

2020 年 12 月 13 日

信用“收缩”年，再融资压力的结构分化

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@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：测算过程中的偏差和遗漏。

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

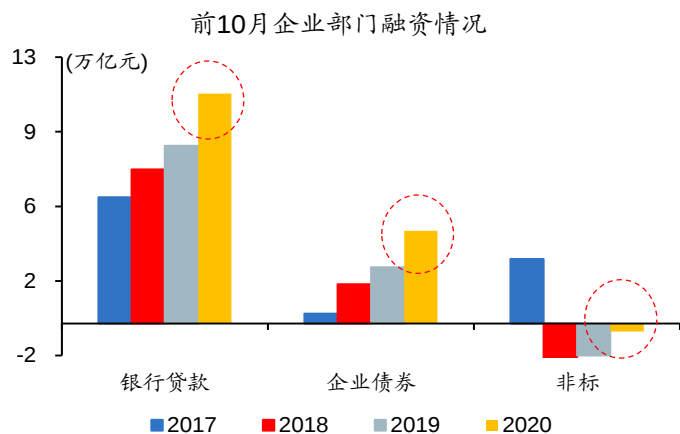
图表目录

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

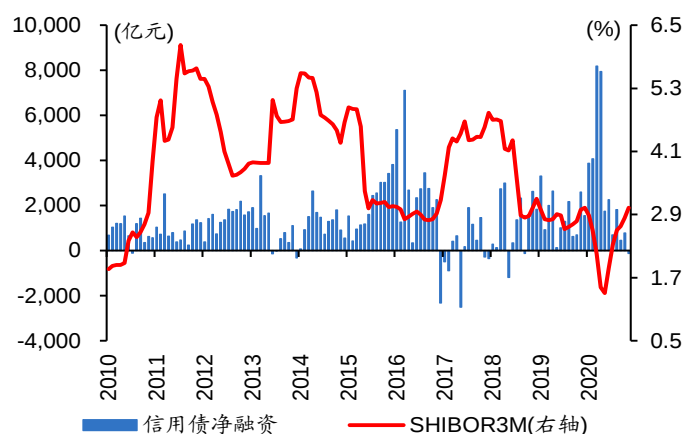
伴随政策“退潮”、防风险加强，信用“收缩”通道开启，企业再融资压力趋于上升。为缓减疫情冲击，政策托底加码，通过贷款展期、续贷和债券融资支持等保护企业资产负债表，推动企业融资明显增长。2020年前10月，企业新增贷款和债券分别为10.8万亿元和4.3万亿元、同比多增近29%和64%，非标融资收缩也有所放缓。随着政策“退潮”等，部分与“稳增长”相关的融资增速已经开始放缓，信用环境逐步进入“收缩”通道；债务到期增多、非标收缩压力上升等，或加大企业再融资压力。

