太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-11-15

宏观研究报告

对信用风险的理解

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email：yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

核心观点：

信用风险可能并不是偶然性事件，企业作为稳定经济增长的执行者，在疫情对经济产生甚于金融危机的影响下，不可能一点不受影响。

企业与地方政府边界不清，疫情对地方政府的影响，也可能向辖内企业转嫁。所以我们看信用风险，最终可能还要回到地方政府本身。

信用收缩的发生可能并不是央行的货币政策收缩的逻辑，很有可能起于需求端。更利好利率债。

风险提示：宏观经济政策的超预期退出。信用风险向政府隐性债务扩散。

——企业是经济稳增长的执行者，疫情导致企业经营压力明显加大

从四月经济数据企稳开始，我们就一直在讨论一个问题：生产端的超预期恢复为哪般。既然“违约”是超预期的，那么与此超预期对应的一定有其他超预期的地方，才能最终形成“超预期”的必然结果。生产端超预期恢复，这就是第一个超预期。

讨论生产端的超预期恢复，源于一个简单的逻辑。当经济遭遇危机时，首先打击的是需求，需求的急速收缩，最终导致市场出清式的供给与需求的重新匹配。最终在刺激政策的拉动下，需求增长带动供给回暖。此次疫情影响下，全球主要经济体受到的影响甚于 08 年金融危机，在疫情逐步得到暂时的控制、经济重启后，我们观察美国、日本、欧盟、德国的宏观经济数据，消费同比增速回升均快于工业产出。

这种反差似乎并不能用出口解释。因为出口起初回暖的多是抗疫物资，这与规模以上的工业生产关系不大。同样这种反差也不能完全用投资解释，毕竟我们给予较大期望的基建并没有走出那个理想的结果（注意这是第二个超预期）。

需求先于供给恢复，我们在 08 年金融危机后亦是如此。当然我们此处的讨论的重点，并不是质疑数据统计的问题。此次疫情后，供给超预期恢复，首先应是 GDP 稳定的必要选择。毕竟经济企稳，信心回升，就业稳定增长，才是抗疫后期的重中之重。但仅回到企业的层面，我们看到的却是行业库存陡增、消费需求的缓慢回暖与投资需求的再次下降。通俗的讲，即快生产、慢销售，企业经营压力可想而知。当然并非所有的行业都是这样，既然供给端的恢复是源于市场化与非市场化的部分，那么行业繁荣就一定是结构性的。

生产的超预期恢复，与需求的不及预期，自然促成了“违约”的超预期结果。

——地方政府作为政策刺激的执行者，收支两端的矛盾破坏了非市场的供需循环

运用宽松的宏观经济政策应对危机，已是各国政府的惯用手段。在货币政策可能进入流动性陷阱的情况下，财政政策对需求的拉动则显得尤为重要。财政刺激是共识，但在宽松财政政策的使用方向上确有不同。08 年金融危机后，我国宽松财政政策持续使用的方向即政府投资。政府投资理论上同样有一个供需两端的良性循环：财政刺激拉动投资需求，企业主导生产与其相匹配，同时产生税收增加政府收入来源，从而让循环最终可持续。

这个循环中最大的悖论即在于政府收支两端的合理匹配。投资支出需要对持续增长的经济总量形成有效贡献，就一定是一个逐级扩张过程，且这个增长一定得是与正常收入增长相匹配的合理增长。若投资支出增长过快，与收入增长的差距逐渐扩大，甚至发

生收入减少的情况，就需要政府债务扩张进行弥补。债务扩张并不可怕，因为如果投资收益合理，债务偿还仅是时间问题。

但当前的问题就在于，一方面地方政府过往为投资而投资的现象时有发生，盲目上项目，导致债务扩张与项目收益不对称，债务本息偿还压力与日俱增。另一方面，在疫情影响下，收入筹集困难度加大，无法保障正常的运转与债务偿还，导致超预期扩张的债务并不能完全用于政府投资。如此，政府投资到企业生产匹配的良性循环的每一个环节都被破坏了。

现实情况是，财政需要企业加速生产，进行税收调节。但却不能给企业创造更多的需求，完全消化其过剩的供给。

——地方政府收支压力过大，对辖内企业的呵护是心有余而力不足

地方政府与辖内的企业时有边界不清的问题。此种现象好的一面则是政府对辖内企业呵护有加，如给予贷款贴息、利润补偿、贷款担保等。不好的一面则企业为政府背负隐性负担，如理不清的债务关系。

地方政府与辖内企业的这种问题在经济较发达的地区，正向反馈更多。在经济相对落后的地方，则视宏观经济情况而定。如在甚于金融危机的疫情影响下，地方政府可谓自顾不暇，辖内企业很可能再失一重保护。

