2020 年 12 月 13 日

信用“收缩”年，再融资压力的结构分化

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **随着政策“退潮”等，企业再融资压力上升，尤其是上半年到期偿付压力较大**

随着政策“退潮”、防风险加强，信用“收缩”通道开启，企业再融资压力趋于上升。贷款展期等政策支持下，企业贷款和债券融资等明显放量，非标融资也有所放缓，1-10 月企业债务融资净增 15 万亿元、较 2019 年同期增长近 38%。随着政策“退潮”等，部分“稳增长”相关融资增速已经开始放缓，信用环境逐步进入“收缩”通道；债务到期增多、非标收缩压力上升等，或加大企业再融资压力。**2021 年，企业偿债压力明显上升、尤其是上半年，而非标压缩等压力可能在年中开始加速显现。**贷款展期规模，截至 11 月初已超过 3.7 万亿元，使得企业偿付压力延后至 2021 年上半年；同时，信用债到期和回售规模达 7.4 万亿元、较 2020 年多增超 7000 亿元，其中 3 月和 4 月合计超过 1.5 万亿元。此外，资管新规过渡期到期，或加快通道业务等收缩，进而加大信托贷款和其他债权融资等难度。

● **部分偿债压力上升较快、负债稳定性下降的行业和地区，债务风险容易暴露**

分行业来看，地产等传统高负债行业偿债压力上升、现金流压制凸显；休闲服务等偿债规模较小，但主体资质偏弱、短期债务负担加重。地产、交运、商贸等行业，2021 年贷款、债券等到期规模居前，且经营性现金流持续偏弱；休闲服务等行业，虽然偿债规模相对较小，中低评级主体或民企占比较高，同时，受疫情冲击影响大、经营情况改善进度相对偏慢，杠杆率、对短期债务依赖度明显抬升。**分地区来看，近年来债务压力较大的省市，城投债偿付压力进一步加大；部分地区偿债能力持续偏弱、甚至下降。**2020 年，地方债务率明显抬升，仅显性债务率就有一半以上省市超过全国警戒线。2021 年，东部和西部城投债到期和回售规模增长居前；其中，天津、四川、贵州等，到期和回售规模增长均超过 30%。部分中、西部地区财政收支平衡压力较大，财政收支逆差甚至较 2019 年同期扩大。

● **信用风险的暴露，或进一步加大再融资压力，加剧行业和地区等的结构分化**

随着债务风险持续累积，违约事件明显增多，一旦触发交叉违约等特殊条款，或导致偿债压力陡增、加速风险暴露。频现的信用违约，导致违约信用债占债券净融资的比重逐步抬升，前 11 个月达 8%、较 2019 年抬升 1.6 个百分点。当前存量信用债中有 2.5 万亿元附带交叉违约条款，其行业和地区分布，与 2021 年到期分布大体匹配；一旦信用违约触发交叉违约，或导致相关主体的偿债压力陡增。**信用风险暴露，或进一步加大再融资难度，加剧行业和地区等的结构分化。**回溯历史，信用违约不仅导致违约主体丧失融资能力，也会对相关地区、同类性质主体等融资产生冲击。例如，2018 年民企违约较多，导致民企债券发行难度大幅上升、融资成本高企，净融资显著负增长。2021 年，信用“收缩”之年，违约风险或加速暴露，进而导致相关行业和地区等企业再融资压力上升，分化进一步加大。