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

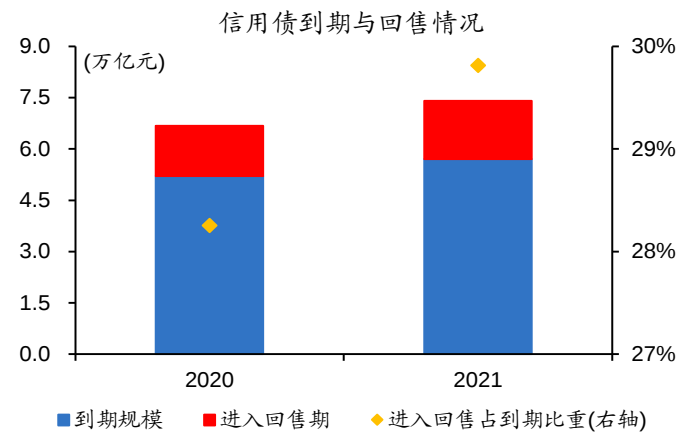
图2：货币宽松下，信用债融资一度明显放量



数据来源：Wind、开源证券研究所

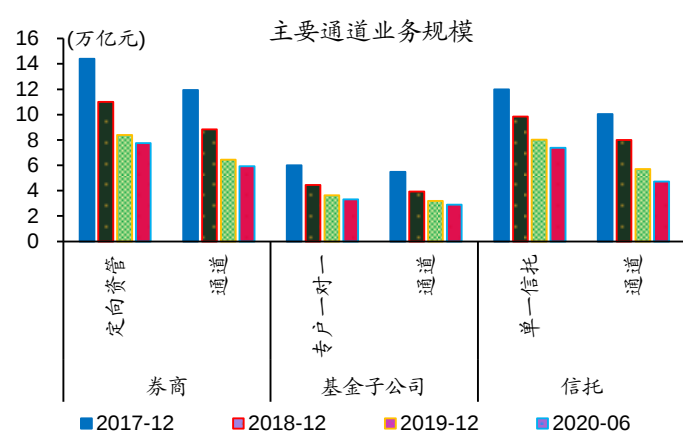
2021年，企业贷款、债券等债务偿付压力明显上升，非标融资收缩压力也可能加大。贷款展期规模，截至11月初已超3.7万亿元，使得企业偿付压力延后至2021年上半年。同时，2021年信用债偿付压力也明显上升，到期规模达5.7万亿元、较2020年多增近5000亿元，考虑进入回售期债券，到期和回售规模合计达7.4万亿元、较2020年多增超7000亿元。此外，资管新规过渡期到期，或加大通道业务等收缩压力，进而导致委托贷款、信托贷款和其他债权类融资偿付压力上升(详情参见《非标收缩的压力》)。

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

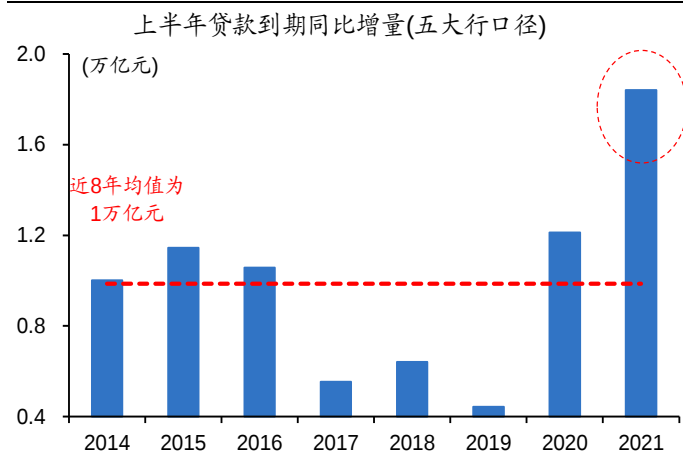
图4：通道剩余规模或超过13.5万亿元



数据来源：Wind、资管行业统计年鉴、开源证券研究所

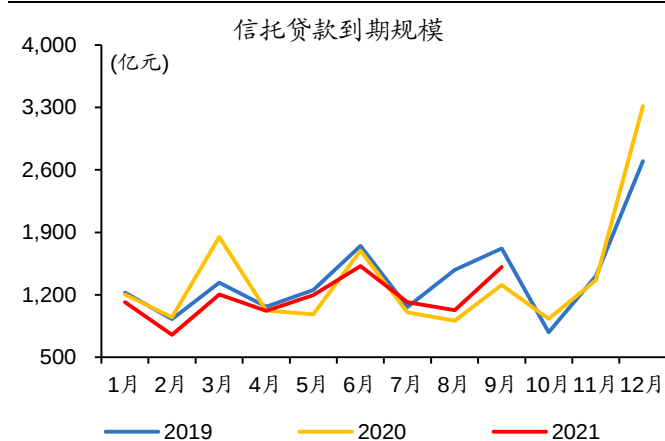
上半年企业债务偿付压力较大、尤其是3月至5月，非标收缩等压力可能在年中开始加速显现。五大行数据显示，2021年上半年贷款到期规模明显增加、同比多增近1.8万亿元，远高于2020年同期增幅的1.2万亿元。同时，信用债到期也多集中于上半年，尤其是3月至5月、占全年比重36%。随着资管新规过渡期到期，非标融资收缩压力或加速显现，越临近截止日压力或越大；而且，以信托贷款为代表的非标融资，下半年到期规模一般大于上半年、尤其是四季度。