——今年财政是有钱用不了，还是花了没显现

既然地方政府收支情况对辖内企业的信用风险如此重要，我们就有必要探讨一下财政收支目前是个什么情况。首先，可能片面的理解了财政支出。我们一再强调，财政支出的大头儿在公共财政支出，其对应的是年度公布的政府消费数据。而我们容易获取的政府投资数据，仅是财政支出中的一小部分，并不能反应财政支出的全部。不能因为基建投资下滑，就简单的判定财政还有结余资金花不出去，且认为这为明年打下了良好的支出基础。其次，还有一个数据即财政存款余额。10 月财政余额为 56168 亿，较去年同期的 54076 亿多出 2092 亿。完全符合财政资金逢缴税大月的季节性变化。今年财政一般公共预算收入较去年下降一万亿，但发债规模却比去年多出 3.4 万亿。10 月政府发债较去年多出 3000 亿，在公共财政收入单月同比增速已经转正的情况的下，财政存款余额较去年同期多出 2000 亿，并不代表财政支出绝对值低于去年同期，甚至大概率是高于去年同期的。

财政支出没有对标的支出结果可观察，主要还是源于基建投资大幅低于市场预期这一事实不好接受。我们年初以来给出的基建增速预期一直很低。主要原因在于，首先，今年疫情导致财政收入下滑明显，尤其是跟随抗疫节奏而出现的结构性变化，即前期收

入过低，后期加速弥补。那么发债的资金怎么利用，就成了关键性问题。7 月财政部强调发债资金不得用于补发工资、不得用于偿还利息、不得用于置换债务等，资金去向可以想象。其次，上半年公共财政收入困难，政府性基金起到了补充财政支出的作用。即上半年是基建发力，我们也看到了数据的连续回升。下半年公共财政收入好转，对标的公共财政支出开始替代基建投资，成为财政支出的主要方向。所以并不是财政没有发力，是公共财政支出的那个方向没有高频对标的数据。第三，财政资金有没有结余？我们认为可能是有的，其可能体现在两个方面。一是中央下达的投资资金，地方没有钱配套，闲置了中央下达的资金。但这部分资金不是随便可以转做他用的，也不是明年可以继续用的。配套不上，两年后收回重新预算，重新下达。二是中央直达资金，同样类似与专项转移支付，且每一笔资金都有监管，如果这部分地方用不出去结余了，也完全有可能。但这部分资金也不是明年可以留下来用的。这是财政资金重新划分支出，是要有严格的预算，并经同级人大审议的。

所以结论有了，地方财政收支压力并没有得到有效缓解。

——辖内企业“违约”出现了，能不能指望地方政府兜底

我们在上一部分已经说明，地方收支压力并没有出现明显的缓解，不再做税收调节已是对企业的呵护。地方国企违约，已经牵连到了地方政府的发债信用。如果地方政府还有足够的财力帮助企业脱困，应不会让其出现违约的情况，这有点得不偿失。再进一步思考，明年经济回暖已是不争的事实，但如果仅是依靠基数效应，那么对于财政收入来讲，也谈不上实质性的回升。那么如果明年政府发债规模出现大幅收缩（财政部发布进一步做好地方振幅债券发行工作的意见），地方政府的债务链条也有不稳的风险。其中显性债务是政府明确的负有偿还责任的债务部分，根本谈不到风险。但隐性债务政府并不负有必须偿还的责任，还需小心甄别。

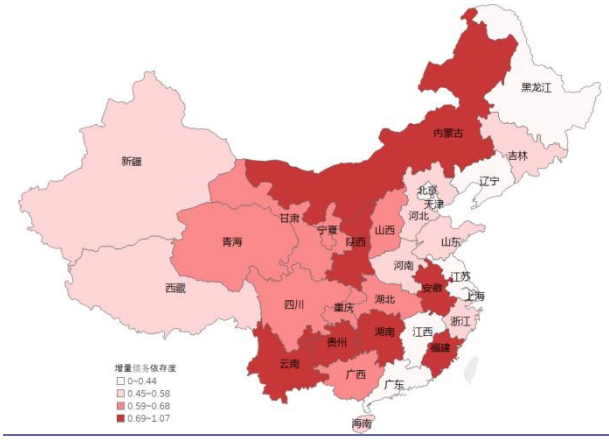
当然我们还是相信市场经过这么多年的发展，已经具备市场化隔离风险的机制，毕竟在追逐高收益与风险之间有经验与教训的平衡。因此，并不认为局部风险会向全局风险转化。

