

## 宏观信用风险整体可控，结构性风险仍待出清

### ——联合资信 2022 年宏观信用风险展望

联合资信 宏观研究部

摘要：

- 2021 年，央行综合运用降准、公开市场操作、中期借贷便利等工具，保持流动性合理充裕，货币供给灵活适度，**企业综合融资成本稳中有降**。随着新冠肺炎疫情逐步恢复平稳态势，局部地区发生的本土聚集性疫情基本也能做到短时间内控制，**实体经济部门信用扩张增速逐步趋缓，杠杆率有所回落**。各部门信用量仍延往年趋势变动，即**企业部门信用量占比连年下降**，政府部门及居民部门信用量占比持续提升，从杠杆率看，**企业部门杠杆降幅最大，居民部门杠杆保持相对平稳，政府部门杠杆水平呈现 V 型增长**。
- 2022 年，我国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期较弱”三重压力，各项宏观政策强调提前发力，精准发力，**更加呵护市场信用扩张能力，以求实现经济运行的“稳字当头、稳中求进”，为 2022 年宏观信用面提供了积极良好的宏观政策环境**，也为 2022 年加杠杆创造了一定空间，工业领域企业信用风险抵御能力增强，城投领域将整体受益于跨周期调节政策发力，2015 年及 2018 年信用风险事件高发的主要动因缺失，**预期 2022 年宏观信用环境保持稳定，信用风险整体可控**。但是，房地产作为国家重点调控领域，政策松动带来的信用扩张更多的流向国有房地产企业，加之购房者对于投资收益预期转弱，作为房地产企业重要资金来源的信贷和销售两方面遇阻，**结构性信用风险犹存**，高杠杆民营房地产信用风险仍待出清，资管产品全面净值化管理制约低信用等级发行人融资续借行为。

## 一、2021 年宏观经济运行概况

2021 年，在国际环境趋于复杂严峻、全球疫情不断蔓延、大宗商品价格上涨、供应链紧张、楼市调控趋严、我国宏观政策回归常态化等背景下，**我国经济上半年持续复苏，三季度经济增长有所放缓，四季度小幅改善。**

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。固定投资较疫情前水平仍有一定差距，其中房地产投资边际走弱，基建低位运行，制造业投资加速修复，是固定投资三大领域中的亮点；多点散发疫情对消费冲击较大，限额以下商品零售和接触性服务仍是消费的主要拖累，受缺芯等影响二季度以来汽车产销增速有所放缓；进出口规模创历史最高水平，海外产需缺口、出口替代效应以及低基数等因素支撑我国出口高增长。

2021 年 CPI 温和上涨，输入性因素和供给端偏紧等因素推升 PPI 升至高位后于年底回落，PPI-CPI 剪刀差有所扩大，中下游企业利润承压；社融存量增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量、社会融资规模的增速与名义经济增速基本匹配。

**表 1.1 2019—2021 年中国主要经济数据**

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP（万亿元）	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速（%）	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速（%）	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速（%）	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速（%）	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速（%）	5.00	4.00	29.90	--
进口增速（%）	1.70	-0.70	30.10	--
CPI 增幅（%）	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅（%）	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率（%）	5.20	5.20	114.37	--
全国居民人均可支配收入增速（%）	5.80	2.10	8.10	5.06

注：1. GDP 总额按现价计算，单位为万亿元；2. 出口增速、进口增速均以美元计价；3. 增速均为累计同比增长，GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，指标值为期末数。5. 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率。