图5：2021年上半年贷款到期同比多增规模创新高



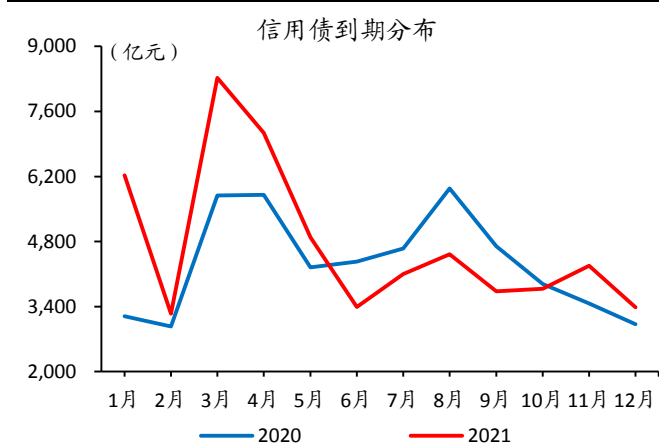
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021年下半年，信托贷款到期规模有所上升



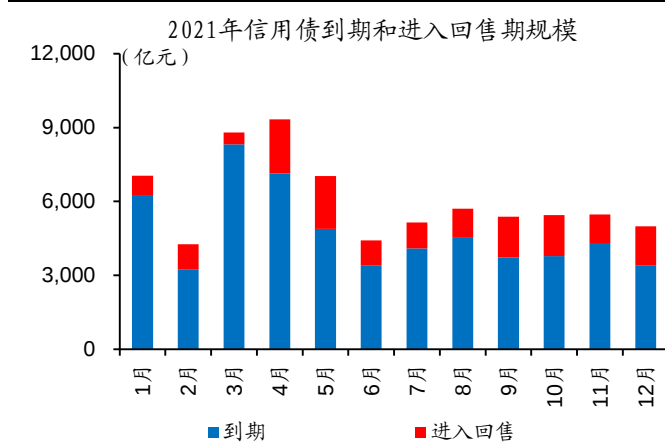
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2021年信用债到期同比明显多增、且较为集中



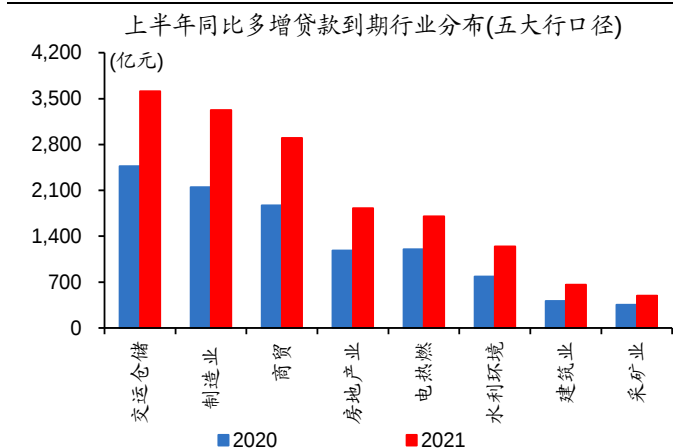
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021年信用债到期、回售集中于3月至5月