● **风险提示：**测算过程中的偏误和遗漏。

相关研究报告

《宏观深度报告-拜登新政展望，从美国社会割裂谈起》-2020.12.12

《宏观经济点评-信用“收缩”通道开启》-2020.12.10

《宏观经济点评-双“通缩”的背后》-2020.12.10

目 录

1、 信用收缩之年，再融资压力的结构分化 3
2、 研究结论： 9
3、 风险提示 10

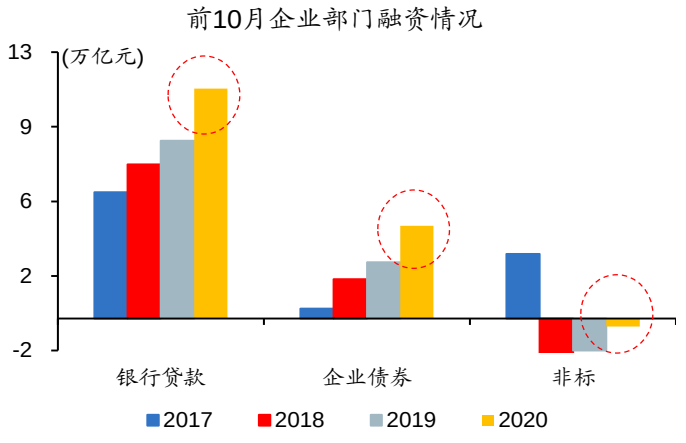
图表目录

图 1: 2020 年，企业贷款、债券放量，非标收缩放缓 3
图 2: 货币宽松下，信用债融资一度明显放量 3
图 3: 信用债到期、进入回售期规模明显增加 3
图 4: 通道剩余规模或超过 13.5 万亿元 3
图 5: 2021 年上半年贷款到期同比多增规模创新高 4
图 6: 2021 年下半年，信托贷款到期规模有所上升 4
图 7: 2021 年信用债到期同比明显多增、且较为集中 4
图 8: 2021 年信用债到期、回售集中于 3 月至 5 月 4
图 9: 2021 年上半年同比多增贷款到期集中基建链等 5
图 10: 2021 年前三季度信托贷款到期集中与商务租赁等 5
图 11: 休闲服务等到期回售增长快，汽车等民企占比高 5
图 12: 地产、建筑等到期回售规模大、低评级占比高 5
图 13: 房地产、采掘等杠杆率已处高位，汽车、商贸、休闲服务等杠杆抬升较快 6
图 14: 交运、采掘、房地产等行业经营现金流持续为负 6
图 15: 商贸、地产等短债依赖度上升、现金流压力增大 6
图 16: 西部到期和回售城投债规模增速最高 7
图 17: 天津、贵州等地到期、进入回售期规模增幅较大 7
图 18: 西部和东北显性债务率大多超过 100% 7
图 19: 部分省市隐性债务率显著高于显性债务率 7
图 20: 中西部地区财政收支平衡压力普遍较大 8
图 21: 部分东部和中部省市 GDP 增速回升相对缓慢 8
图 22: 近年来，债务违约率有所抬升 8
图 23: 存量信用债中有 2.5 万亿元附带交叉条款 8
图 24: 传统高负债行业附带交叉条款居多 9
图 25: 城投债中，交叉条款普遍存在 9
图 26: 违约较多阶段，信用债融资明显受阻 9
图 27: 违约冲击后，相关主体融资成本明显抬升 9

1、 信用“收缩”年，再融资压力的结构分化

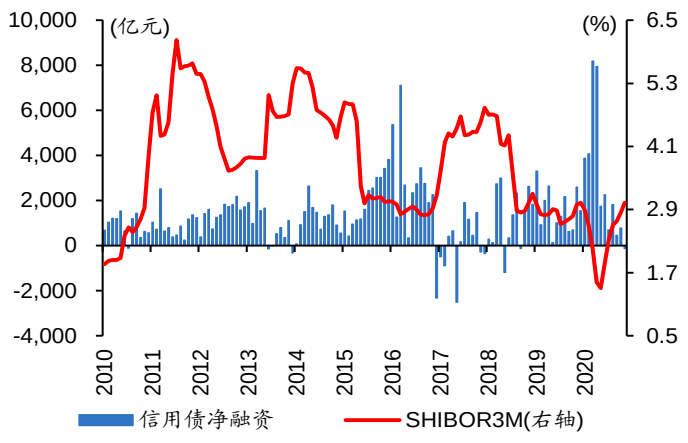
伴随政策“退潮”、防风险加强，信用“收缩”通道开启，企业再融资压力趋于上升。为缓减疫情冲击，政策托底加码，通过贷款展期、续贷和债券融资支持等保护企业资产负债表，推动企业融资明显增长。2020 年前 10 月，企业新增贷款和债券分别为 10.8 万亿元和 4.3 万亿元、同比多增近 29%和 64%，非标融资收缩也有所放缓。随着政策“退潮”等，部分与“稳增长”相关的融资增速已经开始放缓，信用环境逐步进入“收缩”通道；债务到期增多、非标收缩压力上升等，或加大企业再融资压力。

图1：2020 年，企业贷款、债券放量，非标收缩放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

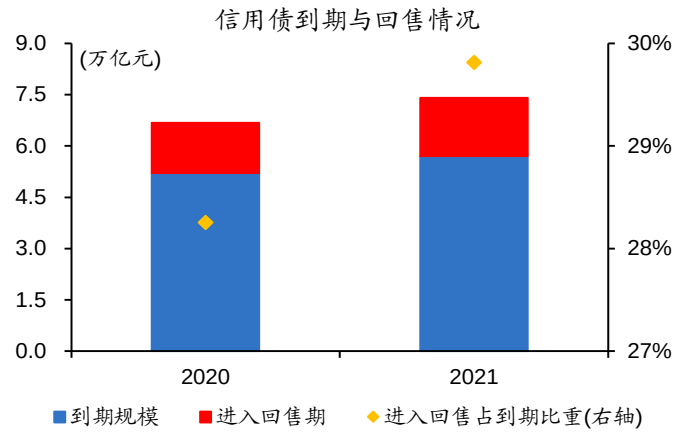
图2：货币宽松下，信用债融资一度明显放量



数据来源：Wind、开源证券研究所

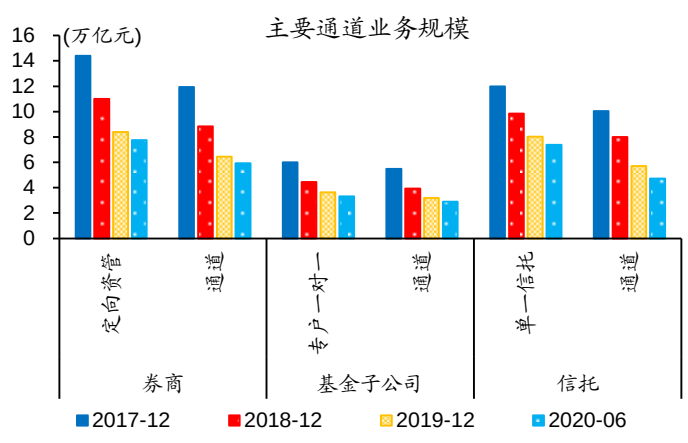
2021 年，企业贷款、债券等债务偿付压力明显上升，非标融资收缩压力也可能加大。贷款展期规模，截至 11 月初已超 3.7 万亿元，使得企业偿付压力延后至 2021 年上半年。同时，2021 年信用债偿付压力也明显上升，到期规模达 5.7 万亿元、较 2020 年多增近 5000 亿元，考虑进入回售期债券，到期和回售规模合计达 7.4 万亿元、较 2020 年多增超 7000 亿元。此外，资管新规过渡期到期，或加大通道业务等收缩压力，进而导致委托贷款、信托贷款和其他债权类融资偿付压力上升(详情参见《非标收缩的压力》)。