当然我们也相信，并不会出现国企违约风险向地方政府隐性债务扩散的结果。

（10 月 30 日，监管部门近期组织开展融资平台债务信息比对工作。主要内容为，将已录入监测平台的债务数据与金融部门掌握的银行信贷、信用债、各类资管产品（信托、理财、基金资管产品、证券资管产品、期货资管产品）、金融租赁类数据进行比对，核实形成债权债务单位共同认可、真实准确可靠的债务数据。此举旨在通过与金融机构开展数据比对，督促地方更正隐瞒、多报、少报、漏报、错报债务数据等问题。）

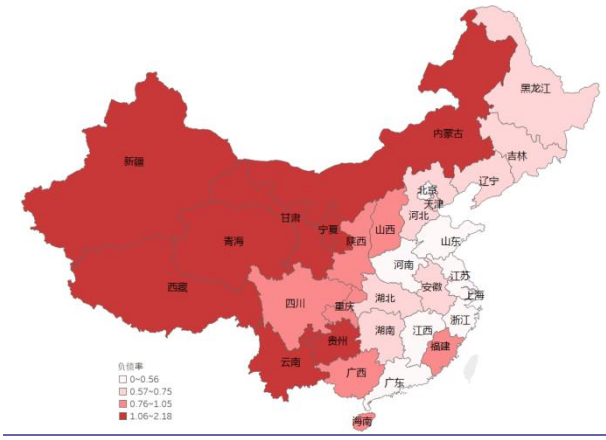
风险提示：你以为的可能与他以为的有偏差。

图 1：地方政府总增量债务依存度



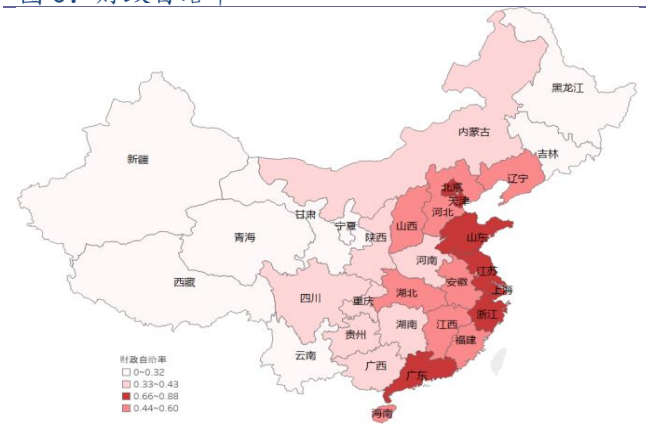
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 2：地方政府总债务负债率



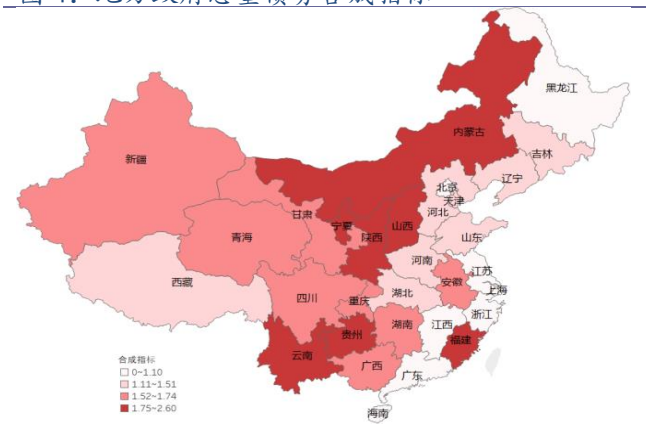
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 3：财政自给率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 4：地方政府总量债务合成指标



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

注：1.以上四张图源自我们 2018 年 9 月《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》的报告。报告中选择了负债率、债务依存度以及财政自给率，并等权重合成新的指标，作为对地方政府债务总量风险的考量。鉴于 2018 年后已没有细分的更新数据，因此，并没有更新至最新的状况。

2.财政自给率是越高越好。

——信用收缩逻辑起自需求端，与央行的货币供给关系不大

信用收不收缩，也是供需两端共同作用的结果。发生信用收缩，要么央行主动进信用，或者作为货币政策的执行者商业银行市场化的选择放贷的规模。要么是在商业银行有较优资质的实体企业需求不大，资金需求收缩。我们对信用收缩的担忧并不主要在央行的

货币政策。我们的担忧在于一方面商业银行明年是否还有放贷、展期等政策化要求，如果没有了，那么商业银行的市场化判断很有可能最终呈现的是信贷供给收缩的景象。另一方面，在上述的讨论中，我们得出了经济回暖是结构性复苏的结论，基本上还是依靠基建、房地产、汽车等行业的快速回升支撑。这种政策性的结构性复苏明年能否持续，其他行业能否迅速跟上，这也是对信贷、融资需求端最大的担忧。信用收缩逻辑成行，我们认为更利好于利率债。而资质较差的行业、企业，在商业银行政策性信贷供给退坡后，则是信用违约逻辑。

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	Guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjw@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。