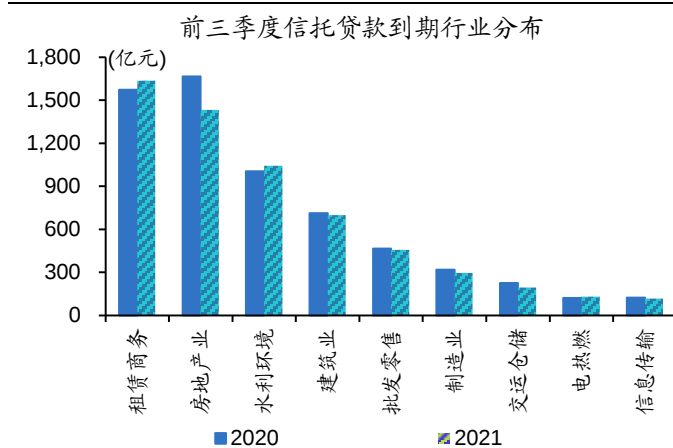


数据来源：Wind、开源证券研究所

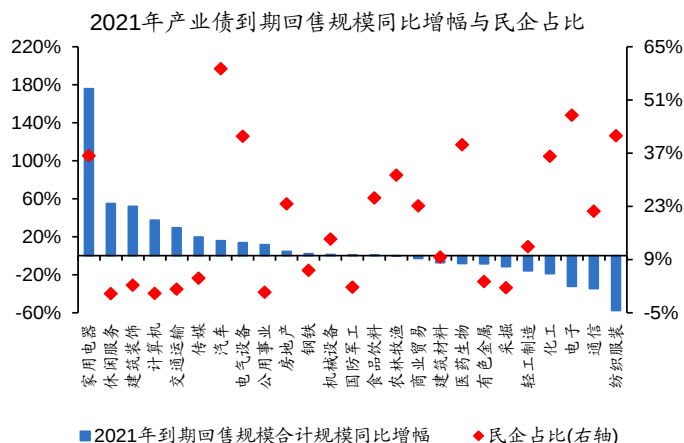
分行业来看，地产、交运等传统高负债行业偿债压力上升，休闲服务等行业资质偏弱的主体或民企信用债偿付压力较大。贷款、债券等主要债务中，地产、商贸和基建相关行业偿债规模居前，且较2019年明显增长；以贷款为例，五大行数据显示，交运、商贸和地产等行业贷款到期同比多增3600亿元、2900亿元和1180亿元左右。从企业债券到期和回售分行业来看，建筑、交运等规模居前，较2019年增长均超过20%；休闲服务偿债规模虽然不大、增长较快，主体资质偏弱、AA及以下占比达32%；汽车等行业到期回售规模相对小，但民企占比较高。

图9：2021年上半年同比多增贷款到期集中基建链等


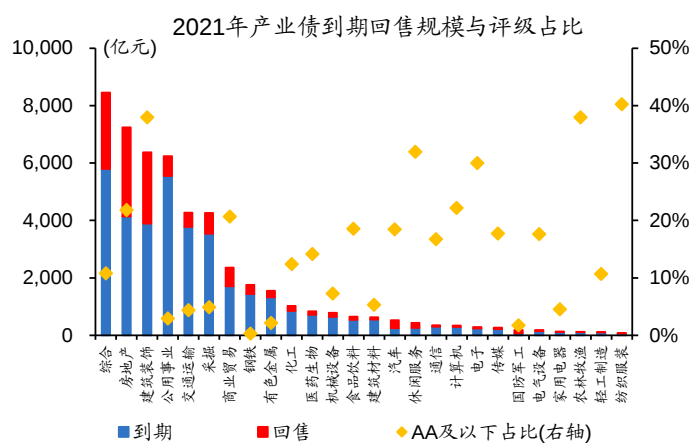
数据来源：Wind、开源证券研究所

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


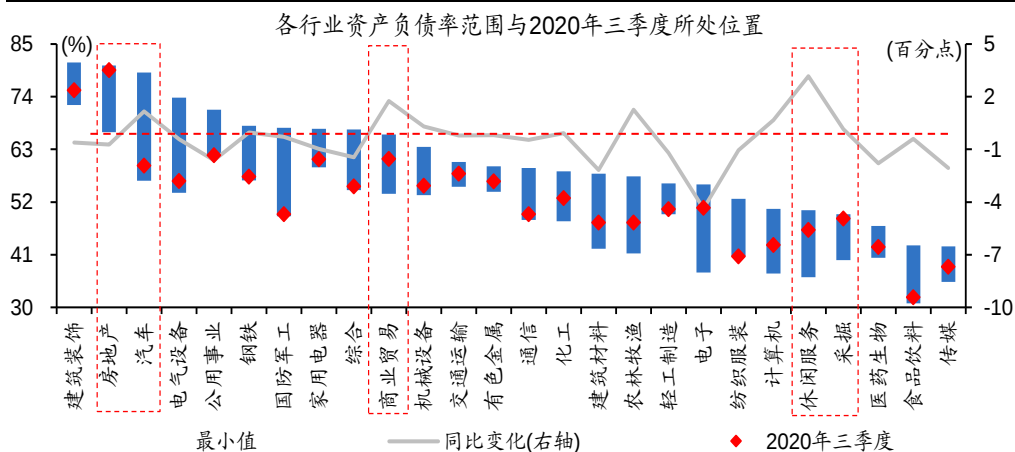
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：地产、建筑等到期回售规模大、低评级占比高


