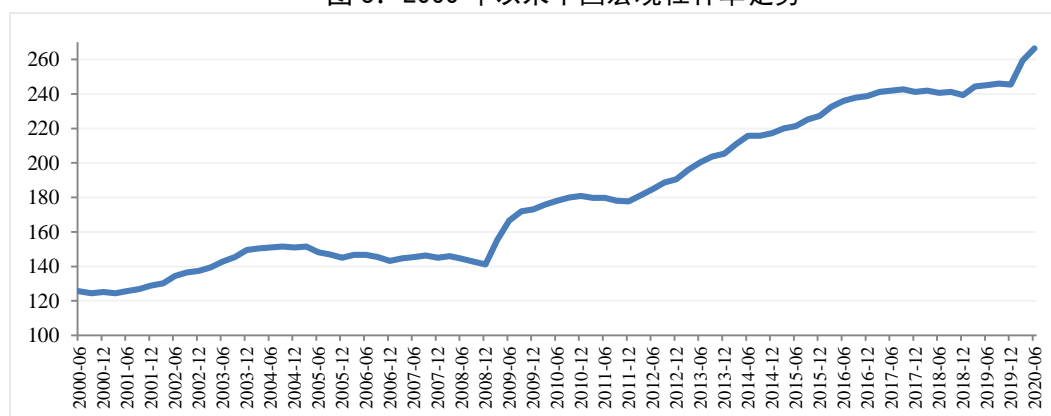


数据来源：wind，联合资信整理

宏观杠杆率迅速攀升。2020 年上半年，中国宏观杠杆率从上年末 245.4% 飙升到 266.4%，上升了 21 个百分点，历史上仅次于 2009 年上半年的升幅（25.4

个百分点)。其中一季度上升 13.9 个百分点，二季度上升 7.1 个百分点，二季度升幅有所缩小（二季度债务增速较一季度继续提高，但由于经济增速由负转正，所以杠杆率增幅有所缩小）。2020 年上半年中国宏观杠杆率达到历史新高，蕴含较高的信用风险。