图3：信用债到期、进入回售期规模明显增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

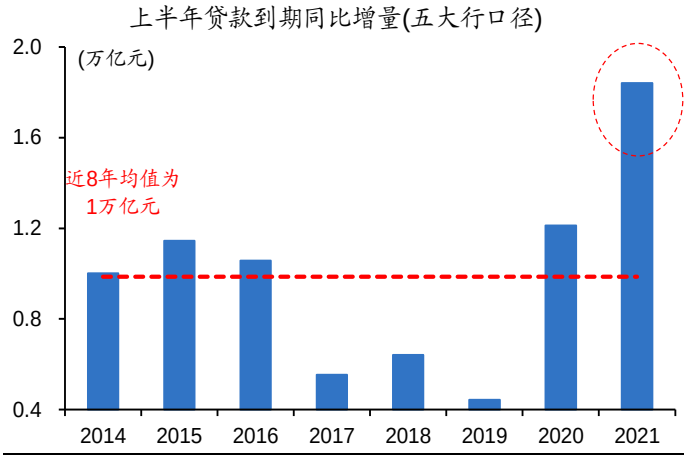
图4：通道剩余规模或超过 13.5 万亿元



数据来源：Wind、资管行业统计年鉴、开源证券研究所

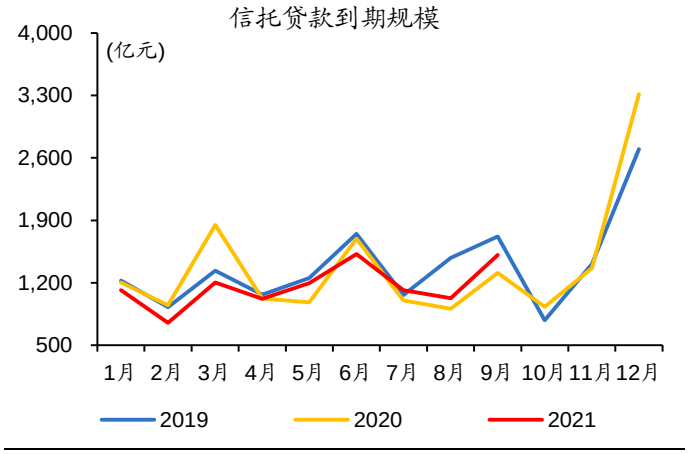
上半年企业债务偿付压力较大、尤其是 3 月至 5 月，非标收缩等压力可能在年中开始加速显现。五大行数据显示，2021 年上半年贷款到期规模明显增加、同比多增近 1.8 万亿元，远高于 2020 年同期增幅的 1.2 万亿元。同时，信用债到期也多集中于上半年，尤其是 3 月至 5 月、占全年比重 36%。随着资管新规过渡期到期，非标融资收缩压力或加速显现，越临近截止日压力或越大；而且，以信托贷款为代表的非标融资，下半年到期规模一般大于上半年、尤其是四季度。

图5：2021 年上半年贷款到期同比多增规模创新高



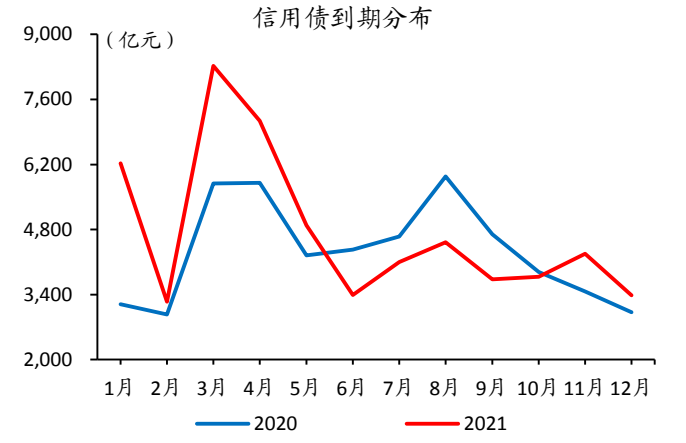
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021 年下半年，信托贷款到期规模有所上升



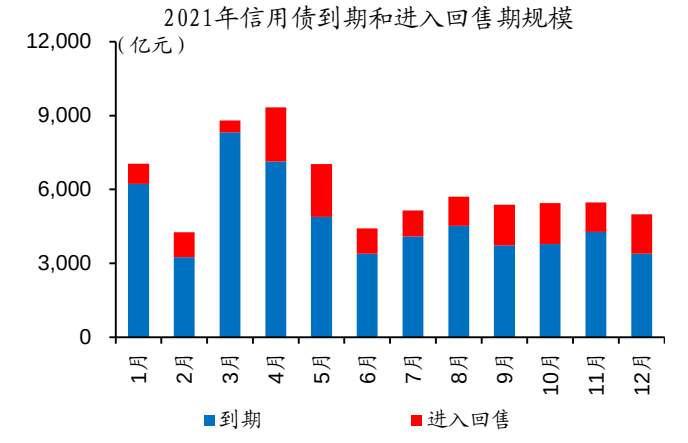
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2021 年信用债到期同比明显多增、且较为集中