数据来源：Wind、开源证券研究所

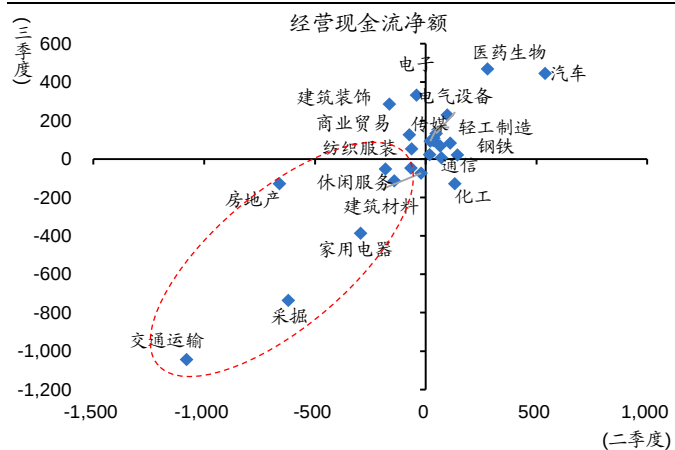
结合偿债能力来看，地产等行业杠杆处历史高位、经营现金流持续承压，商贸、休闲服务等受疫情冲击大、报表修复较慢。债务压力上升的同时，偏弱的偿付能力或导致债务风险容易暴露。地产、采掘等债务偿付压力较大的行业，杠杆率已处于近10年来的历史高位，且经营现金流自年初以来持续为负，偿债能力偏弱；商贸、休闲服务等行业受疫情冲击影响大，经营情况改善进度相对较慢，杠杆率、对短期债务依赖度明显抬升，现金流对短期债务的覆盖承压。