图 3：2000 年以来中国宏观杠杆率走势

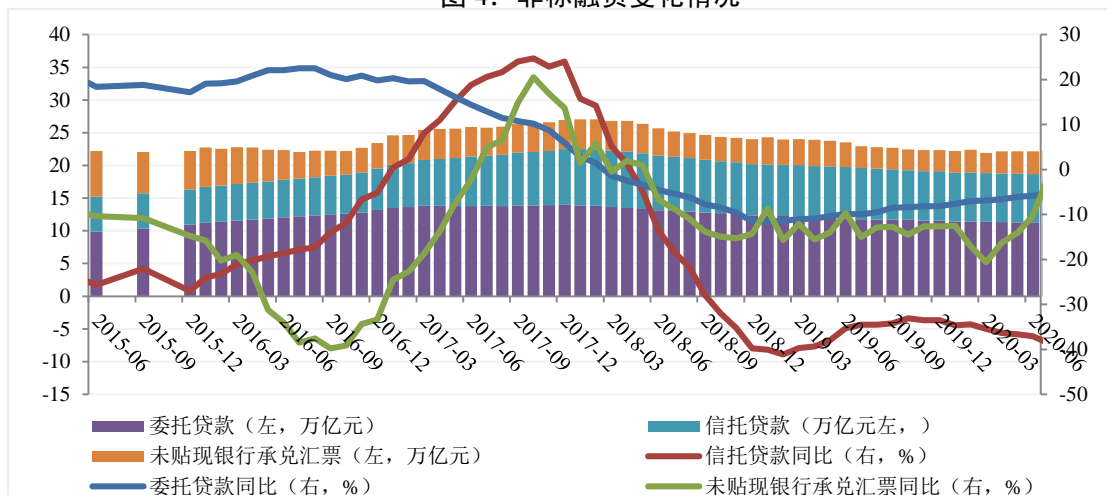


数据来源：wind，联合资信整理

2、非标融资延续收缩态势，信托贷款收缩尤为明显

在宏观信用总体急剧扩张的同时，受金融去杠杆及理财新规等金融监管政策所产生，表外融资自 2017 年三季度开始大幅收缩，到 2018 年底基本企稳。从规模及占比来看，委托贷款为非标融资的主要形式，其次是信托贷款，未贴现银行承兑汇票占比最小。2017 年之前，委托贷款一直处于高速增长阶段且基本稳定；信托贷款从 2016 年开始快速增长，一直持续到 2017 年三季度；未贴现银行承兑汇票初期有一个较大的下降期，2016 年四季度增速快速反弹，从-30%以上的负增长迅速反弹至 2017 年 10 月的 20%，其后开始进入下降通道。总体看，非标融资最高于 2018 年 2 月达到 27.7 万亿元，其后在去杠杆的影响下持续收缩，2019 年 11 月缩小到 22.36 万亿元的最低水平，共缩小 17.4%。由图 14 中可见，中国三大非标规模增长自 2017 年四季度开始快速下滑，2018 年底开始企稳，2019 年委托贷款和信托贷款降幅有所收窄。2020 年上半年，委托贷款降幅持续收窄，未贴现银行承兑汇票收缩幅度先扩大后收窄，只有信托贷款延续价降幅度扩大态势。

图 4：非标融资变化情况



数据来源：人民银行，联合资信整理

3、信用配置呈现较为明显的结构特征

首先表现在所有制结构方面。一直以来民营企业面临融资难融资贵问题，而国有企业在信用资源方面拥有较大体制优势，许多国有僵尸企业也能获得成本较低的信用融资。2020 年上半年，非金融民营企业债券融资规模 6000 多亿元，仅占同期非金融企业债券融资总额的 10% 左右，可见在信用快速扩张周期，民营企业获得信用资源的占比也非常小。这种情况使国有企业占有超出需要的信用资金，限制部门往往被用于金融投资或房地产投资，今年在信用快速扩张的情况下，结构性存款规模大幅增长，正是国有企业等获得过度信用资金的主体进行的套利行为所致。此外还有以往出现过的企业购买理财产品、委托贷款等，或者将资金转入资本市场及房地产市场投资，而其他行业及所有制企业难以获得基本的信用资源，常常处于流动性状态，急需时只能通过民间渠道低成本融资。这种情况不仅造成资金空转，扰乱金融市场秩序，也不利于国有企业自身的创新发展，也无形中抬升了民营企业的融资成本。

其次表现在不同行业的信用资源配置方面。从 2020 年上半年各行业债券融资规模占比数据可以看到，一是政府鼓励信用支持的居经济主体地位的制造业债券融资规模占比只有 13.40%，远不及建筑业和综合类行业的占比；二是服务业尤其是高技术服务业如信息传输、软件和信息技术服务业债券融资占比仅为 0.83%，可见信用资源存在较明显的错配问题。

表 2：2020 年上半年各行业债权发行规模

行业	发行只数	发行只数占比(%)	发行金额(亿元)	发行金额占比(%)
建筑业	1,708	24.44	12,988.53	20.15
交通运输、仓储和邮政业	614	8.79	6,993.54	10.85
综合	1,349	19.30	12,345.69	19.15
制造业	818	11.70	8,640.87	13.40
租赁和商务服务业	623	8.91	3,182.18	4.94
采矿业	276	3.95	4,880.56	7.57
房地产业	412	5.89	3,565.39	5.53
电力、热力、燃气及水生产和供应业	574	8.21	7,182.28	11.14
批发和零售业	355	5.08	2,493.32	3.87
住宿和餐饮业	10	0.14	61.95	0.10
信息传输、软件和信息技术服务业	50	0.72	532.47	0.83
居民服务、修理和其他服务业	32	0.46	605.00	0.94
水利、环境和公共设施管理业	89	1.27	581.45	0.90
文化、体育和娱乐业	44	0.63	230.83	0.36
科学研究和技术服务业	8	0.11	26.00	0.04
农、林、牧、渔业	26	0.37	148.95	0.23
教育	1	0.01	4.28	0.01
合计	6,989	100.00	64,463.28	100.00