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

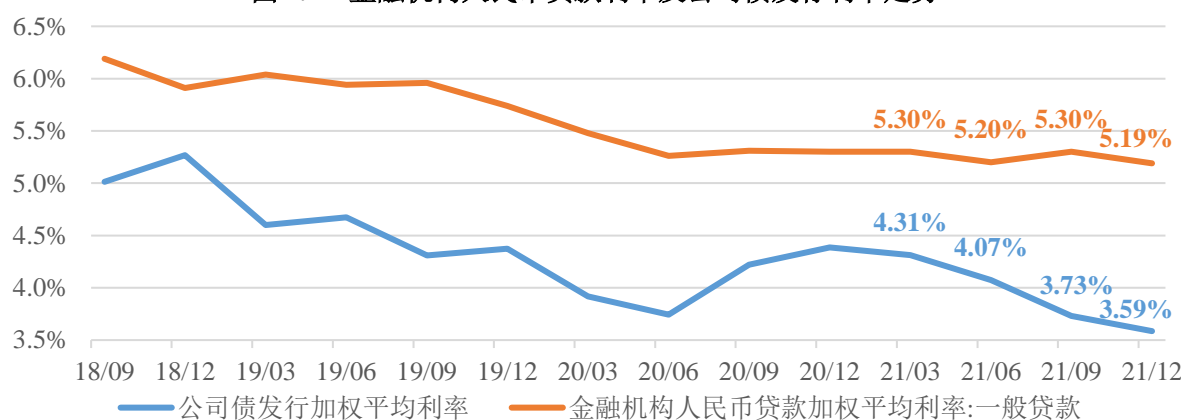
## 二、2021 年宏观信用状况分析

### （一）货币供给合理充裕，推动企业综合融资成本稳中有降

2021 年，货币供给灵活适度，贷款利率稳中有降，公司债发行利率前高后低，

企业综合融资成本稳中有降。2021 年，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，央行综合运用降准、公开市场操作、中期借贷便利等工具，保持流动性合理充裕。综合运用多种货币政策工具投放流动性。2021 年 7 月和 12 月两次降准各 0.5 个百分点，共释放长期资金 2.2 万亿元，叠加多种结构性货币政策，促进银行资金成本下降。企业综合融资成本稳中有降。2021 年，LPR 基本维持稳定，人民币一般贷款加权平均利率有所波动，12 月 1 年期 LPR 下行 5 个基点至 3.8%，打破 19 个月连续持平的局面，引导下一阶段实体经济贷款利率下行。二季度起，流动性宽松预期加强，叠加地方政府债发行滞后、局部信用收缩等原因导致的机构欠配压力增加，公司债发行加权平均利率持续下降，推动企业部门综合融资成本稳中有降。

图 2.1 金融机构人民币贷款利率及公司债发行利率走势



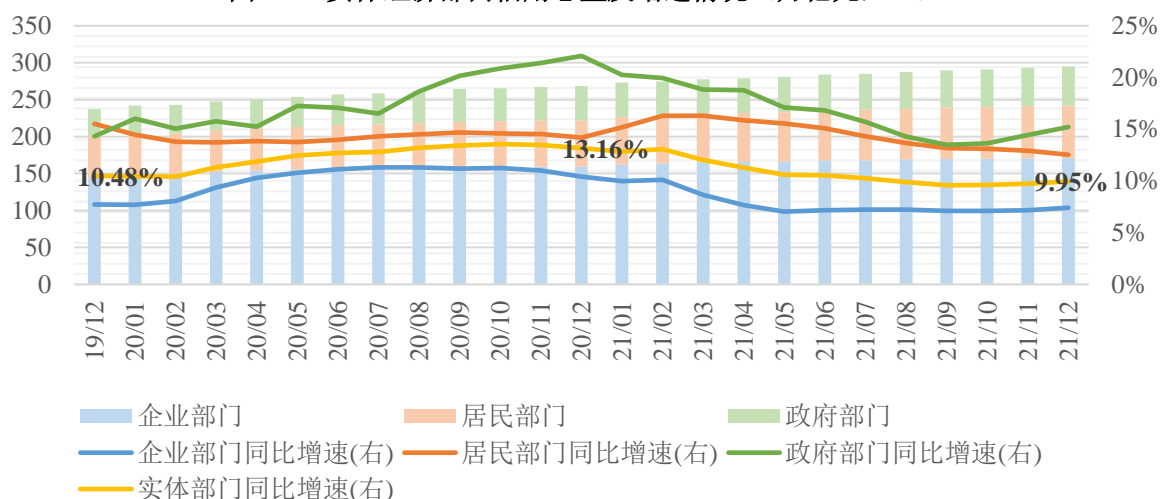
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