数据来源：Wind、开源证券研究所

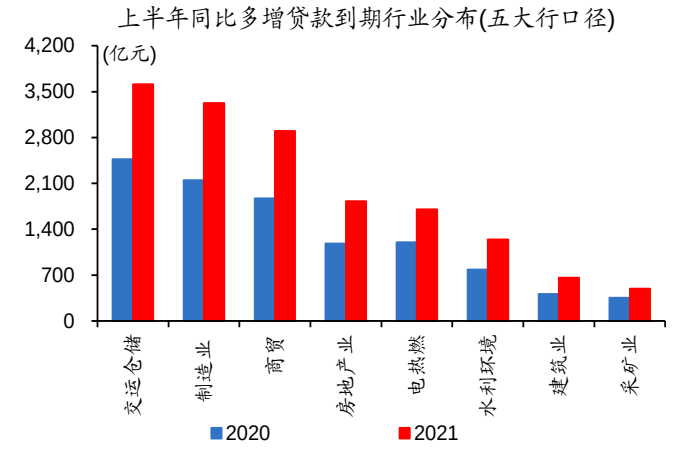
图8：2021 年信用债到期、回售集中于 3 月至 5 月



数据来源：Wind、开源证券研究所

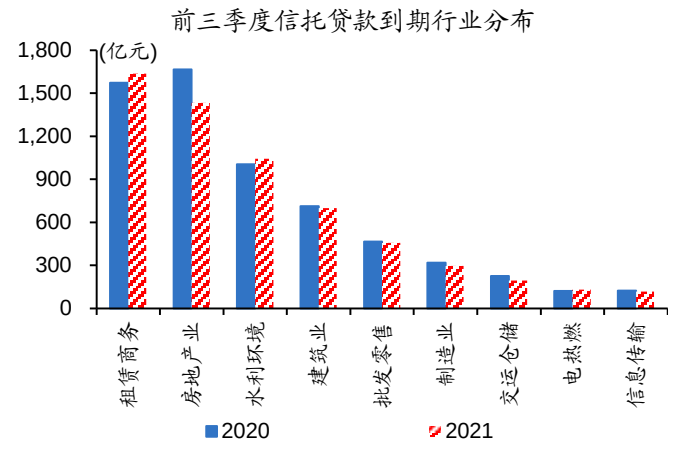
分行业来看，地产、交运等传统高负债行业偿债压力上升，休闲服务等行业资质偏弱的主体或民企信用债偿付压力较大。贷款、债券等主要债务中，地产、商贸和基建相关行业偿债规模居前，且较 2019 年明显增长；以贷款为例，五大行数据显示，交运、商贸和地产等行业贷款到期同比多增 3600 亿元、2900 亿元和 1180 亿元左右。从企业债券到期和回售分行业来看，建筑、交运等规模居前，较 2019 年增长均超过 20%；休闲服务偿债规模虽然不大、增长较快，主体资质偏弱、AA 及以下占比达 32%；汽车等行业到期回售规模相对小，但民企占比较高。

图9：2021 年上半年同比多增贷款到期集中基建链等



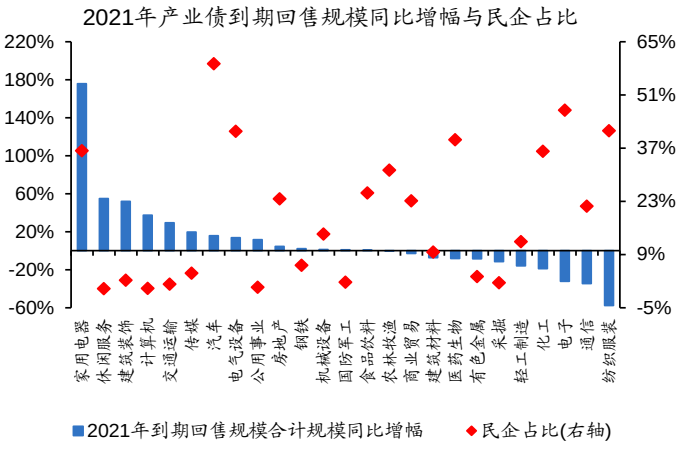
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2021 年前三季度信托贷款到期集中与商务租赁等



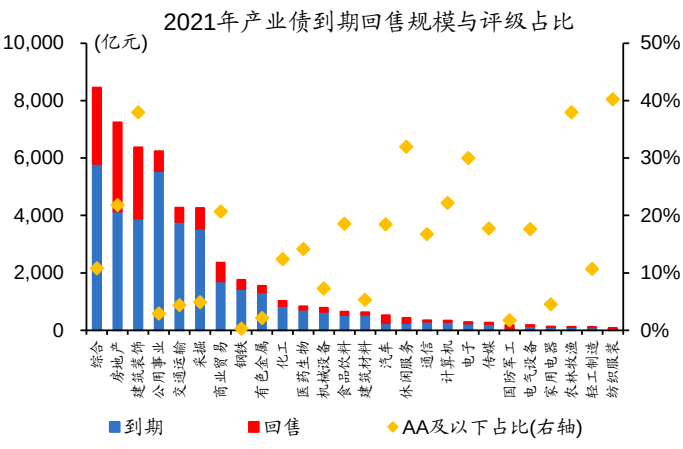
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：休闲服务等到期回售增长快，汽车等民企占比高