数据来源：wind，联合资信整理计算

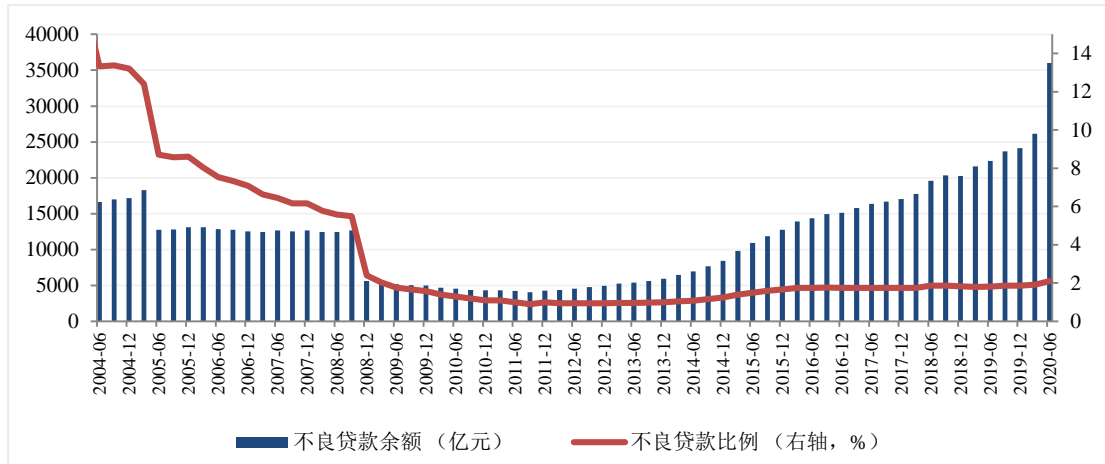
三、上半年主要信用工具违约规模均有所扩大

总体来看，今年以来企业主要信用融资工具银行贷款、债券融资和信托融资的违约规模均呈扩大之势。与银行贷款不良率和信托融资违约率的快速上升相比，非金融企业债券的信用状况相对稳定，但由于经济系统中债务风险固有的传染性关联性，各种债务工具的信用风险相互勾连影响，需要警惕其他市场风险向债券市场的传导。

1、2020 年上半年银行贷款不良率持续攀升

据银保监会披露，2020 年二季度末，我国商业银行不良贷款余额 3.6 万亿元，不良率 2.1%，较上季度末（不良贷款余额 2.6 万亿元，不良率 1.91%）明显恶化，不良率为近 10 年来首次突破 2%，不良余额更是较上季度末暴增 1 万亿元，达到有统计数据以来最高水平。在突入其来的新冠肺炎疫情影响下，企业生产经营大幅滑坡、市场需求低迷，经济效益下降，流动性紧张，导致企业贷款违约暴增。

图 5：变化 2004 年以来不良贷款



数据来源：wind，联合资信整理

2、信托不良率增长较快

近年来信托违约持续上升，今年违约率大幅上升。信托业协会公布的数据显示，2020 年一季度末，信托业资产风险率为 3.02%，较 2019 年末提升 0.35 个百分点。从风险项目数量和风险资产规模的环比变动来看，一季度末，信托业风险项目个数为 1626 个，环比增加 79 个，增幅为 5.11%；信托行业风险资产规模为 6431.03 亿元，环比增长 11.45%，同比增长 127.20%。据不完全统计，2019 年之前，信托风险资产不良率维持在 1.0% 以下，2019 年末 2.67%，今年一季度信托不良率快速升至 3.0% 以上，风险资产规模达到 6431 亿。进入二季度，融资类信托风险事件多发，监管趋严，风险资产规模料将继续扩大。

3、2020 年上半年债券市场信用风险维持高位。2020 年上半年债券市场信用风险事件仍较多（共有 71 支债券发生违约，新增违约主体 11 家，违约金额合计 875.37 亿元），但由于采取了一定风险缓释措施，实际违约家数较 2019 年稍微有所下降，违约规模有所扩大，债券市场信用风险呈现高位态势。

表 3：2015 年以来债券市场违约情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
债券期数（期）	27	56	34	125	183	71
债券规模（亿元）	121.8	393.8	312.4	1209.6	1483.04	875.37
新增违约主体数（个）	25	29	9	40	42	11

数据来源：wind，联合资信整理

四、2020 年下半年宏观经济展望

当前，随着疫情在各国继续蔓延升级、贸易争端及保护主义加剧、地缘政治紧张等风险因素的影响，全球经济或将陷入进一步衰退。2020 年 6 月，国际货币基金组织（IMF）将全球 2020 年经济增长速度目标下调至-4.9%，下半年各国经济及国际贸易大幅萎缩。相对来讲，由于复工复产较快，我国经济下半年将继续维持恢复态势。

从宏观政策层面来看，加快形成以内循环为主的双循环新格局，并以此作为今后一段时间经济增长的战略基点。7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益；货币政策要更加灵活适度、精准导向。政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降，二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