## （二）企业部门信用扩张趋缓带动宏观信用增速回落

2021 年新冠疫情趋稳，实体经济部门信用扩张增速逐步趋缓。截至 2021 年末，我国实体经济部门信用总量达到 295.02 万亿元<sup>1</sup>，较上年末净增 26.71 万亿元；同比增长 9.95%，增幅较上年末回落 3.20 个百分点。2021 年，新冠肺炎疫情逐步恢复平稳态势，局部地区发生的本土聚集性疫情基本也能做到短时间内控制，疫情期间推高的信用总量增速，亦在 2021 年逐季回落。

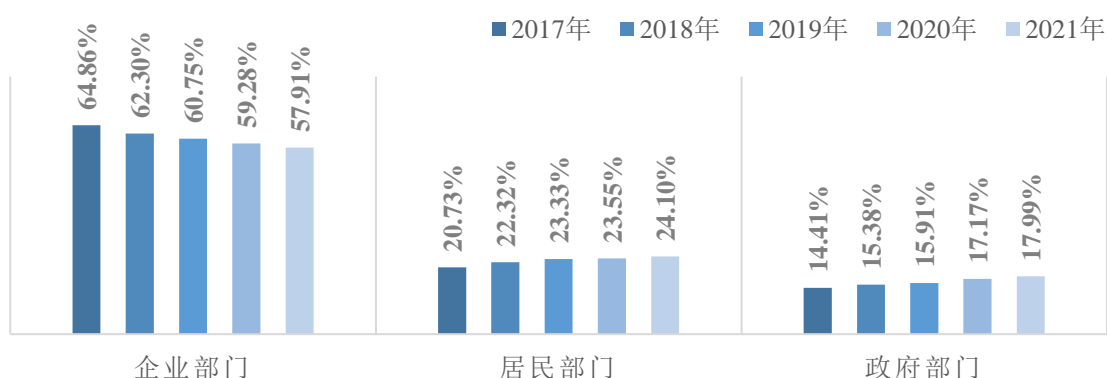
<sup>1</sup> 宏观信用总量一般被定义为政府、非金融企业和居民三大部门信用量(有息债务量)之和。本报告利用人民银行公布的金融数据确定各部门债务量，加总得到信用总量数据。其中非金融企业部门信用量包括企业贷款、企业债券余额以及企业非标融资总额（包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票）；居民部门信用量为住户部门银行贷款；政府部门信用量为政府债券余额，包括中央政府债券余额和地方政府债券余额。

图 2.2 实体经济部门信用总量及增速情况（万亿元，%）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理 **2021 年信用结构变动趋势较往年一致，企业部门信用量占比进一步走低。**截至 2021 年末，我国企业部门、居民部门及政府部门信用量占比分别为 57.91%、24.10% 和 17.99%，其中企业部门较 2020 年末下降 1.37 个百分点，居民部门和政府部门分别增加 0.55 个百分点和 0.82 个百分点。近年来，随着资管新规对企业非标融资的持续压降，居民房屋贷款及消费贷款提升，以及政府债券在政府债务显性化过程中的持续发力，我国企业部门信用量占比连年下降，政府部门及居民部门信用量占比持续提升，2021 年我国实体部门信用结构仍延此趋势变动。

图 2.3 实体经济部门信用结构



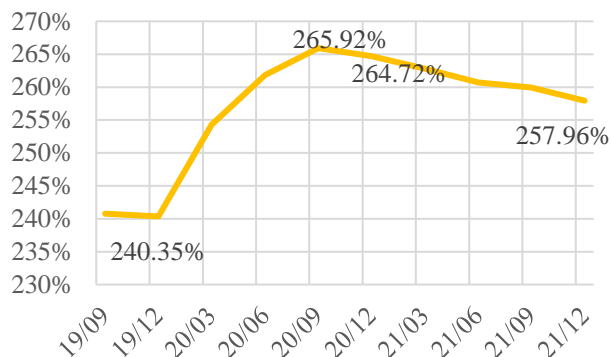
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