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



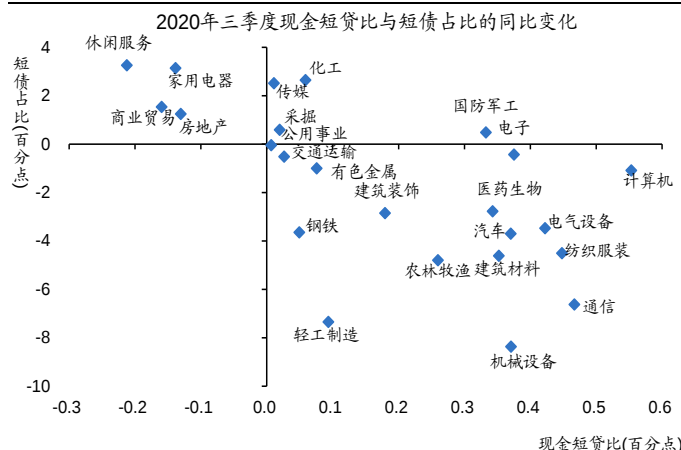
数据来源: Wind、开源证券研究所

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

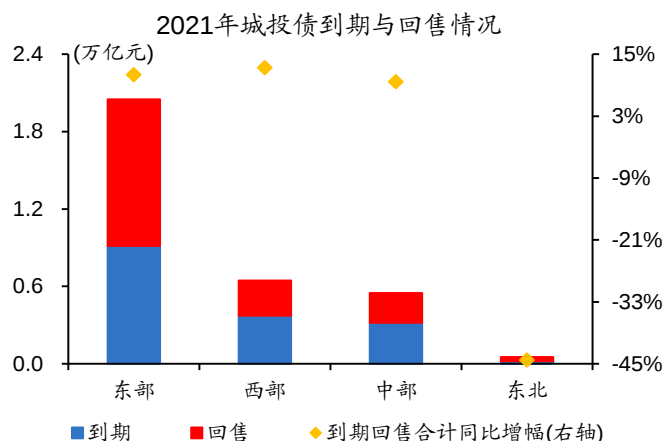
图15: 商贸、地产等短债依赖度上升, 现金流压力增大



数据来源: Wind、开源证券研究所

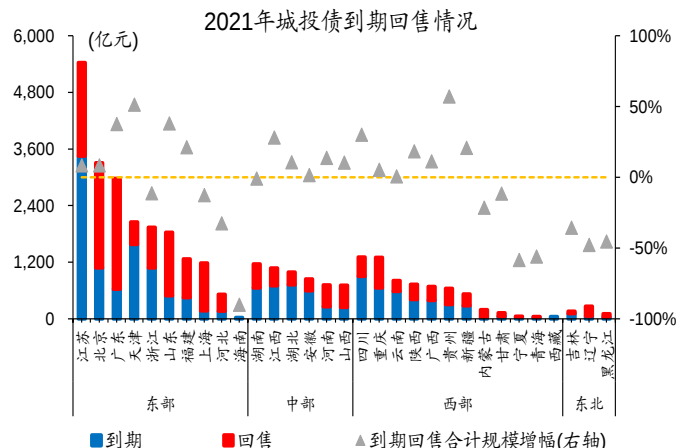
分地区来看, 近年来偿债压力较大的省市, 2021 年城投债到期和回售压力进一步加大; 部分中西部省份, 进入回售期债券增长较快。2021 年, 东、中、西部城投债到期和回售规模均明显增加, 西部增长最快、增速达 12.4%。具体省市来看, 近年来城投债到期较多的省市, 例如, 东部的天津、山东, 西部的四川、贵州等, 2021 年到期和回售规模增长均超过 30%。其中, 湖北、四川、贵州等中西部地区, 及天津, 城投债到期增速显著高于全国平均水平; 江西、陕西等进入回售期规模翻番, 山东等增长 50% 以上。此外, 部分中西部省市非标融资占比较高, 偿付压力或进一步加大。

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

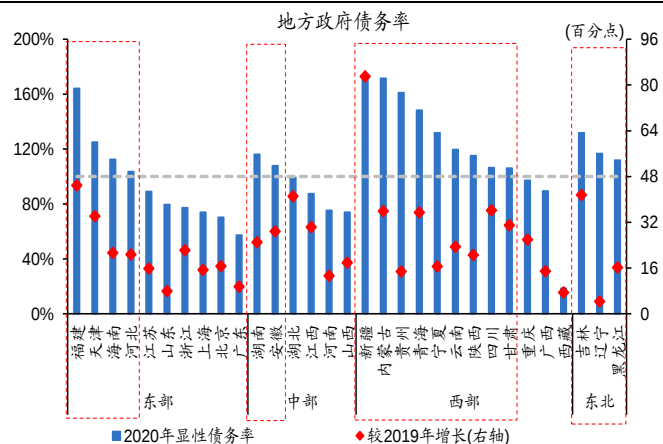
图17: 天津、贵州等地到期、进入回售期规模增幅较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

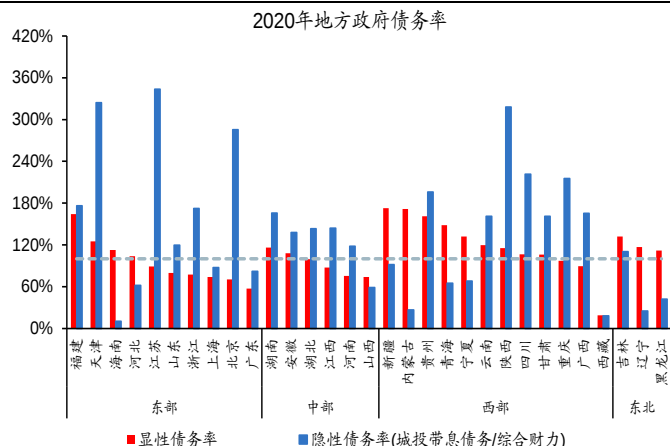
城投债偿付压力上升的同时，西部和东北显性债务率大多超过全国警戒线，部分地区偿债能力持续偏弱、甚至下降。政策托底下，地方显性债务率明显抬升，超过全国100%警戒线的省市数量，由2019年的6家增加至2020年的18家，其中西部和东北大部分省市显性债务率超过100%；部分省市不仅显性债务率较高，隐性债务率也明显高于全国平均水平。结合财政情况收支和GDP累计增速来看，湖南、云南、四川等中西部省市，财政收支平衡压力较大，部分省市财政收支逆差较2019年同期扩大；河南、青海等中西部省市GDP增速回升相对缓慢，内蒙古、辽宁、黑龙江等省份2020年三季度GDP增速仍处于负值区间。