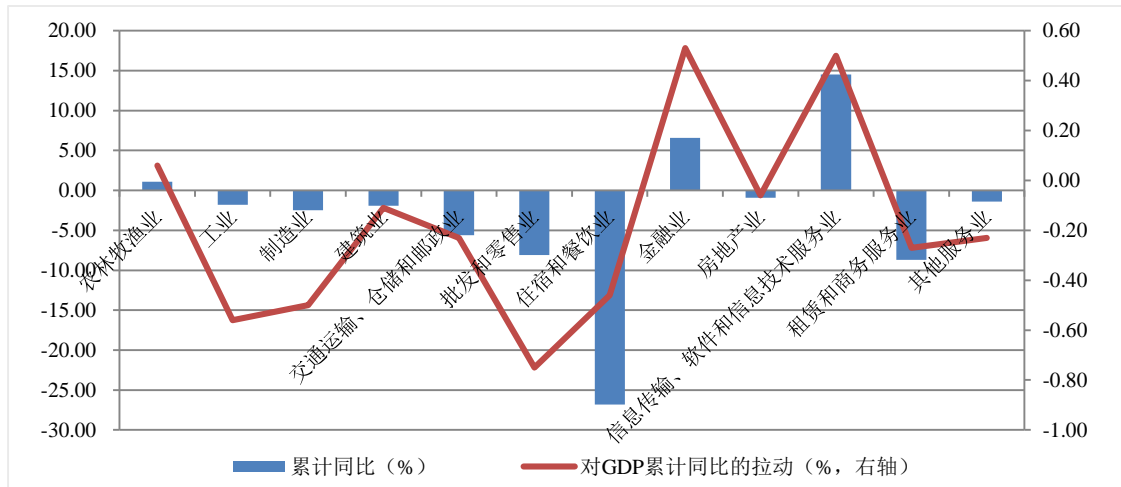
实效财政政策和精准货币政策是下半年的主要政策基调。中央政治局会议指出，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，**注重质量和效益**。这里的重点是发好用好政府债券尤其是地方政府专项债券，以便为“两重一新”重大项目及补短板项目建设的资金能够及时到位，发挥有效投资对内需的提振作用及对经济增长的兜底作用。**货币政策要更加灵活适度、精准导向**。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。由此可见，下半年货币政策将更加倚重结构性政策工具，保持宏观信用环境的稳定，放缓信用扩张的速度，继续推动降低企业融资成本。为了保证新增融资重点流向制造业和中小微企业，预计会更加灵活的运用现有工具，并创设直达实体经济、降低信

用风险的新工具。概括地讲，效财政政策和精准货币政策是下半年的主要政策基调。

在以上政策导向和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，消费方面，在疫情防控 and 保就业促销费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快速恢复，消费对经济增长的拉动可望由负转正。另外外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模刺激政策，对我国外需具有较大提振作用，同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳丁增长，有理由相信下半年度我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需我国对下半年经济的拉动作用不宜高估。

电商、信息服务业和金融业等对经济拉动的贡献最大，制造业及相关服务业复苏可期。从供给端主要行业看，上半年主要拖累 GDP 下降的行业是批发和零售业（拉动-0.75%）、工业（拉动-0.56%）和住宿和餐饮业（拉动-0.46%）；主要正向拉动的是金融业（拉动 0.53%）及信息传输、软件和信息服务业（拉动 0.50%）。展望下半年，工业在总产出中占比较高，所以尽管上半年本身降幅不大（-1.8%），但对 GDP 的拖累较大。工业中制造业随着 PPI 的回升及终端需求的逐渐恢复，对经济增长的拉动作用可望转正；而随着疫情防控常态化，批发和零售业、住宿和餐饮业复苏也会有所复苏，减轻对增长的拖累。信息传输、软件和信息服务业在疫情严重期仍维持 10% 以上的高增长，占比进一步提高，顺应了网络化数字化智能化的新经济需求，业未来增速可望进一步加快。