数据来源：Wind、开源证券研究所

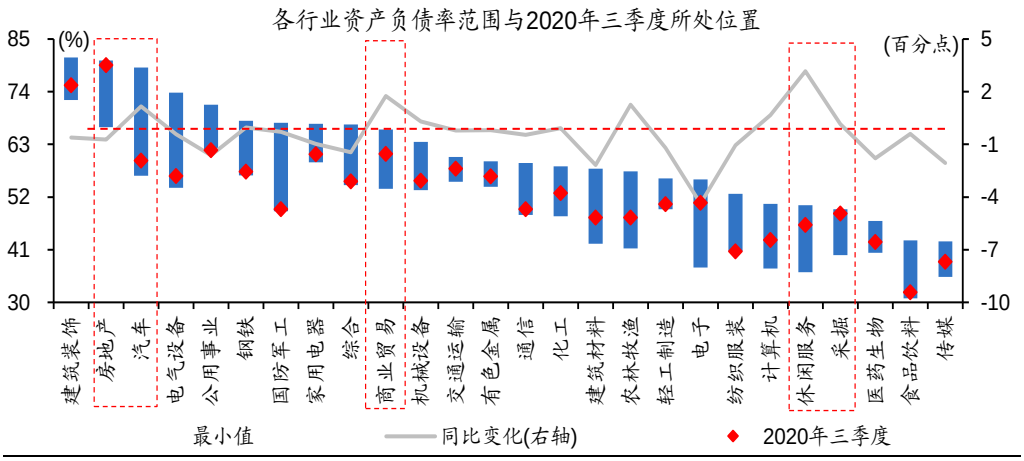
图12：地产、建筑等到期回售规模大、低评级占比



数据来源：Wind、开源证券研究所

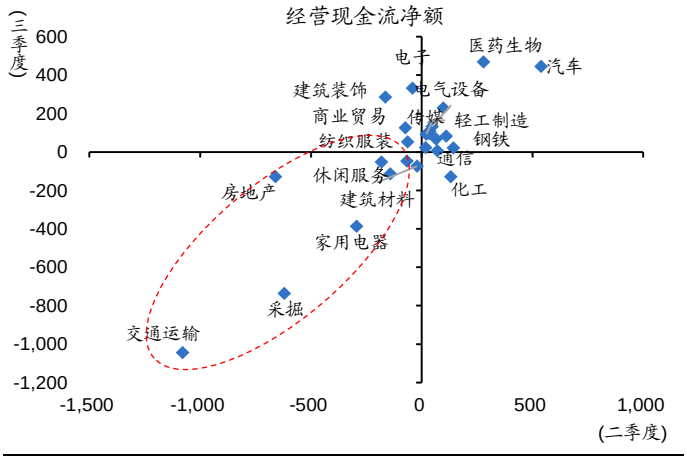
结合偿债能力来看，地产等行业杠杆处历史高位、经营现金流持续承压，商贸、休闲服务等受疫情冲击大、报表修复较慢。债务压力上升的同时，偏弱的偿付能力或导致债务风险容易暴露。地产、采掘等债务偿付压力较大的行业，杠杆率已处于近 10 年来的历史高位，且经营现金流自年初以来持续为负，偿债能力偏弱；商贸、休闲服务等行业受疫情冲击影响大，经营情况改善进度相对较慢，杠杆率、对短期债务依赖度明显抬升，现金流对短期债务的覆盖承压。

图13：房地产、采掘等杠杆率已处高位，汽车、商贸、休闲服务等杠杆抬升较快



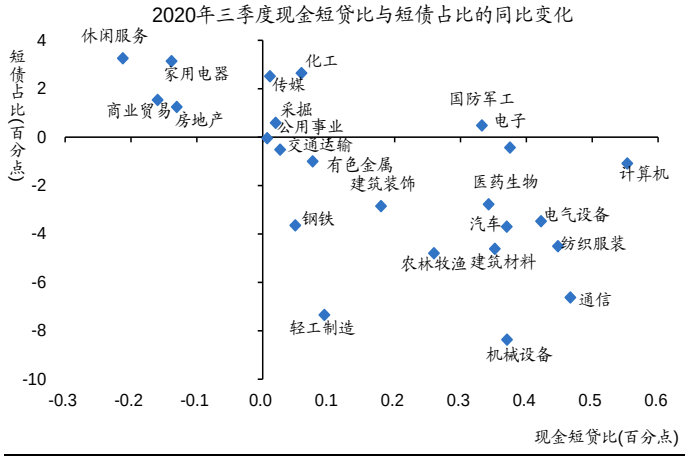
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：交运、采掘、房地产等行业经营现金流持续为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