图18: 西部和东北显性债务率大多超过100%



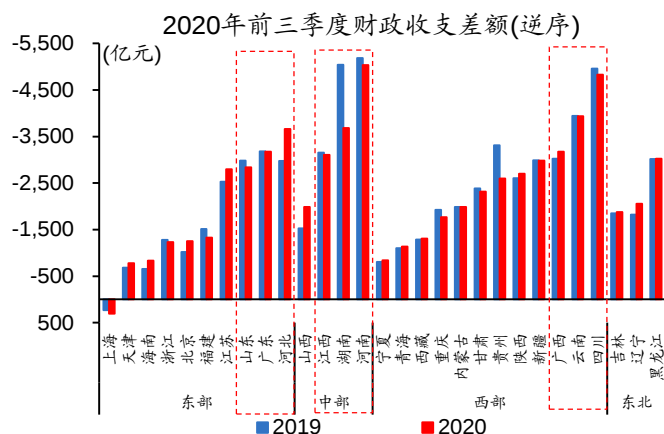
数据来源: 财政部、各省市府网、Wind、开源证券研究所

图19: 部分省市隐性债务率显著高于显性债务率



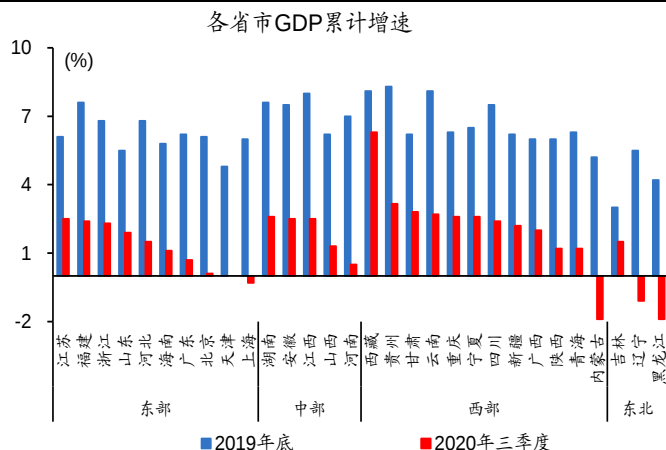
数据来源: Wind、开源证券研究所

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

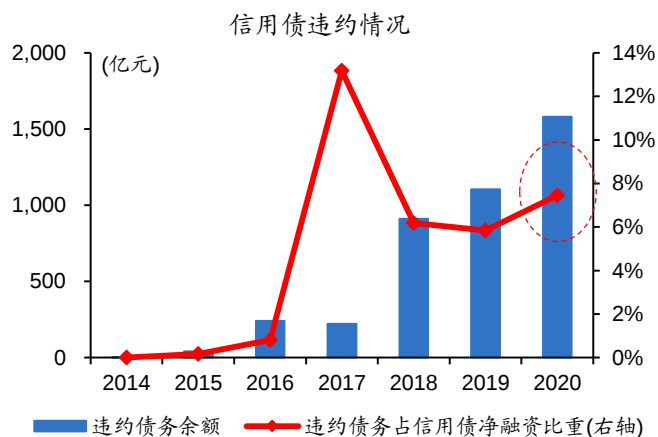
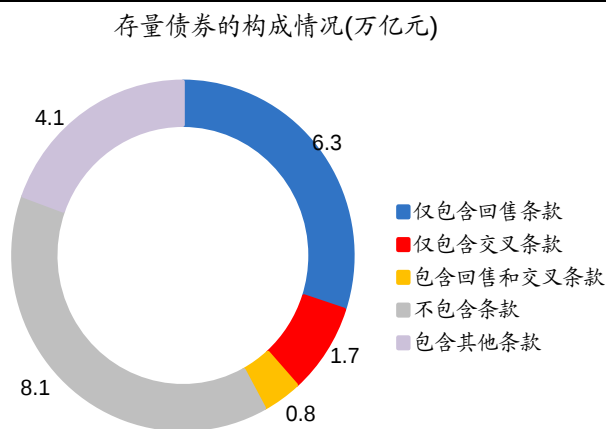


图23: 存量信用债中有 2.5 万亿元附带交叉条款



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_906