图 6：主要产业对 2020 年上半年 GDP 累计同比增长的拉动（%）



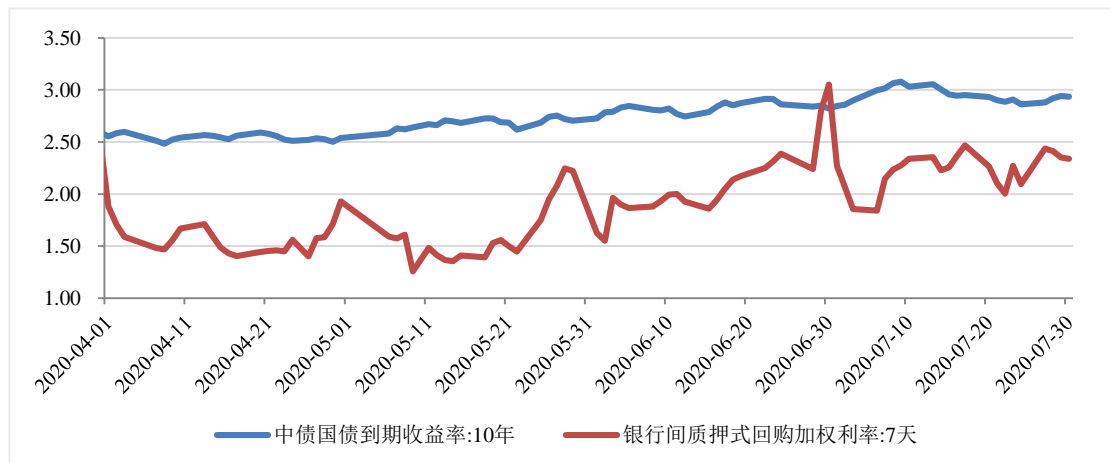
数据来源：wind，联合资信整理

五、2020 年下半年宏观信用展望

下半年在经济持续恢复、企业经营改善的情况下，货币政策大概率边际收紧，信用扩张放缓，信用风险仍处于高位，但较上半年会有所回落。

1、宏观信用扩张将有所放缓。在需求弱化，增长放缓以及增长动力转换无法短时间内完成替代的情况下，中国经济增长仍然主要依靠债务推动，客观上需

图 7：2020 年二季度以来货币市场利率走势（%）



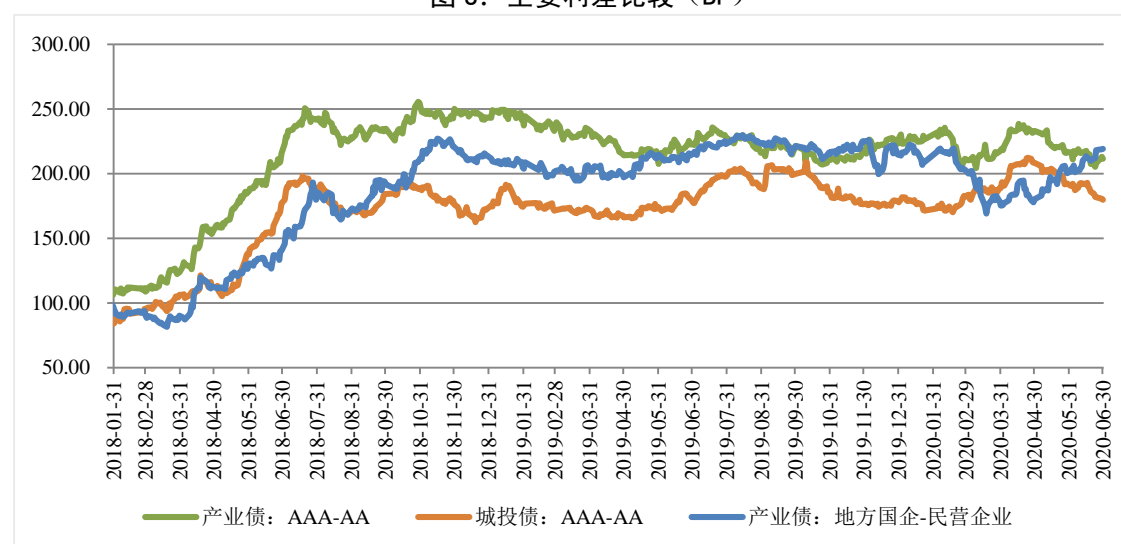
数据来源：wind，联合资信整理

要宏观信用扩张，对经济注入流动性和低成本资金。但通胀预期制约，宏观杠杆率高企，企业债务负担较重，信用风险加大的背景下，信用扩张的速度必然放缓。

近 3 个月以来 LPR 保持不变，央行负责人公开表示全年信贷规模和社会融资规模不超过 20 万亿和 30 万亿；二季度以来 10 年期国债到期收益率波动上行，7 月初达到 3.0% 以上高位；R007 加权利率从 5 月初的低点 1.26% 波动上行，7 月的最低点 1.84%，价格中枢明显上移。以上情况均表明今年上半年的信用急剧扩张，是特殊情况下应对疫情冲击的特殊之举，随着疫情防控常态化，必然逐渐放缓，相关政策及资金亦将逐渐退出，引起信用扩张的适当放缓。