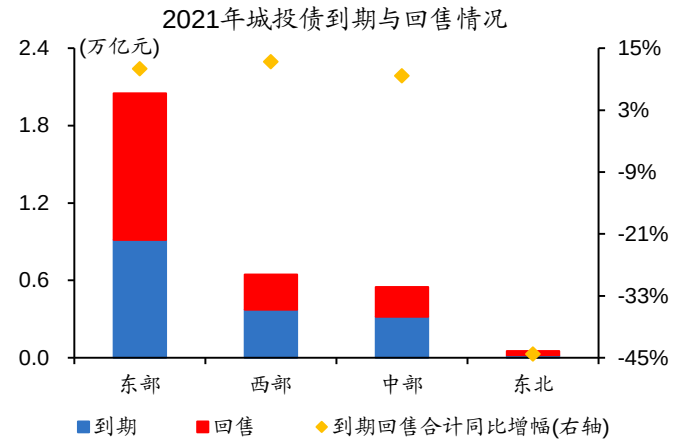
图15：商贸、地产等短债依赖度上升、现金流压力增大



数据来源：Wind、开源证券研究所

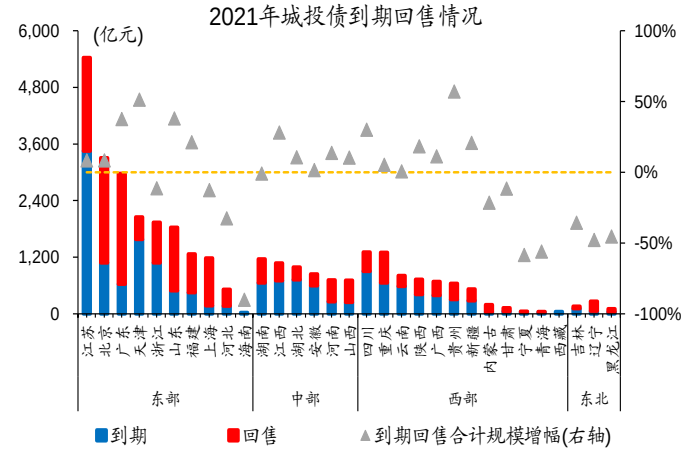
分地区来看，近年来偿债压力较大的省市，2021 年城投债到期和回售压力进一步加大；部分中西部省份，进入回售期债券增长较快。2021 年，东、中、西部城投债到期和回售规模均明显增加，西部增长最快、增速达 12.4%。具体省市来看，近年来城投债到期较多的省市，例如，东部的天津、山东，西部的四川、贵州等，2021 年到期和回售规模增长均超过 30%。其中，湖北、四川、贵州等中西部地区，及天津，城投债到期增速显著高于全国平均水平；江西、陕西等进入回售期规模翻番，山东等增长 50%以上。此外，部分中西部省市非标融资占比较高，偿付压力或进一步加大。

图16：西部到期和回售城投债规模增速最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

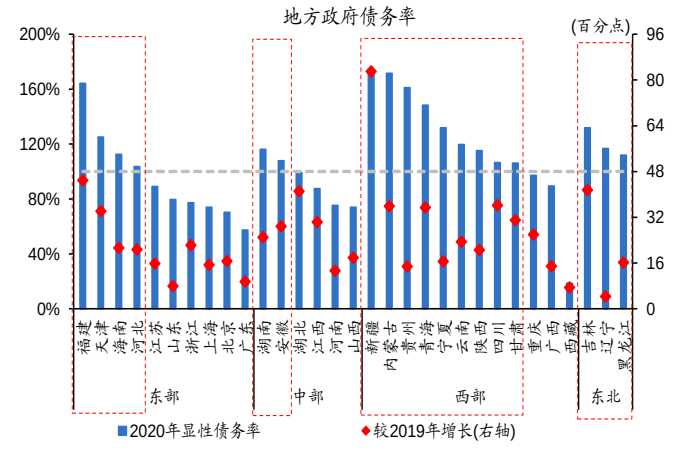
图17：天津、贵州等地到期、进入回售期规模增幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

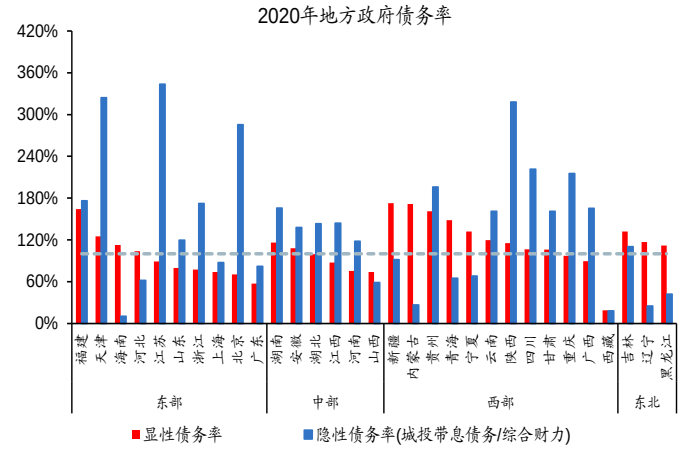
城投债偿付压力上升的同时，西部和东北显性债务率大多超过全国警戒线，部分地区偿债能力持续偏弱、甚至下降。政策托底下，地方显性债务率明显抬升，超过全国 100%警戒线的省市数量，由 2019 年的 6 家增加至 2020 年的 18 家，其中西部和东北大部分省市显性债务率超过 100%；部分省市不仅显性债务率较高，隐性债务率也明显高于全国平均水平。结合财政情况收支和 GDP 累计增速来看，湖南、云南、四川等中西部省市，财政收支平衡压力较大，部分省市财政收支逆差较 2019 年同期扩大；河南、青海等中西部省市 GDP 增速回升相对缓慢，内蒙古、辽宁、黑龙江等省份 2020 年三季度 GDP 增速仍处于负值区间。