### （三）实体经济部门杠杆率回落但仍高于疫情前水平

**2021 年实体经济部门杠杆率回落。**随着新冠肺炎疫情逐步恢复平稳态势，我国实体经济部门宏观杠杆率回落至 2021 年末的 257.96%，较上年末下降 6.76 个百分点，但仍高于疫情前水平。其中，企业部门、居民部门和政府部门杠杆率分别为 149.39%、

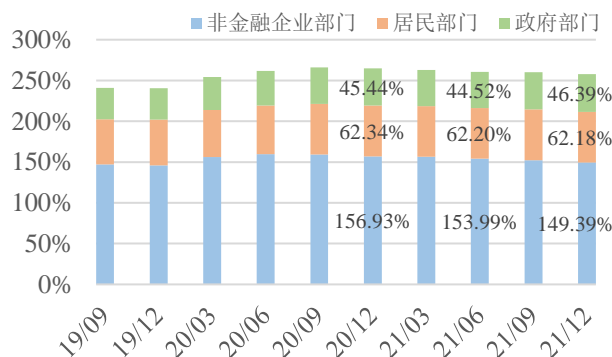
62.18%和 46.39%，2021 年企业部门杠杆降幅最大，居民部门杠杆保持相对平稳，政府部门杠杆水平呈现 V 型增长，主要受地方政府债券年末集中发行影响。

图 2.4 实体经济部门宏观杠杆率



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理计算

图 2.5 各部门宏观杠杆率



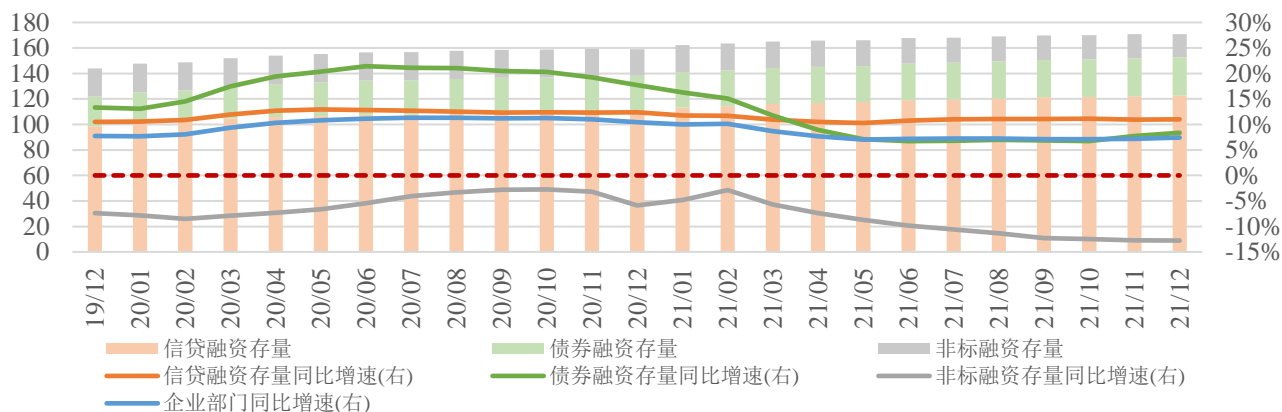
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

#### （四）企业债券融资增长阶段性降速，非标融资加大力度压缩

2021 年，企业部门信贷融资、债券融资持续增长，非标融资存量压降。企业信贷融资体现“稳”字，力度较上年相当，仍旧较强。从增速看，2021 年企业信贷融资余额 122.68 万亿元，同比增长 10.99%，增速较上年持平且全年增速保持平稳。从增量看，2021 年信贷融资增量 12.15 万亿元，较 2020 年疫情高发期间维持相当水平，全年保持了较强的信贷力度。企业债券融资受“永煤事件”影响，一季度增速大幅下降，随后企稳。2021 年末，企业债券融资余额 29.93 万亿元，同比增长 8.36%，一季度企业债券融资增速大幅下降，主要系 2020 年的“永煤事件”引发债券市场对地方国有企业信用风险的担忧，投资人对煤炭行业及部分地区发行的债券采取一刀切措施，债券取消或延迟发行期数较多（见图 8），担忧情绪延续至 2021 年一季度，使得企业债券融资增速大幅下滑。二季度以来，随着监管机构对债市逃废债行为的严厉处罚，以及煤炭行业经营层面景气度持续升温<sup>2</sup>，债券市场投资人信心逐步修复。企业非标融资压降力度明显提升，未来压减空间有限。2021 年末，企业非标融资余额 18.24 万亿元，同比下降 12.77%，2021 年以来监管部门加大对表内外风险资产处置，信托融资类业务在 2020 年压降计划基础上再降 20%，非标融资压降力度显著提升。2021 年是资管新规过渡期延长期限的最后一年，预期 2022 年非标融资仍会规范化管理，但预期压降力度较 2021 年有限。

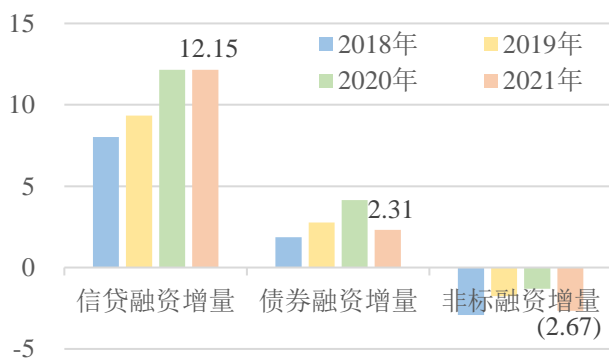
<sup>2</sup>环渤海动力煤价格指数从 2021 年 3 月开始快速增长，指数由 3 月的 580 元/吨增至 11 月最高价 848 元/吨。

图 2.6 企业部门信用融资增速情况（万亿元，%）



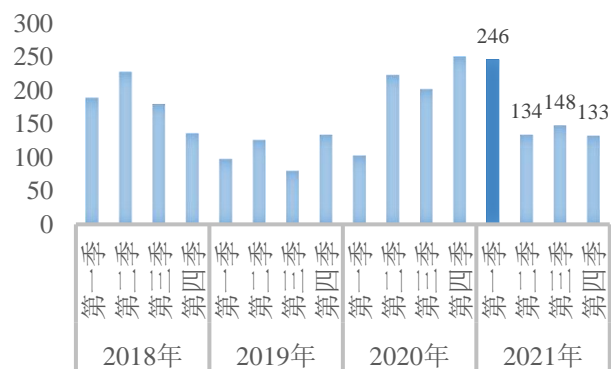
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图 2.7 企业部门信用增量变化情况（万亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图 2.8 煤炭行业推迟或取消发行期数（期）



数据来源：Wind，联合资信整理

### 三、2022 年宏观信用展望

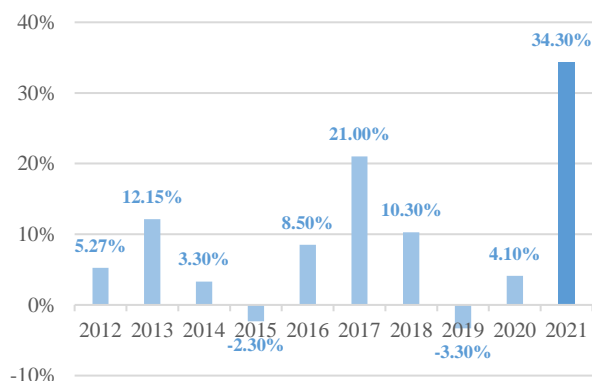
#### （一）预期 2022 年宏观信用环境保持稳定，信用风险整体可控

宽信用前置为信用稳定扩张提供良好政策背景。2022 年，我国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期较弱”三重压力，各项宏观政策强调“充分发力、精准发力、靠前发力”，更加呵护市场信用扩张能力，以求实现经济运行的“稳字当头、稳中求进”，为 2022 年宏观信用面提供了积极良好的宏观政策环境。2021 年我国宏观杠杆率小幅下降，也为 2022 年加杠杆创造了一定空间。

工业企业盈利水平周期性提升，企业抵御外部风险能力增强。2021 年随着工业品价格飙升，我国工业企业经营状况较 2020 年疫情爆发阶段回暖，工业企业整体盈利水平及盈利能力提升，有利于企业增加积蓄储备，特别是上游工业企业，为抵抗 2022 年可能面临的供需矛盾提供了缓冲垫，提升了抵御短期信用风险的能力。同时，经过 2015 年“三去一降一补”的阵痛改革，企业财务弹性改善，应对 2022 年可能面临的经济波动及资产价格变化更具韧性。

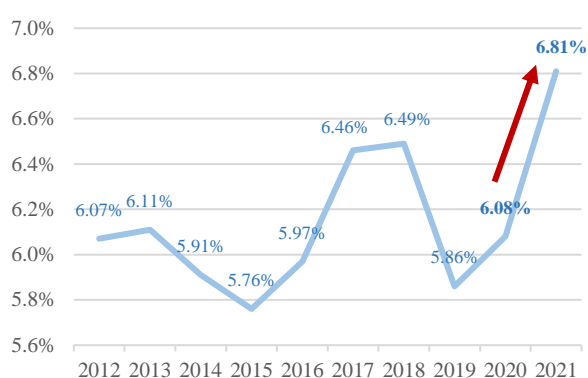


图 3.1 工业企业利润总额增速情况



资料来源：Wind，联合资信统计

图 3.2 工业企业营业利润率情况



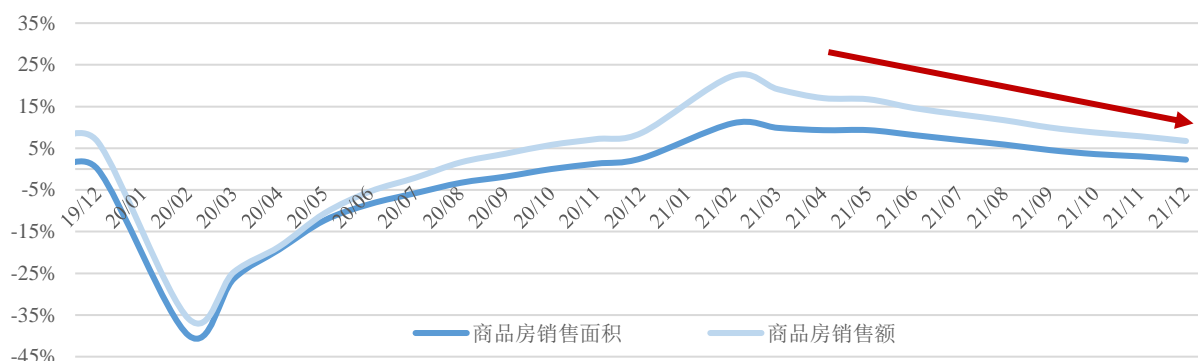
资料来源：Wind，联合资信统计

**跨周期政策加大发力有利于缓释城投整体信用风险。**2021 年 12 月召开的中央经济工作会议提出，积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续，要保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资。12 月财政部已经向省级财政部门下达了 2022 年提前批专项债额度，有利于尽早形成实物工作量，近期部分“十四五”规划重大项目审批落地提速。同时，住建部确定 2022 年建设筹集保障性租赁住房目标 240 万套，这一数字较去年增长了 156%，北京、上海、深圳、宁波等地也陆续下发保障性租赁住房建设计划，城投企业在承担城市基础设施建设过程中将积极参与。总体看，在新的经济目标和政策背景下，城投领域将整体受益于跨周期调节政策发力，但仍需关注地方政府隐性债务管理下，城投区域分化、层级分化格局未彻底改变，地方政府债务重、隐性债务管理机制缺失区域内的弱资质城投企业仍具风险。

## （二）结构性信用风险犹存，房地产等领域信用风险仍待出清

**房地产风险驱动因素仍存，信用风险仍待进一步出清。**房地产作为国家重点调控领域，在 2022 年仍将面临一些不确定性。2021 年以来房地产市场经历严监管，房企融资、金融机构放贷、土地供给以及居民购房等多维度调控政策收紧，房企销售端、融资端承压，部分高负债房企流动性紧张、资金链断裂，债券、非标违约数量增多，信用风险事件频繁发生，尽管年末政策边际改善，但由于市场预期转弱，房地产行业整体融资状况较往年仍处于紧缺状态，政策松动带来的信用扩张更多的流向国有房地产企业，加之购房者对于投资收益预期转弱，销售数据在政策松动后仍未改善，作为房地产企业重要资金来源的信贷和销售两方面遇阻，高杠杆民营地产信用风险仍有待出清。

图 3.3 房地产销售指标累计同比增速情况



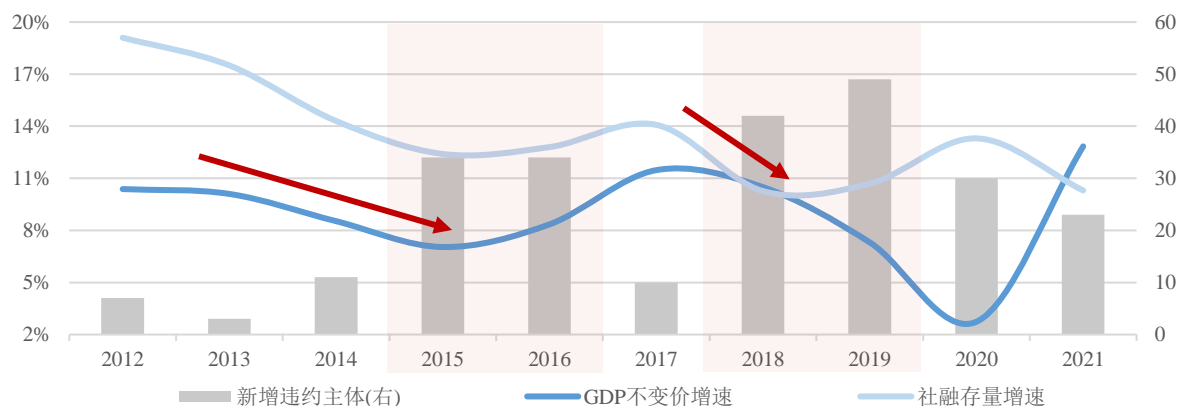
注：2021 年数据为两年平均增速

资料来源：Wind，联合资信统计

资管产品全面净值化管理背景下，低信用等级发行人面临一定续借风险。尽管预期 2022 非标压降规模有限，但鉴于 2022 年是进入资管产品全面净值化管理后第一年，在资管新规基础上的操作细则将陆续出台，对净值化管理的监管亦将趋于规范，产品对估值稳定性要求更高。由于长久期低信用等级债券具有收益率波动较大的属性，特别是二级资本债、永续债及私募债等品种，因此金融机构出于对收益率稳定性的要求，低信用等级债券将面临减持或发行失败风险，低信用等级发行人融资将面临一定续借风险。

总体看，2022 年宏观信用总量预期保持稳定增长，出现 2018 年起由于信用量收缩引发大范围信用风险事件发生的概率较小。实体企业部门中，工业及城投两大领域的信用风险整体可控，稳住了企业部门整体信用风险的基本盘，出现 2015 年起由于周期大幅度波动导致的信用风险事件发生概率较低，2022 年宏观政策将更加呵护市场信用扩张能力，整体信用风险基本可控，但国家长期战略方向的政策调整带来的风险仍将延续，民营高杠杆地产领域以及低信用等级发行人发生信用风险事件的概率依旧存在。

图 3.4 经济、信用与违约情况（%，家）



数据来源：Wind，联合资信 COS 系统，联合资信整理