2、二季度级别信用利差有所分化，信用风险仍处高位。高低级别债券之间的信用利差是资本市场度量违约预期大小的一种有效方法，2018 年以来，无论产业债还是城投债，AA 级与 AAA 级之间的级别利差快速走高，在 2018 年年底达到了历史的高位，比以往高位高达 100BP 左右。在此期间，出现了中国资本市场上未曾有过的债券违约高峰。2019 年以来，高低级别利差总体有所收敛，反应了市场对违约预期有所降低，但总体仍处于较高水平，这意味着 2020 年仍会是债券市场违约高发的一年，但较 2019 年总体会有所回落。从 2020 年上半年情况看，产业债、城投债的级别利差从二季度开始同步收窄，信用风险趋于下降；而民企和国企产业债的利差同期却是明显上行，并接近高位水平，可见民企仍是债券市场违约的多发群体，仍需给予重点关注。

图 8：主要利差比较（BP）



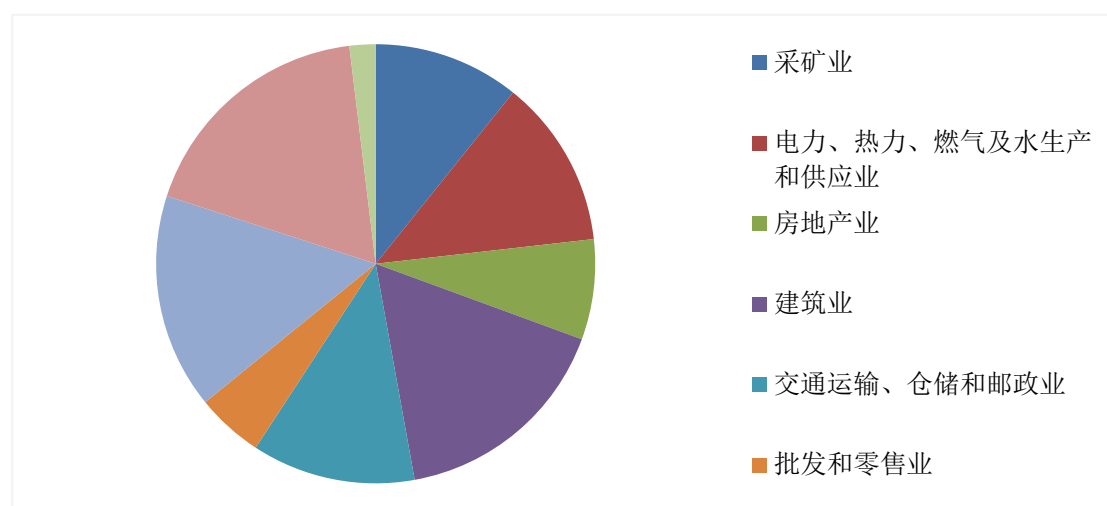
数据来源：wind，联合资信整理

3、在市场流动性充裕的支撑下，债券违约风险有可能低于去年同期，但对于部分到期集中兑付企业的信用风险不可忽视

尽管上半年杠杆率快速攀升使信用风险有所积累，但在经济持续恢复、企业经营有所改善，货币政策维持灵活适度的基本基调稳定，监管部门出台的临时延期还本付息、借新还旧、展期、修改合同等对冲政策措施落地生效，客观上为债券市场违约回落创造了条件。而经过近两年债券违约持续高发，存量债券发行人中风险较高主体基本上已经经过了市场的甄别淘汰，同时在违约高发期，投资人风险偏好提高，增量债券发行人的信用资质普遍提高、违约概率随之降低。

同时需要注意到，2020 年下半年非金融企业信用债到期量偿还量较上半年有所增加，主要行业总和达 4 万亿以上。行业分布上看，到期压力较大的行业主要有建筑业（占比 16.57%），制造业（占比 15.85%），电力、热力、燃气及水生产和供应业（12.43%），交通运输和仓储邮政业（12.05%），采矿业（10.77%）和房地产业（7.39%）。这些行业中，建筑业受益于基建投资增长，信用环境相对较好，制造业，交通运输和仓储邮政业虽然受到政策在财政金融等政策支持，但其中部分细分行业及企业受疫情冲击加大，企业经营及营业能力恢复需要较长时间，到期大额集中兑付将对其造成较大违约风险。另外，二季度以来房地产调控政策升级，市场需求受到较大抑制，库存上升，融资趋于困难，尾部房企的信用风险应予关注。

图 9：2020 年下半年到期债券偿还量的行业分布



数据来源：wind，联合资信整理