图18：西部和东北显性债务率大多超过 100%



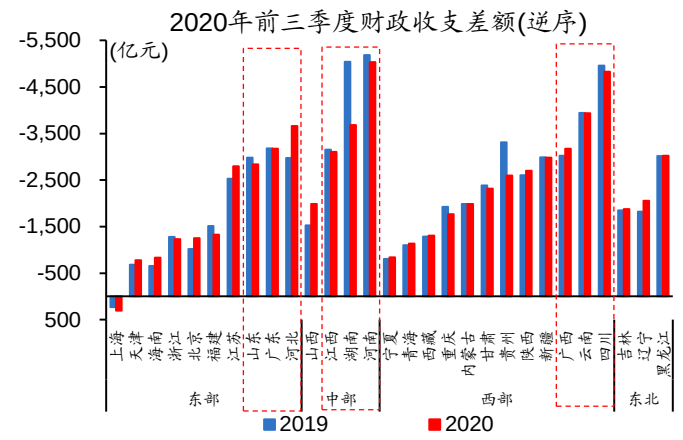
数据来源：财政部、各省市政府网、Wind、开源证券研究所

图19：部分省市隐性债务率显著高于显性债务率



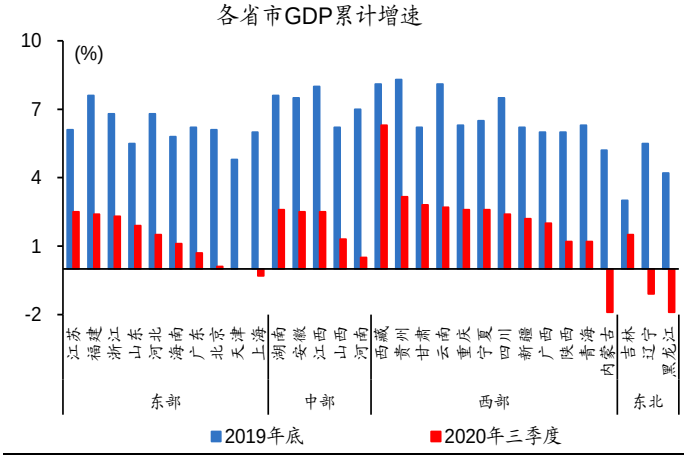
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：中西部地区财政收支平衡压力普遍较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

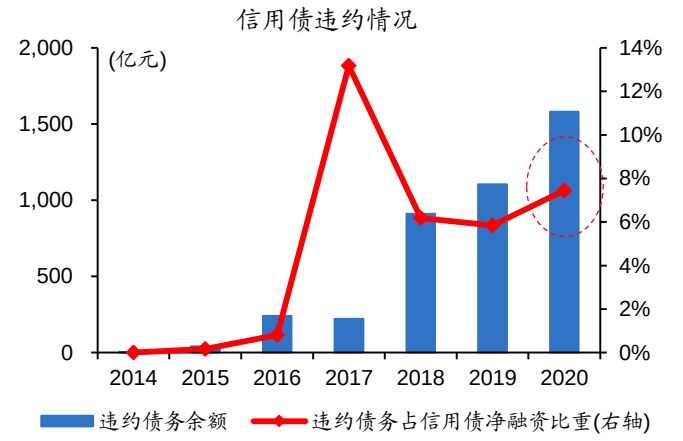
图21：部分东部和中部省市 GDP 增速回升相对缓慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

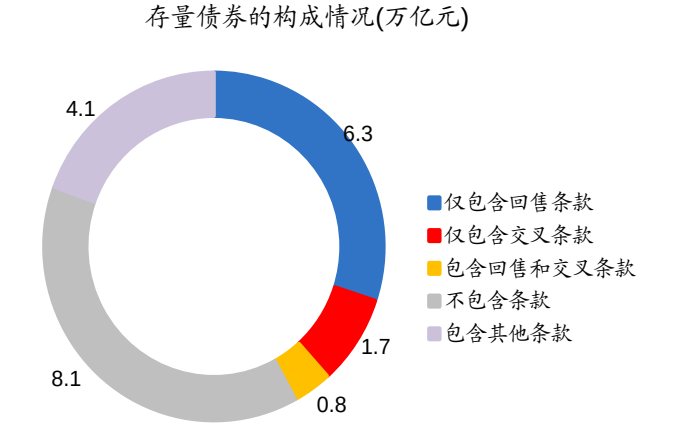
随着债务偿付压力上升，信用违约事件或将屡有出现，一旦触发交叉违约等特殊条款，可能导致债务偿付压力陡增，加速风险暴露。频现的信用违约，导致违约信用债占债券净融资的比重逐步抬升，前 11 个月达 8%、较 2019 年抬升 1.6 个百分点。当前存量信用债中有 2.5 万亿元附带交叉条款，其行业和地区分布，与 2021 年到期分布大体匹配；一旦信用违约触发交叉条款，或导致相关主体的偿债压力陡增。

图22：近年来，债务违约率有所抬升



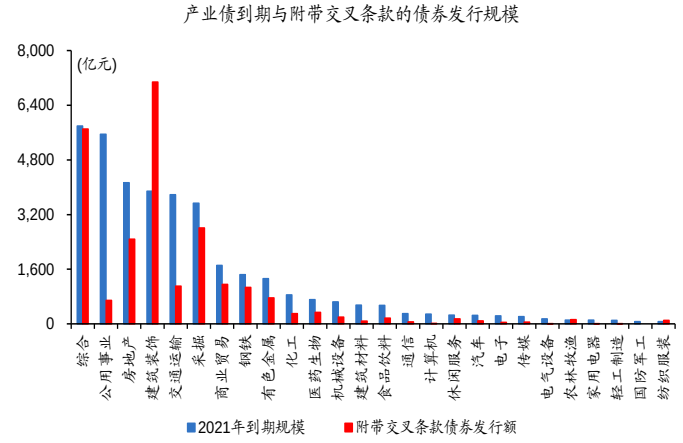
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：存量信用债中有 2.5 万亿元附带交叉条款



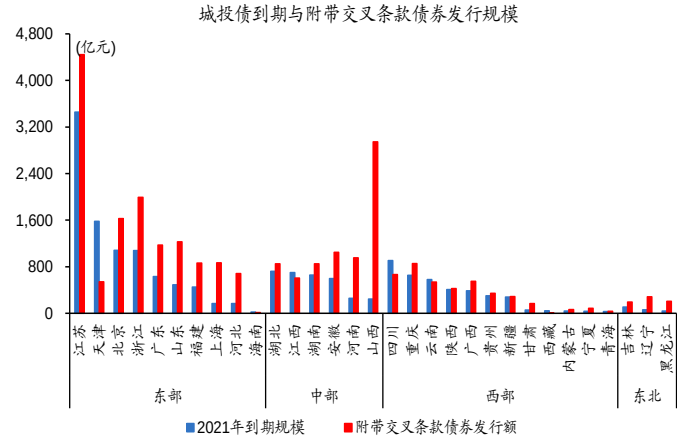
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：传统高负债行业附带交叉条款居多



数据来源：Wind、开源证券研究所

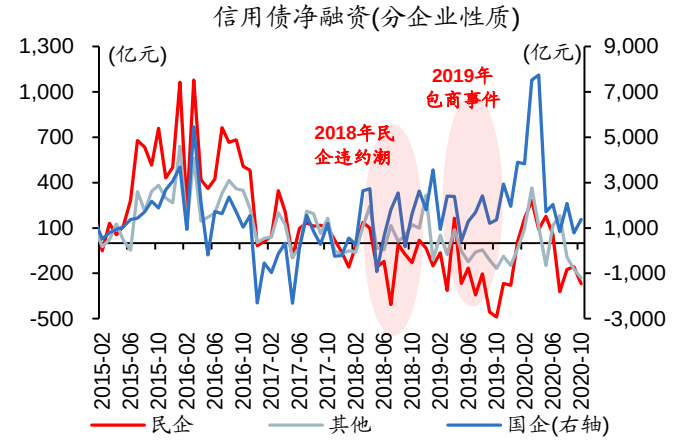
图25：城投债中，交叉条款普遍存在



数据来源：Wind、开源证券研究所

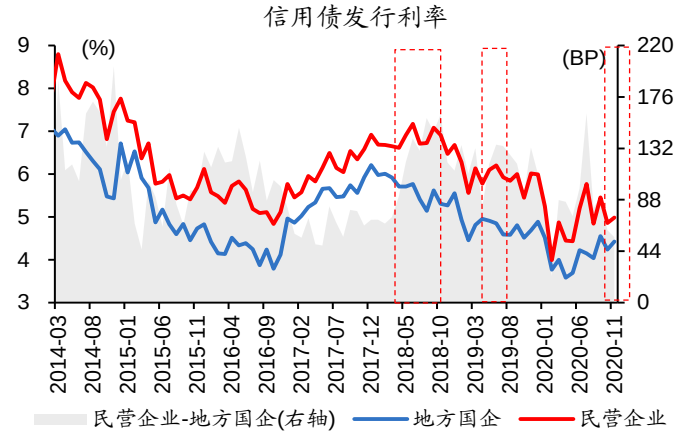
信用风险暴露，或进一步加大再融资难度，加剧行业和地区等的结构分化。回溯历史，信用违约不仅导致违约主体丧失融资能力，也会对相关地区、同类性质主体等融资产生冲击。例如，2018 年民企违约较多，导致民企债券发行难度大幅上升、融资成本高企，净融资显著负增长。2021 年，信用“收缩”之年，违约风险或加速暴露，进而导致相关行业和地区等企业再融资压力上升，分化进一步加大。

图26：违约较多阶段，信用债融资明显受阻



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：违约冲击后，相关主体融资成本明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论：

（1）随着政策“退潮”等，企业再融资压力上升，尤其是上半年到期偿付压力较大。贷款展期等政策支持下，企业贷款和债券融资等明显放量，非标融资也有所放缓。随着政策“退潮”等，部分“稳增长”相关融资增速已经开始放缓，信用环境即将进入“收缩”通道。2021 年，企业偿债压力明显上升、尤其是上半年，而非标压缩等压力可能在年中开始加速显现。债务到期增多、非标收缩压力上升等，或加大企业的再融资压力。

（2）部分偿债压力上升较快、负债稳定性下降的行业和地区，债务风险容易暴

露。分行业看，地产等传统高负债行业偿债压力上升、现金流压制凸显；休闲服务等偿债规模较小，但主体资质偏弱、短期债务负担加重。分地区看，部分中、西部地区债务上升较快、财政收支压力较大，同时非标融资占比较高，需留意相关债务风险。

（3）债务风险的暴露，或进一步加大再融资难度，加剧行业和地区等的结构分化。随着债务风险持续累积，违约事件明显增多，一旦触发交叉违约等特殊条款，或导致偿债压力陡增、加速风险暴露。2021 年，信用“收缩”之年，违约风险或加速暴露，进而导致相关行业和地区等企业再融资压力上升，分化进一步加大。

3、 风险提示

测算过程中的偏误和遗漏。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn