



CMF宏观经济热点问题研讨会（第21期）

宏观稳杠杆下的中国信用风险表现、趋势及防范

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2021年1月

宏观稳杠杆下的中国信用风险表现、趋势及防范 ——CMF 中国宏观经济专题报告（第 21 期）



宏观稳杠杆下的中国信用 风险表现、趋势及防范

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司
承办单位：中国人民大学经济研究所



宏观稳杠杆下的中国信用 风险表现、趋势及防范

报告人：袁海霞

中诚信国际信用评级有限责任公司研究院

中国人民大学国发院

2021年1月7日

目 录

一、当前债券市场信用风险的表现特征

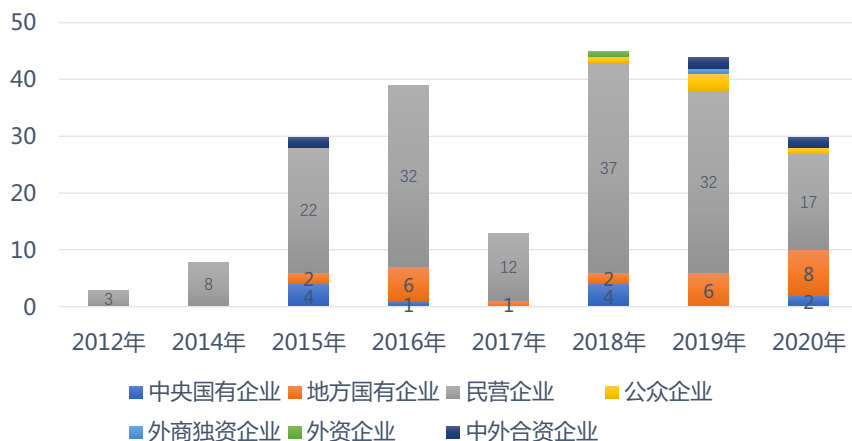
二、信用风险加快释放的逻辑与原因

三、转向稳杠杆中信用趋势展望及风险防范

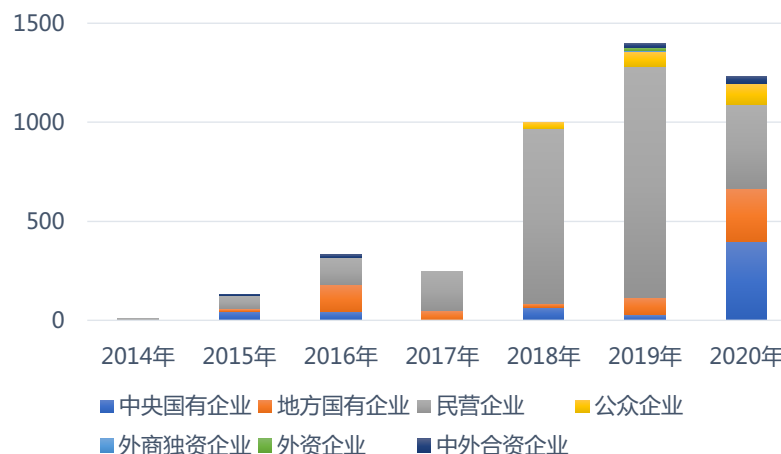
■ 特征1：国企违约增多尤其是大型国企超预期违约动摇国企信仰

» 自2015年国企债券刚性兑付打破以来，各年均有一定数量的国企发生违约

主体违约企业性质分布（按新增违约家数）



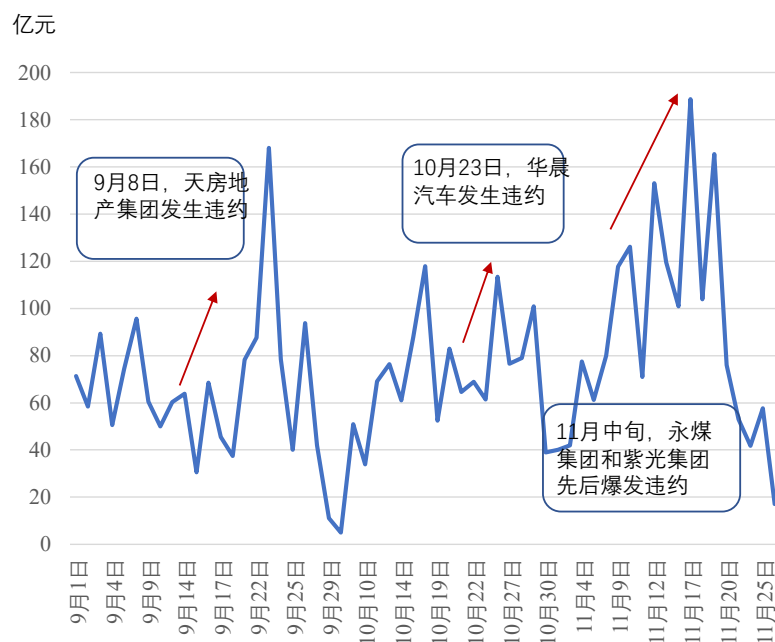
债券违约规模企业性质分布



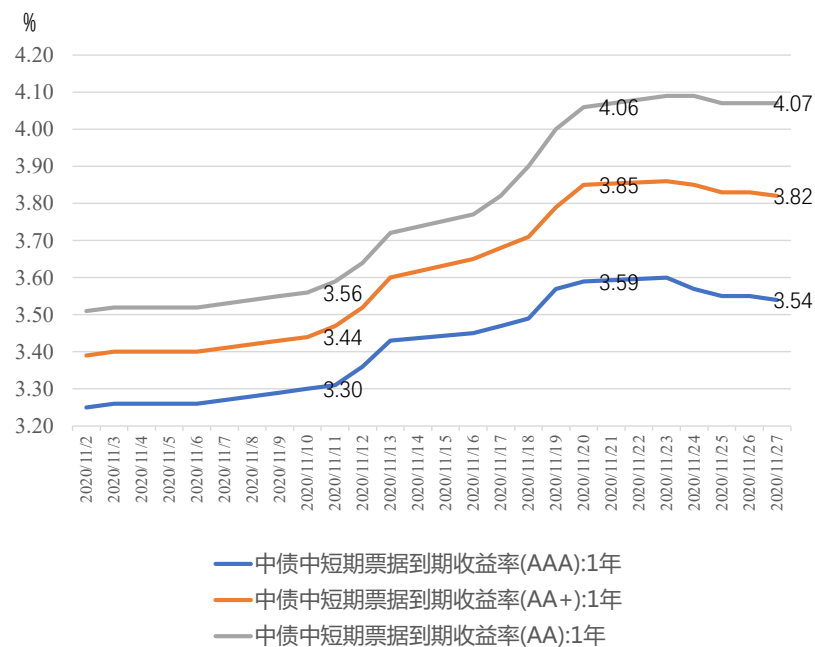
数据来源：中诚信违约数据库，wind

➤ 大型国企超预期违约对债券一、二级市场造成阶段性冲击

债券市场取消发行规模阶段性增加

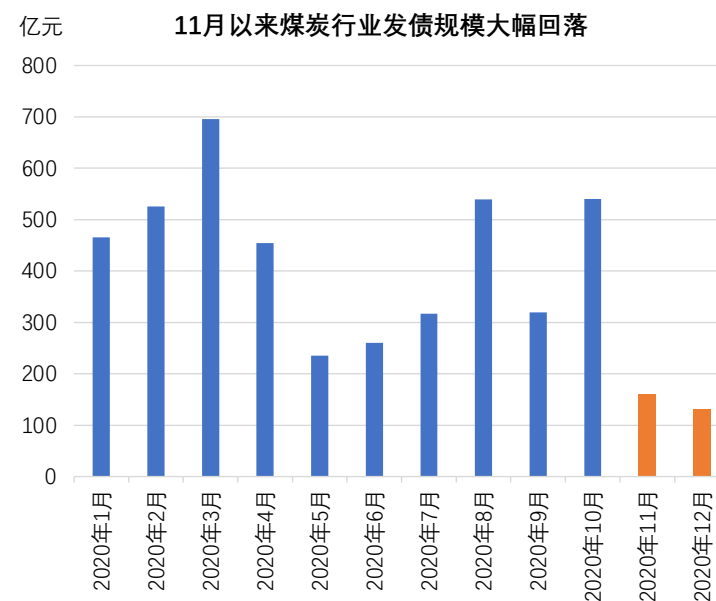
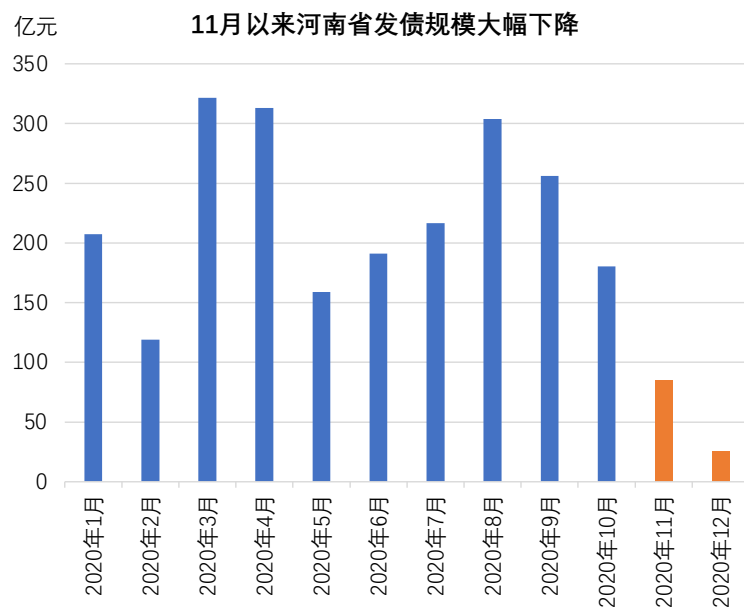


11月中下旬信用债收益率波动加大

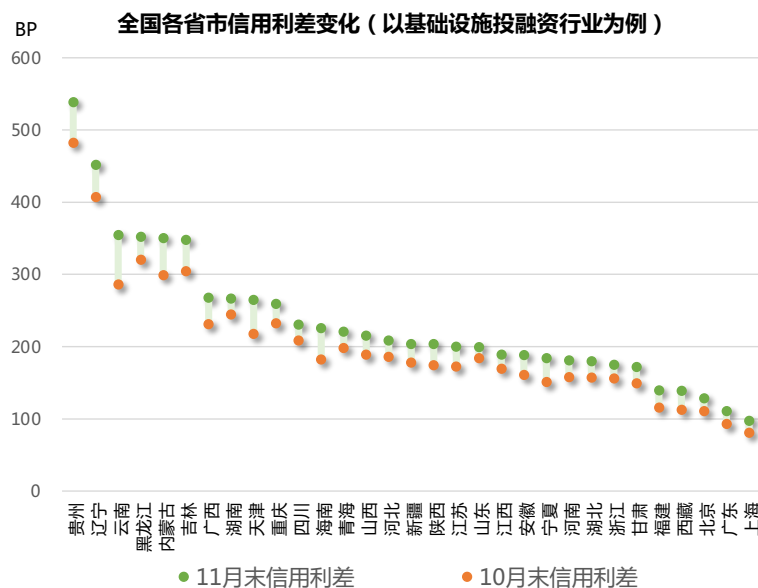


➤ 相关区域及行业内发行人债券融资明显受阻

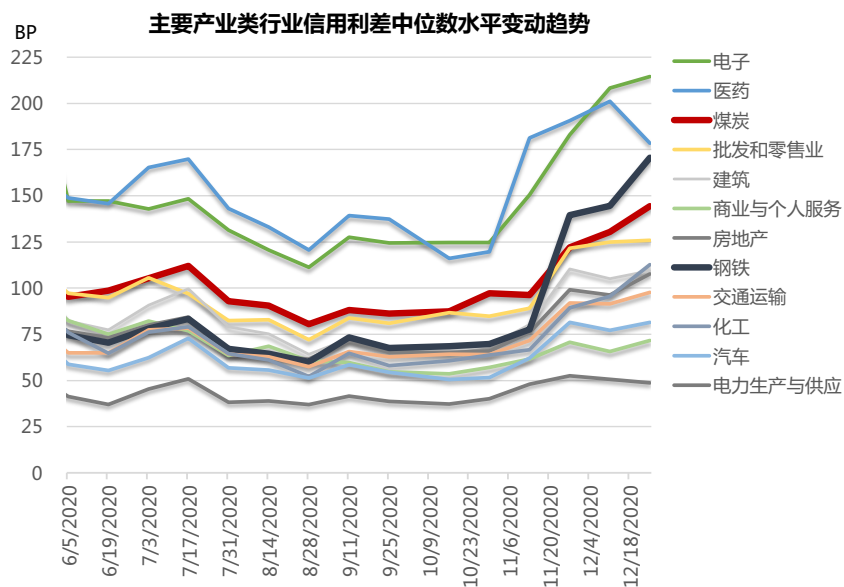
- » 11月河南省仅84.79亿元信用债发行，较10月缩水100亿元左右，12月仅发行25.15亿元。
- » 11月、12月煤炭企业发债规模160亿元和132亿元，较10月缩水400亿元左右。



➤ 多数区域及行业信用利差明显走扩



- » 各省市区域平均信用利差在11月均呈扩张态势，以基础设施投融资行业为例，11月末各地区城投债券平均信用利差较10月末扩张16-69bp,其中河南省城投债券平均信用利差扩张23bp。



- » 受超预期违约冲击，多数行业信用利差在11月中下旬以来走扩，煤炭、钢铁行业信用利差维持高位扩张态势，12月下半月煤炭和钢铁行业信用利差中位数较10月下半月分别上行约50bp和100bp。

数据来源：中诚信国际地方债与城投行业数据库，wind。



➤ 超预期违约事件引发市场对相关企业偿债意愿的质疑

- » 近年来国有企业违约情形并不少见，近期违约事件之所以“超预期”，一方面在于市场各方对发行人自身的**偿债能力**的预判出现偏差，另一方面市场对于发行人及股东或实际控制人主观上的**偿债意愿**也提出质疑。

偿债能力

宏观经济下行

随着宏观经济下行，周期性行业景气承压，相关企业盈利能力受负面影响。

信用环境收紧

随着5月份之后流动性边际收紧，市场融资难度回升，部分高度依赖于借新还旧的企业更容易暴露流动性风险。

经营模式隐患

高负债经营模式本身存在风险隐患。一旦内部、外部资金来源受限，很可能面临严峻的兑付危机。

个体信用基本面恶化

近年来违约国企在信用基本上普遍存在值得关注的典型风险点，如母公司层面盈利能力弱、债务规模高企、债务结构不合理、存在资金占用等情形。

偿债意愿

发行人存在提前转移或保全优质资产的行为

通过无偿划转、低价出售、资产置换等方式转移优质资产，或通过商议好的虚假诉讼转移资产至关联方。

因小额未偿还债务进入破产重整，引发市场对发行人并不满足破产条件，但试图通过合法程序恶意清偿的质疑。

试图将持优质股权质押给第三方，设定了质押权的核心资产或将不可用于偿还普通债务，增加了债权人债务追偿难度。

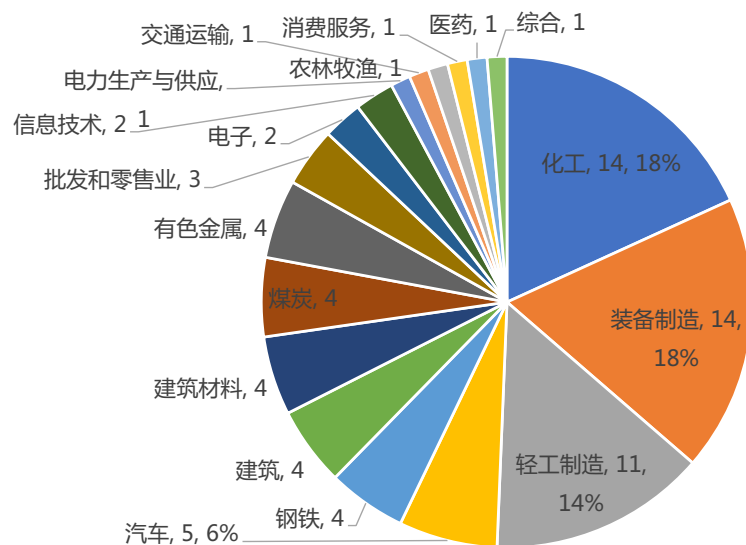
当地政府或实控人救助意愿不足

对国有企业违约可能造成的冲击及对区域融资环境的显著影响认识不够，未及时协调、救助企业偿还债务。

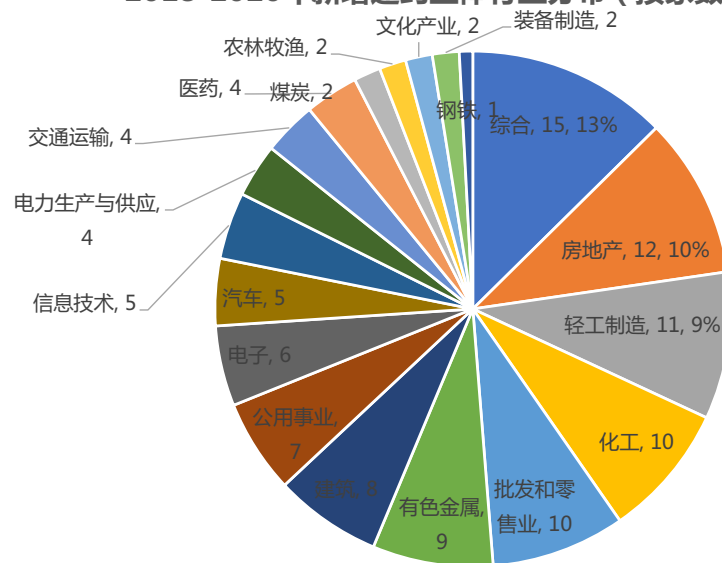
■ 特征2：违约从集中于周期性及过剩产能行业转向为行业分布较为分散

- » 从2014年至2016年为第一轮违约风险释放，这一轮违约主体分布在18个行业，其中化工、装备制造及轻工制造违约家数超过10家，占比也超过10%，相对集中在周期性行业
- » 2018年以来第二轮违约风险释放，违约主体家数分布在19个行业，其中10家以上的行业包括综合、房地产、轻工制造、化工，占比10%的仅有综合及房地产，其他行业分布较为均匀，前一轮违约较多的煤炭、钢铁、装备制造本轮违约主体数量明显下降

2014至2016年新增违约主体行业分布（按家数）



2018-2020年新增违约主体行业分布（按家数）



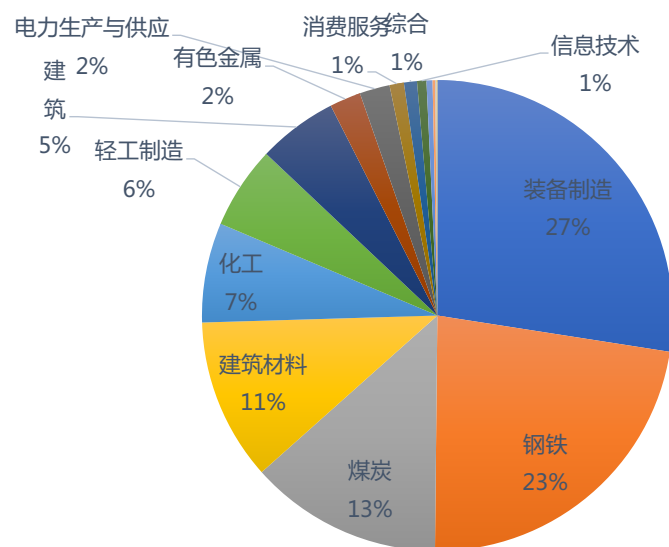
数据来源：中诚信违约数据库，wind



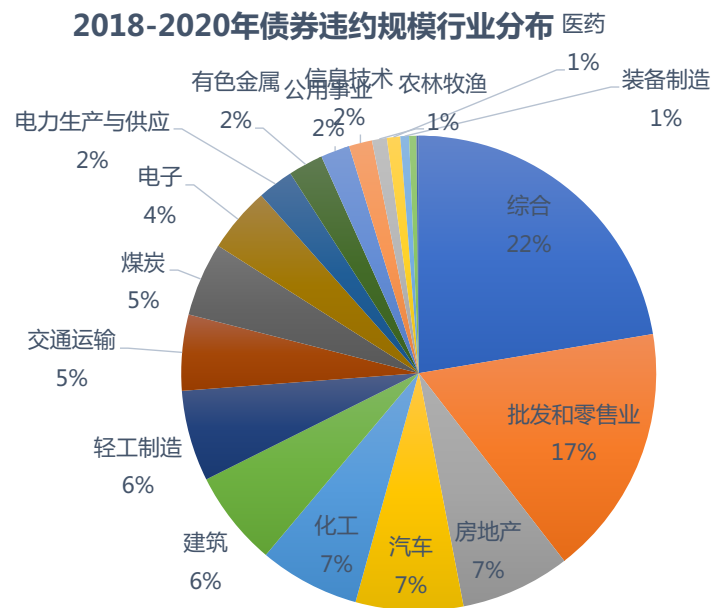
➤ 从违约规模的行业分布来看，行业逐步分散化趋势更加明显

- » 从违约规模来看，第一轮包括装备制造、煤炭、钢铁、建筑材料等周期及产能过剩行业债券违约规模占总违约规模的比例达到四分之三
- » 而第二轮违约，除综合、批发和零售业债券违约规模占比超过10%，其他行业违约规模均在8%以下，相对分散

2014-2016年债券违约规模行业分布



2018-2020年债券违约规模行业分布

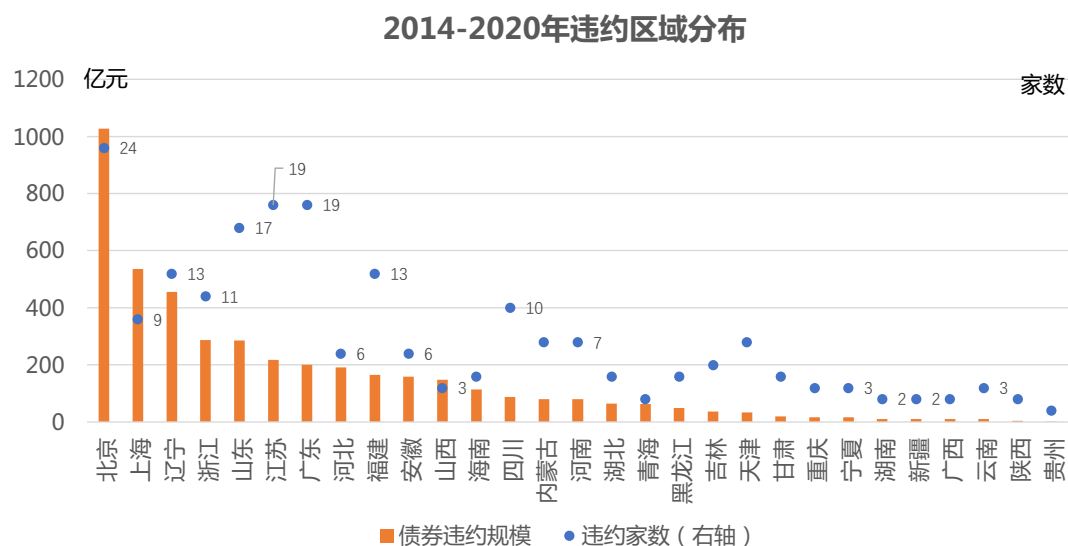


数据来源：中诚信违约数据库，wind



■ 特征3：违约区域分布与存续债券规模及区域财政经济实力相关

- » 从违约的区域分布来看，北京、上海、辽宁、浙江、山东等省市违约规模排名前五，北京、江苏、广东、山东、辽宁、福建、浙江、四川等省市违约主体家数均在10家及以上
- » 累计违约规模占2020年存续债余额在10%以上的省市包括辽宁、海南、青海，内蒙古、黑龙江、宁夏累计违约规模占存续债余额的比例也均超过5%



	存续债余额	违约规模/存续债余额
北京	68090.14	1.51%
上海	18255.35	2.94%
辽宁	2852.53	15.97%
浙江	17527.59	1.64%
山东	14581.49	1.95%
江苏	27429.97	0.79%
广东	27461.09	0.73%
河北	4581.59	4.16%
福建	7892.96	2.08%
安徽	5699.08	2.79%
山西	6436.72	2.30%
海南	831.07	13.76%
四川	9064.12	0.96%
内蒙古	844.29	9.53%
河南	5566.55	1.42%
湖北	7256.89	0.89%
青海	626.48	10.11%
黑龙江	758.92	6.35%
吉林	1615.16	2.22%
天津	8777.25	0.38%
甘肃	1457.15	1.32%
宁夏	289.87	5.54%

数据来源：中诚信国际违约数据库，wind

➤ 区域债券净融资情况也在一定程度影响区域信用风险暴露

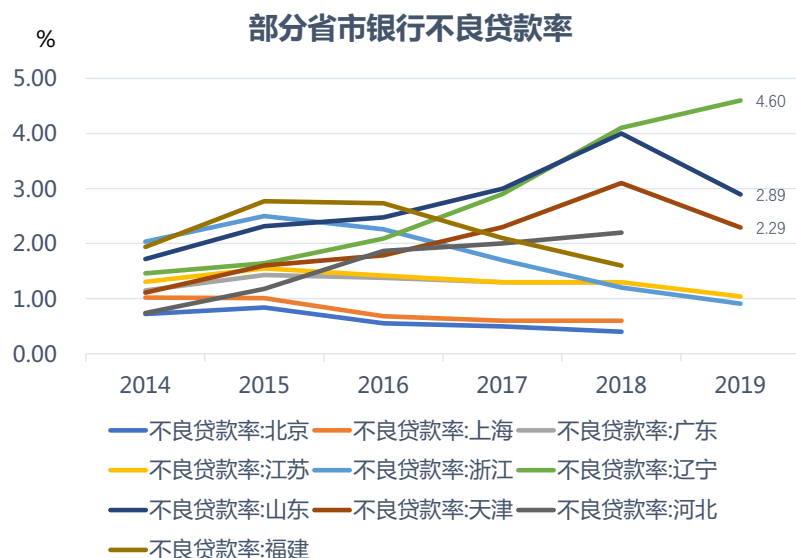
- » 从近两年各省市信用债净融资变化情况来看，河北、宁夏、黑龙江、辽宁等地信用债净融资表现不佳，前述区域累计违约规模占存续信用债的比例也较高，违约风险暴露较其他区域相对严重



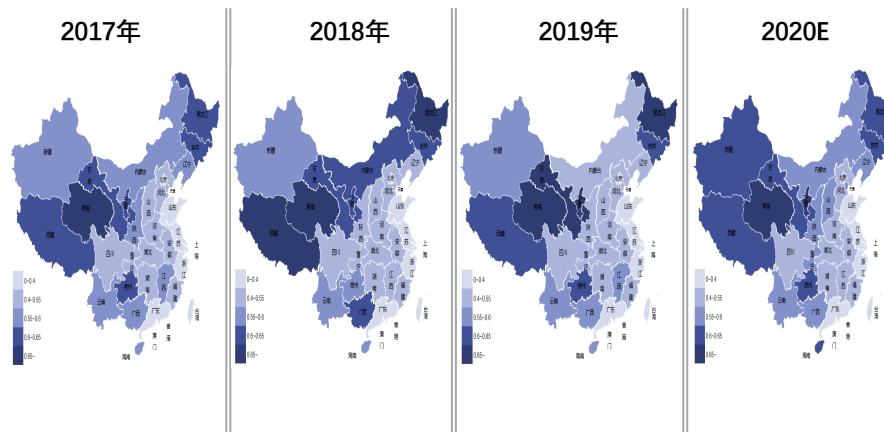
数据来源：wind，信用债统计类型包括非金融债务融资工具、公司债、企业债、可转债、可交换债及资产支持证券

➤ 部分区域违约规模偏大的同时，银行不良贷款率也偏高，需重点关注

- » 辽宁地区不良贷款率逐年提升，至2019年，不良贷款率达到4.6%，除此之外，山东、天津、河北等地的不良贷款率也偏高，中诚信国际AHP地方政府债务风险指数也显示东北地区面临较高的债务风险
- » 北京、上海两地不良贷率保持在1%以下，江苏、浙江不良贷款率2019年有所下降，但考虑到2020年新冠疫情冲击及贷款展期政策，未来不良贷款率有上升压力



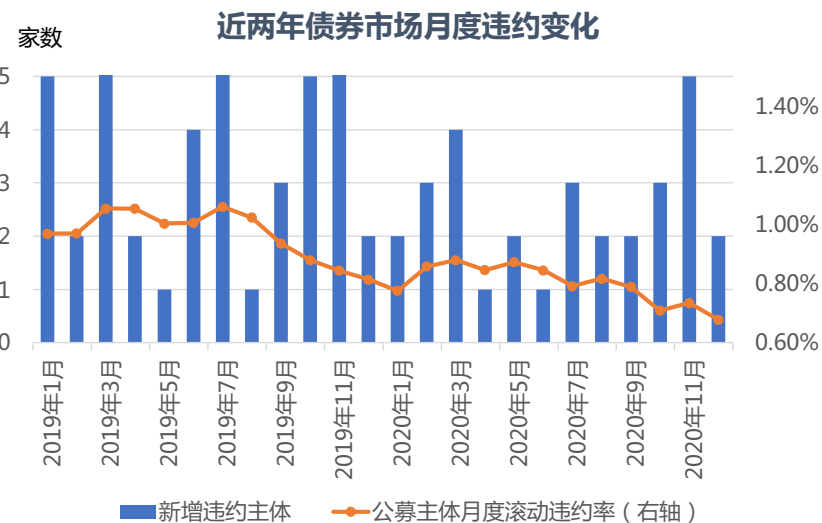
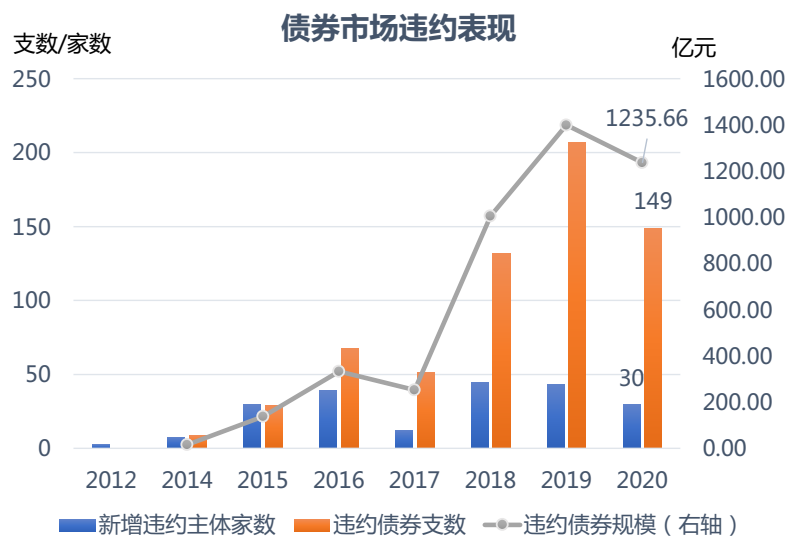
中诚信国际AHP地方政府债务风险指数---显性债务口径





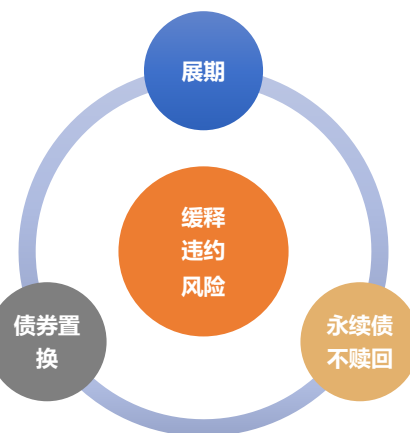
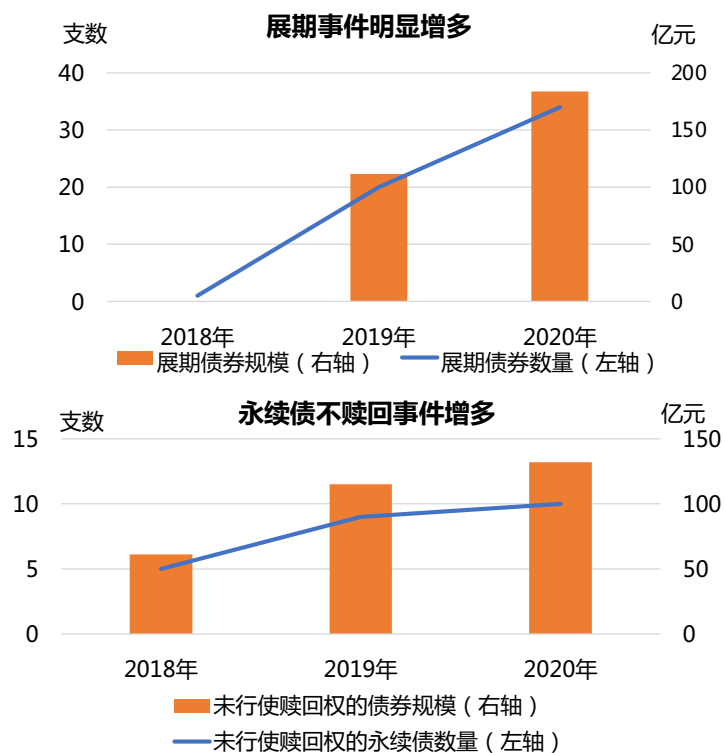
■ 特征4：违约风险相对趋缓，随着融资环境变化2020年内呈现先抑后扬特征

- » 2020年全年新增违约主体家数30家，债券违约支数149支，违约规模合计1235.66亿元，无论是新增违约主体家数、违约债券支数及违约规模均较2019年呈现回落趋势
- » 从月度变化来看，上半年新增违约家数13家，下半年则增加至17家，全年违约率0.68%，较2019年回落



数据来源：中诚信违约数据库，wind

➤ 发行人通过多种方式缓释风险，可能给未来风险暴露带来一定压力



	置换前	置换后
债券简称	17桑德工程MTN001	20桑德工程EN001
规模	5亿	4亿
票面利率	6.50%	7%
到期日	2020年3月6日	2021年3月6日
期限	3年	0.75年+0.25年
增信安排	无	无
待兑付债券规模	5亿元	5亿元 (含1亿违约债券本金)

	置换前	置换后
债券简称	17华昌01	20华昌置
规模	2.39亿	1.5541亿元
票面利率	8.50%	8.50%
到期日	2020年3月23日	2021年3月23日
期限	2年+1年	1年
增信安排	有	有
待兑付债券规模	2.39亿元	1.5541亿元

	置换前	置换后
债券简称	17瓦房02	20瓦房02
规模	4.0亿	4.0元
票面利率	6.80%	7.50%
到期日	2020年4月13日	2025年4月13日
期限	2年+1年	3年+2年
增信安排	无	无
待兑付债券规模	4.0亿元	4.0亿元

数据来源：中诚信违约数据库，wind

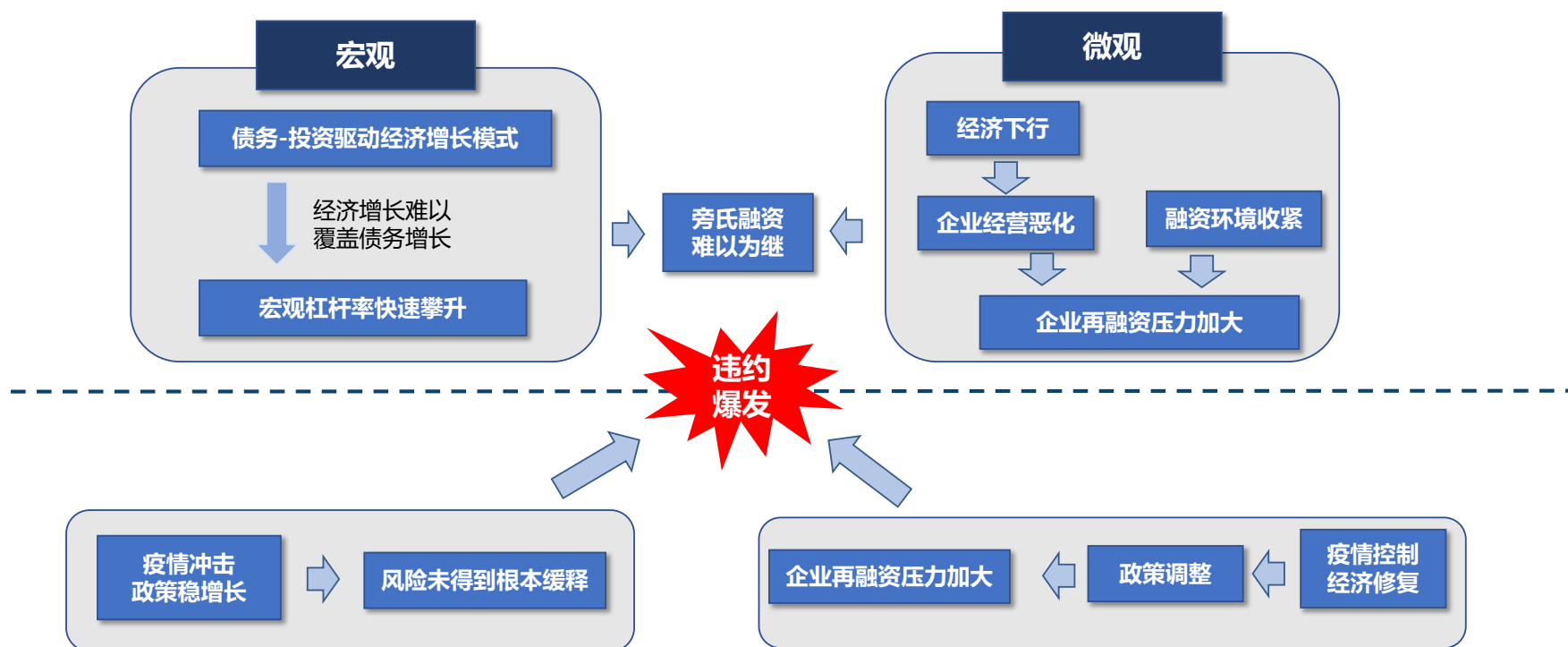
目 录

一、当前债券市场信用风险的表现特征

二、信用风险加快释放的逻辑与原因

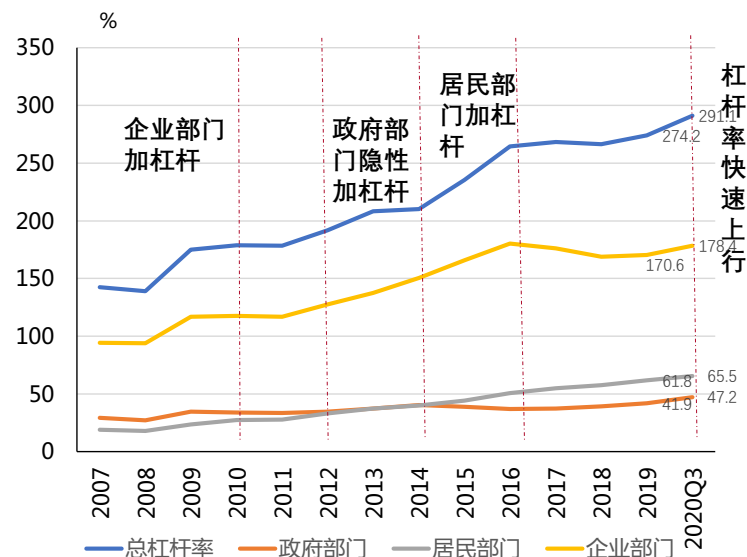
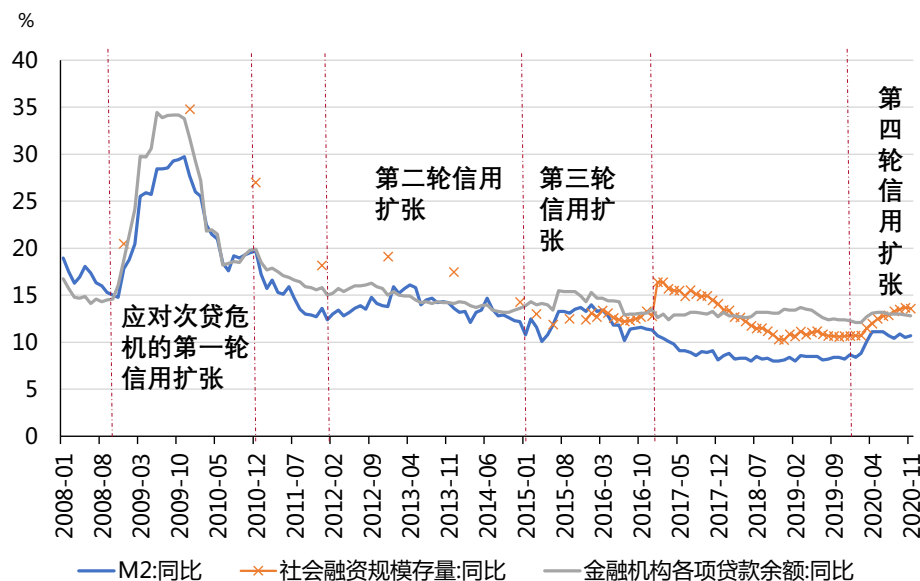
三、转向稳杠杆中信用趋势展望及风险防范

■ 违约的逻辑



■ 多轮信用扩张后债务风险处于高位，疫情冲击宏观杠杆率进一步攀升

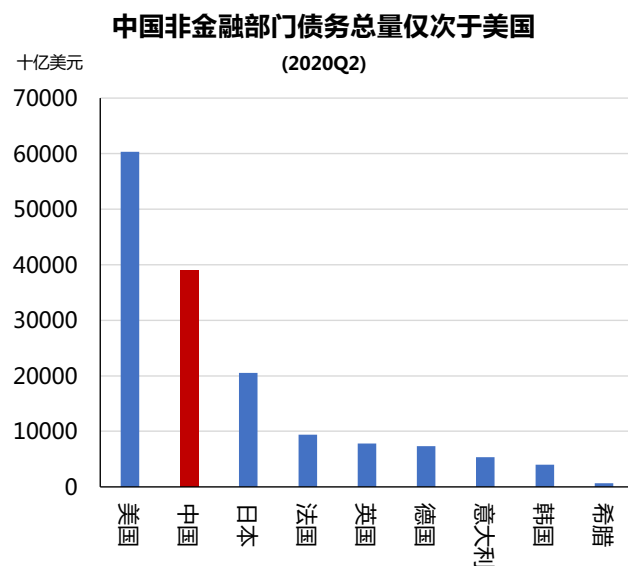
- » 2009-2010年：应对次贷危机的第一轮信用扩张
- » 2012-2014年：以非标融资、影子银行快速膨胀为主的第二轮信用扩张
- » 2015-2016年：以资金流向股市、债市、房地产等金融领域为主要特征的第三轮信用扩张
- » 2020年：疫情冲击下的第四轮信用扩张



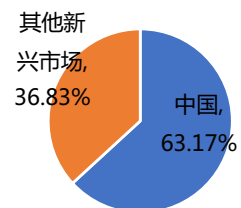
数据来源：wind，中诚信国际宏观债务风险数据库

► 中国债务总量居于全球前列，总杠杆率处于较高水平

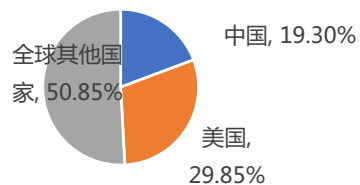
- » 根据BIS的统计，截至2020年二季度，以美元计价的中国非金融部门债务总量位居全球第二，仅低于美国，占全球债务的比重达到19.3%
- » 以中诚信国际测算的宏观杠杆率与其他主要经济体比较，中国的宏观杠杆率也处于较高水平



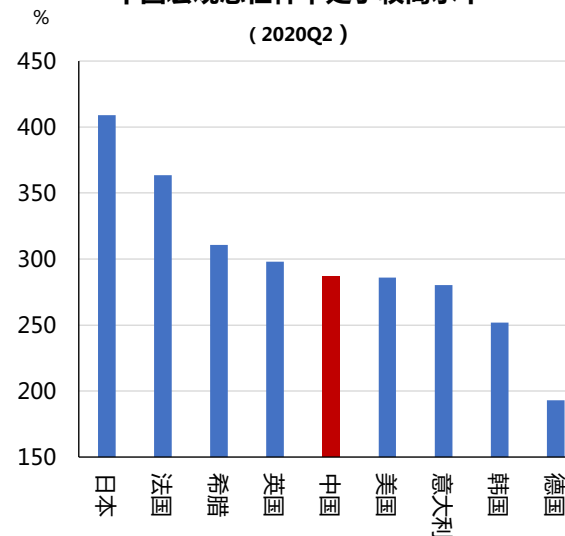
中国债务占新兴市场债务比重
(2020Q2)



中国债务占全球债务比重
(2020Q2)



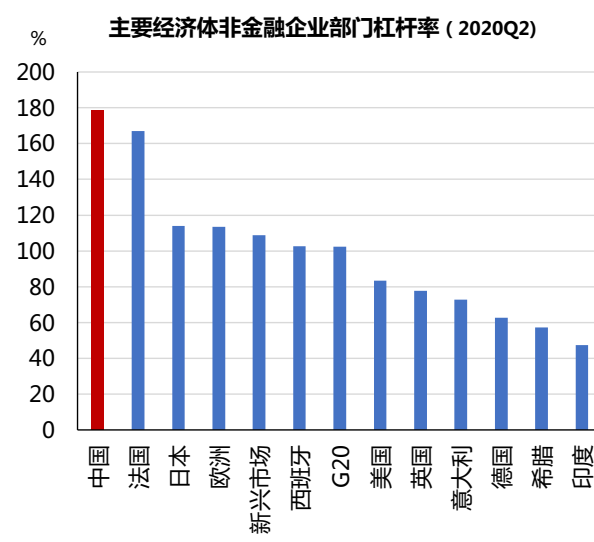
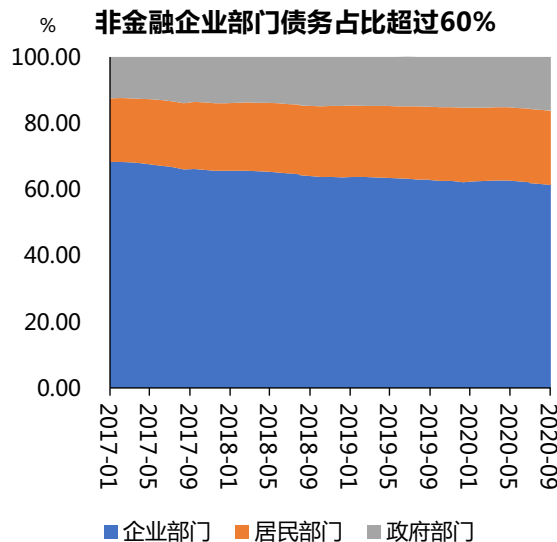
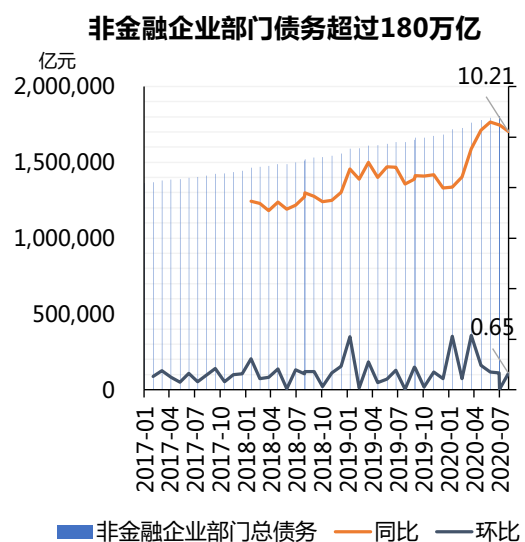
中国宏观总杠杆率处于较高水平
(2020Q2)



备注：本页以美元计价的债务总量数据均来自于BIS；中国杠杆率数据来自中诚信国际，其余来自于BIS

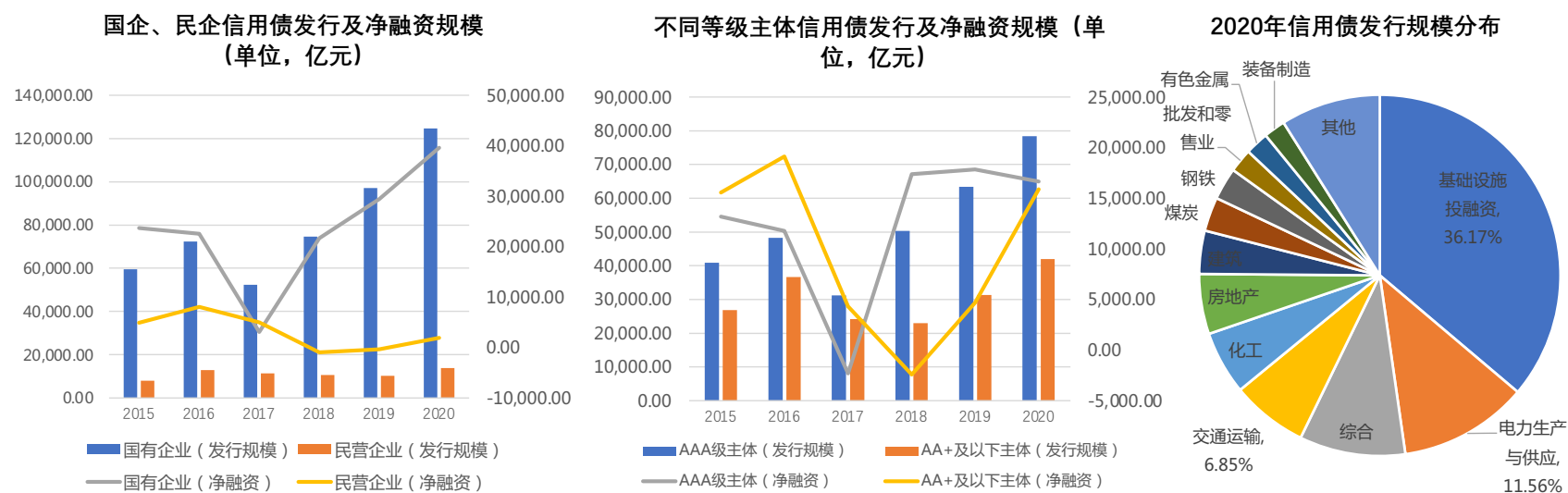
➤ 非金融企业部门债务风险较为突出，杠杆率居世界前列

- » 根据中诚信国际的监测，截至2020年三季度末，非金融企业部门债务达183万亿元，占非金融部门债务比重持续维持在60%以上
- » 截至2020年三季度末，非金融企业部门杠杆率达到178%，位居世界前列



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库，BIS

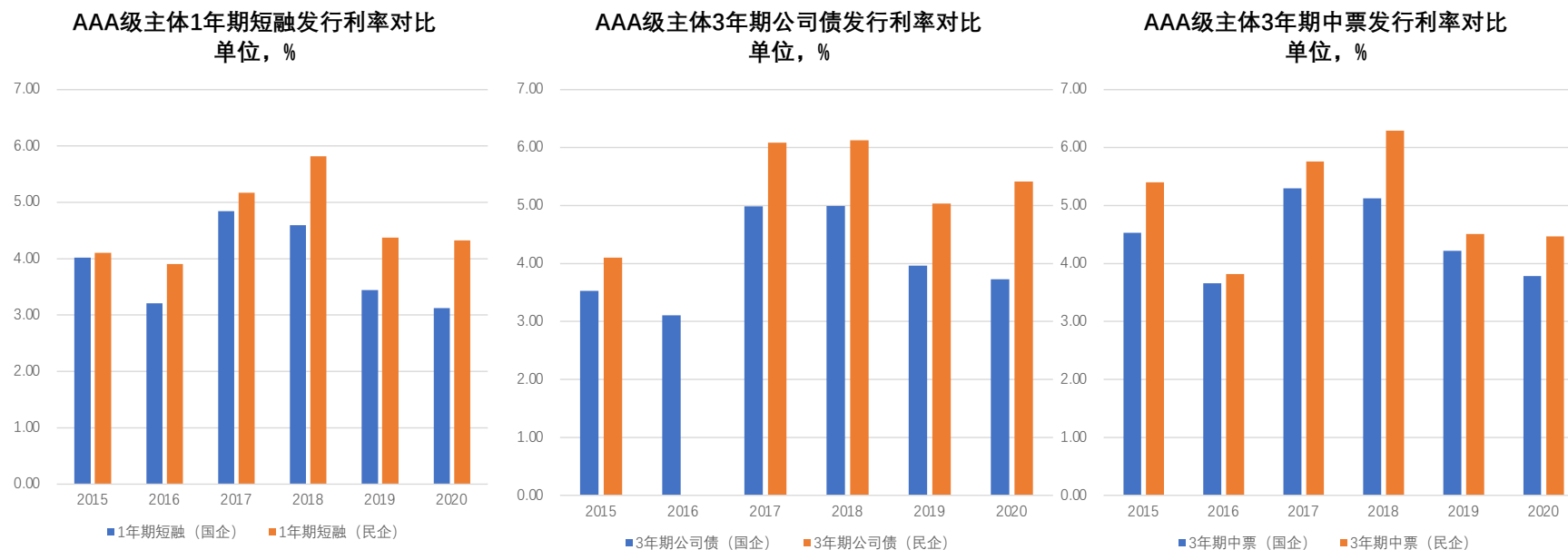
■ 融资结构失衡，新增融资向国企、头部企业集中，宽信用与融资难并存



数据来源：wind，信用债统计口径包括非金融债务融资工具、公司债、企业债、资产支持证券、可转债、可交换债

■ 信用债市场定价存在结构性扭曲，债券市场资源配置功能有提升空间

» 同级别发行主体中，国有企业发行的信用债发行利率持续低于民营企业的发行利率

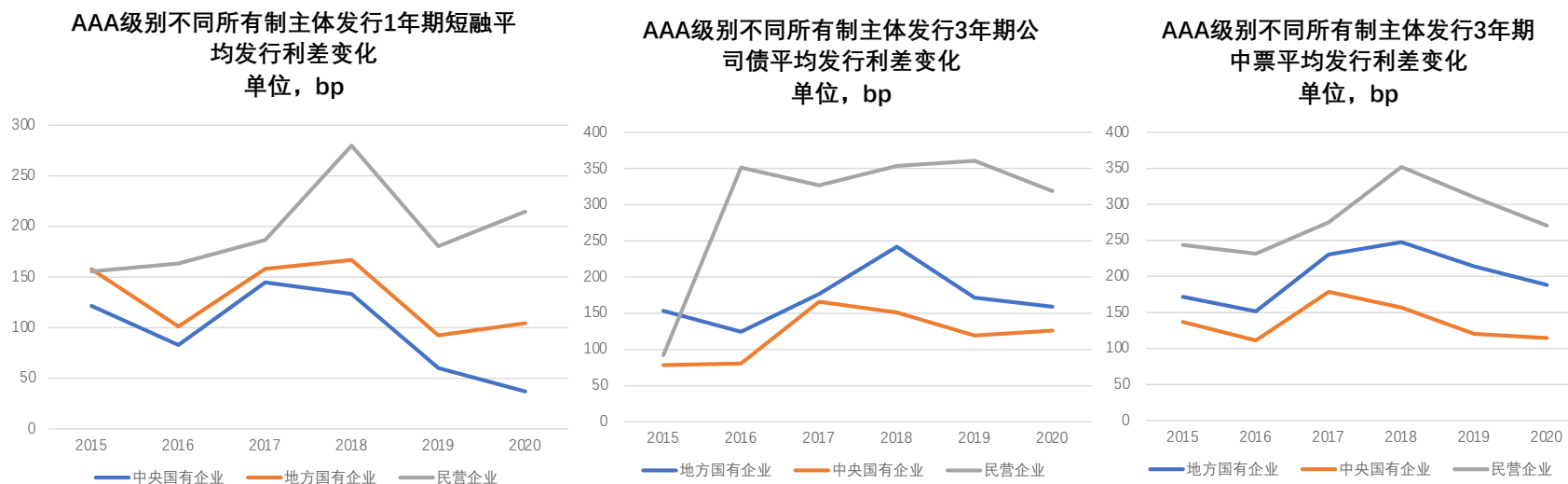


数据来源：wind



➤ 信用债市场定价存在结构性扭曲，债券市场资源配置功能有提升空间

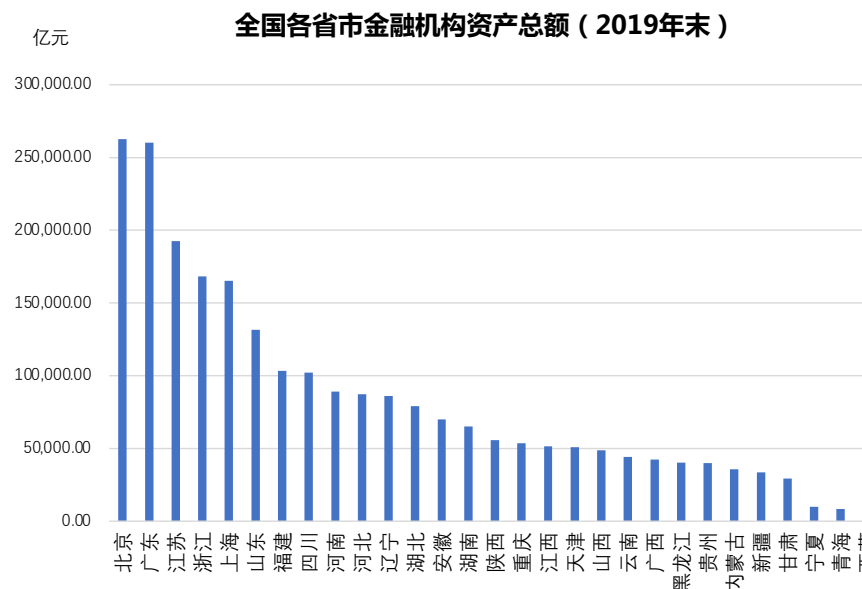
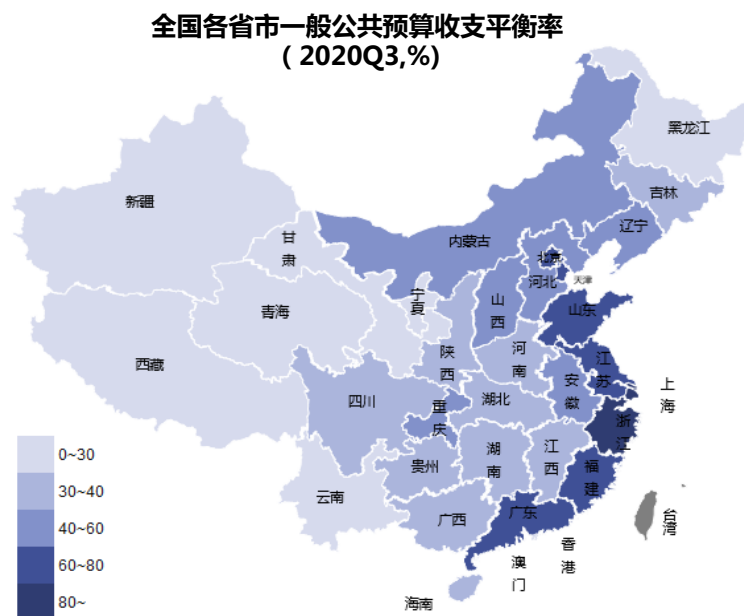
- » 同级别发行主体中，民企发行信用债利差在绝大多数时期高于央企和地方国企，同资质企业中民企信用风险溢价偏高
- » 长期的隐性兜底预期下，不同所有制资源获取难度也不一样，在一定程度说明债券市场“融资功能”大于“资源配置”功能



数据来源：wind

■ 区域发展及市场化认识存在差异，辖区企业的支持能力与支持意愿分化

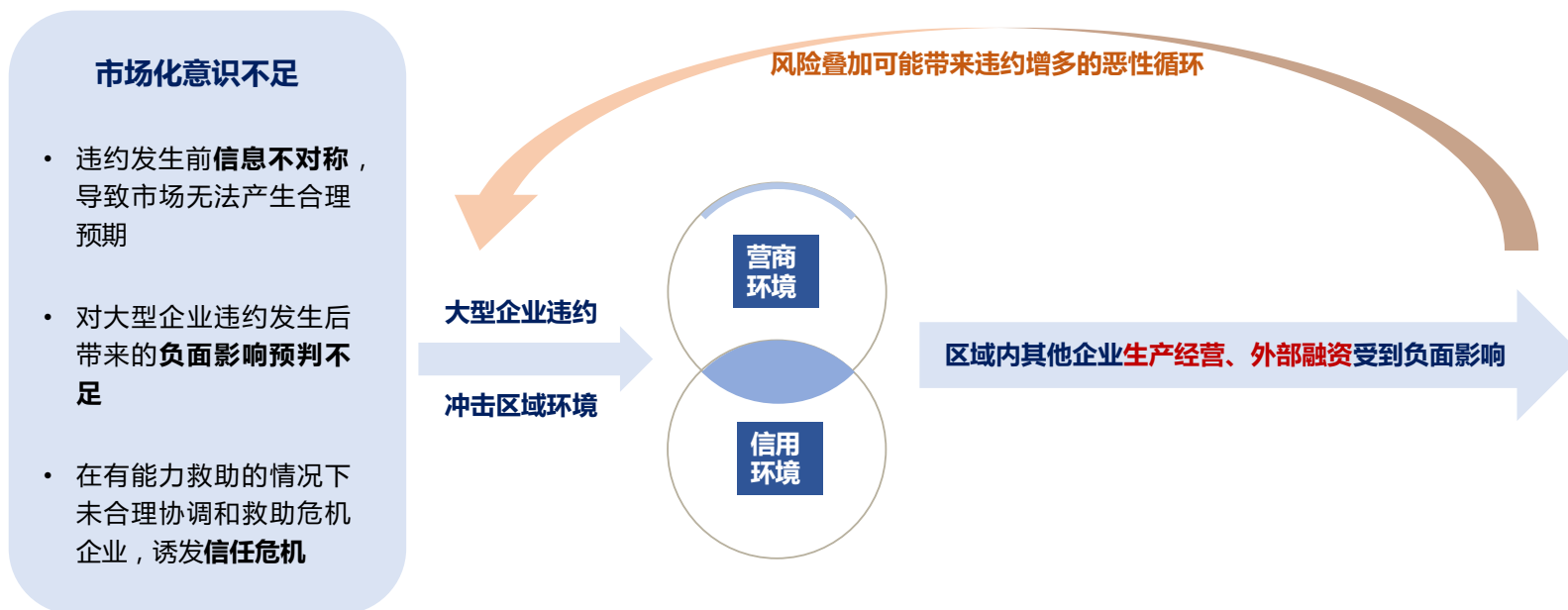
» **救助能力**：不同区域经济发展、财政实力以及可协调的金融资源参差不齐，对区域内企业的支持能力有所分化。



数据来源：wind

➤ 区域发展及市场化意识存在差异，影响发行人或实控人的偿债意愿

- » **救助意愿：**不同地方政府的市场化意识存在差异，若市场化意识不足，在有救助能力的情况下不对危机企业实施救助，可能对区域营商环境和信用环境造成负面冲击



目 录

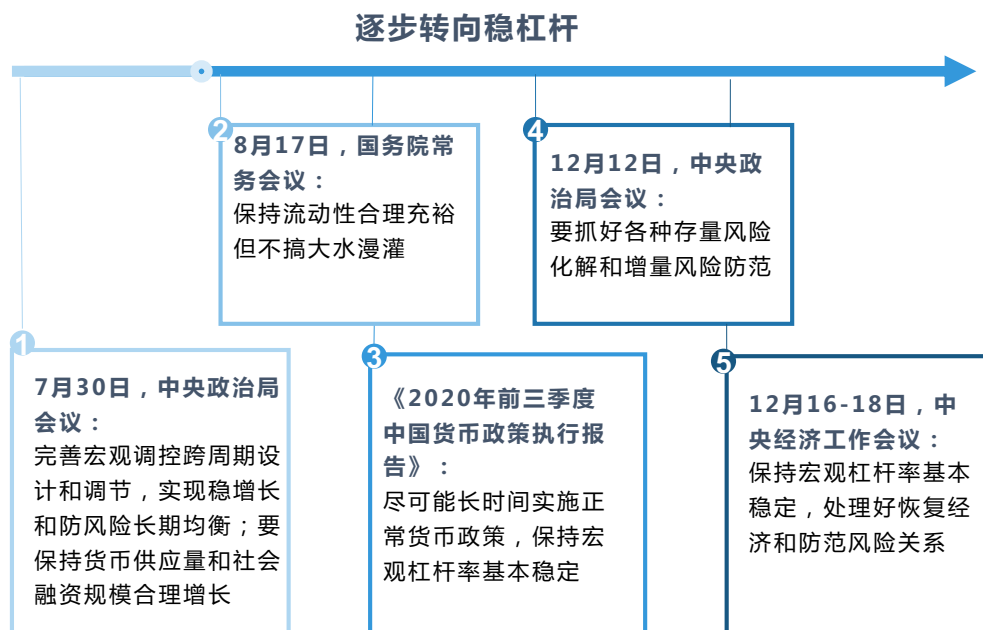
一、当前债券市场信用风险的表现特征

二、信用风险加快释放的逻辑与原因

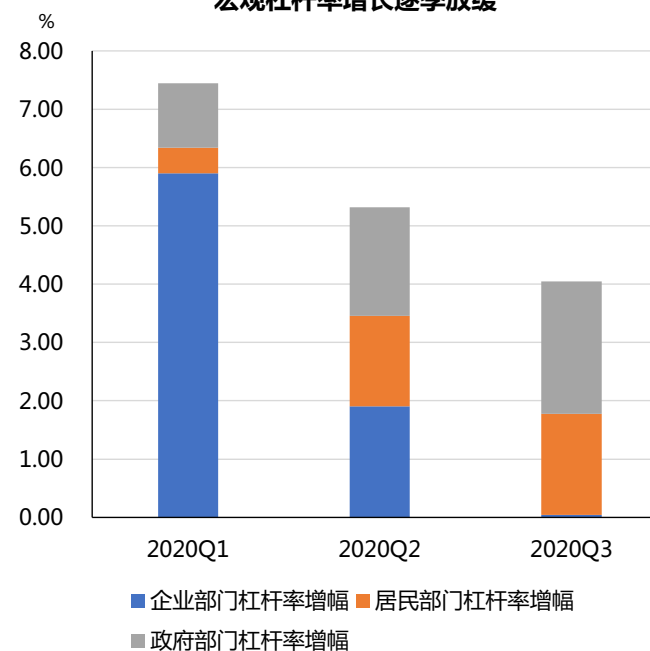
三、转向稳杠杆中信用趋势展望及风险防范

■ 中央经济工作会议定调，宏观政策以稳杠杆为主

» 2020年下半年以来，宏观政策逐步由加杠杆向稳杠杆转变



宏观杠杆率增长逐季放缓



➤ 2021年宏观杠杆率：基本稳定，稳中略升，政府部门或为加杠杆主体

中央经济工作会议

- **宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。**要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效
- 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，**保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定**，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，**完善债券市场法制**

假设明年社融增速降至11%左右，
明年末社融存量约316万亿元



按信用债在社融中占比约9.7%估算，
明年末信用债存量规模或30.6万亿元



按存量信用债占企业部门债务比重以及企业部门债务占非金融部门债务比重，可推算得到明年非金融部门总债务或超过336万亿，若GDP名义增速为10%，对应杠杆率将达到296%

非金融企业部门

- 结合企业部门债务占非金融部门总债务的预计比重（约61%），推算得到明年企业部门债务或超过200万亿，同比增速与今年相当
- 杠杆率或较今年（178%）小幅增加至179%左右

政府部门

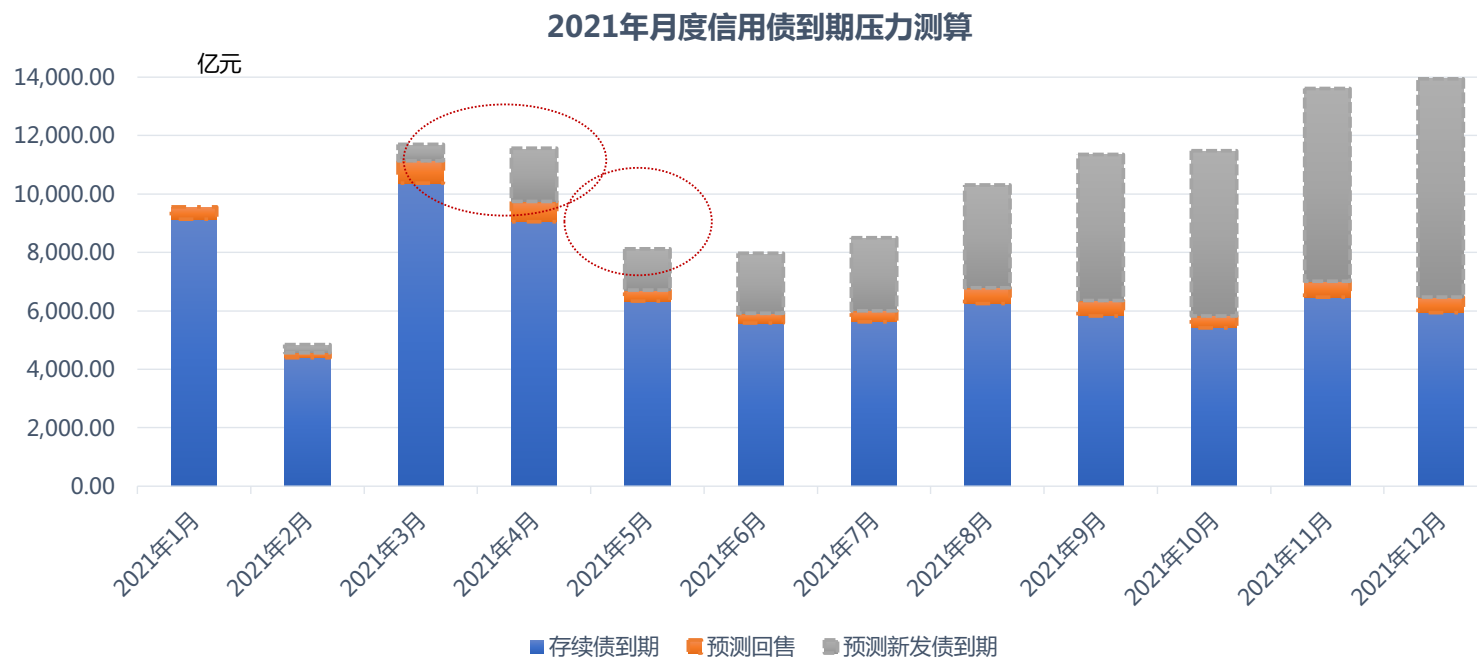
- 以明年3%赤字率为基础估算，2021年国债余额预计增幅2.28万亿元，地方政府新增一般债额度或为1万亿元
- 估算2021年新增专项债额度约3.2万亿元左右
- 考虑到政府外债、政府支持机构债等，政府部门杠杆率或较今年上升1.5个百分点左右

居民部门

- “房住不炒”基调不改，居民部门大幅加杠杆可能性较小
- 2021年居民部门债务估算约为76万亿元左右，杠杆率或较今年小幅上升0.1个百分点至66.8%左右

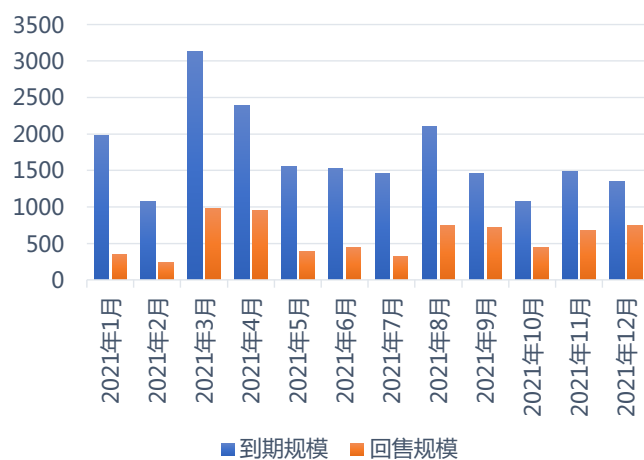
政府部门成为加杠杆主体

■ 融资宽松力度整体不及2020，信用风险仍存在上扬压力，分化或进一步加剧



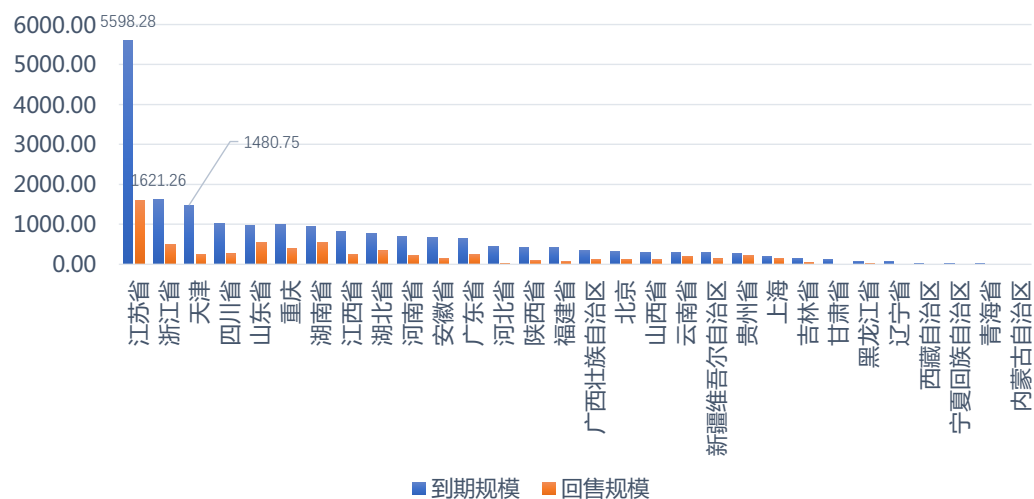
➤ 基投面临较高的再融资压力，结构性风险需进一步关注

亿元 2021年存续基投月度到期及回售情况



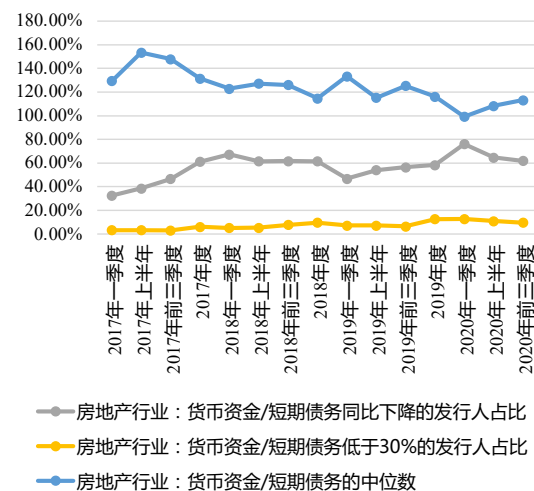
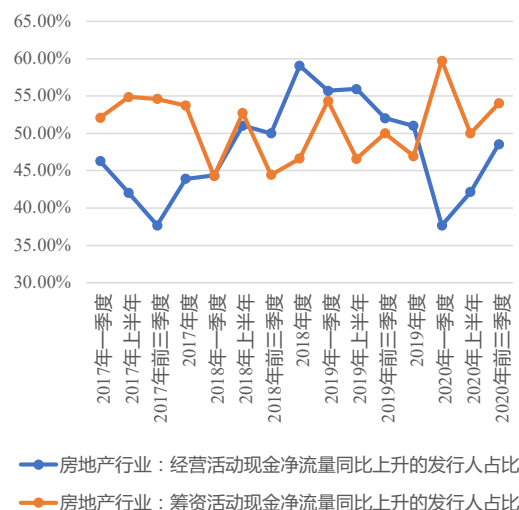
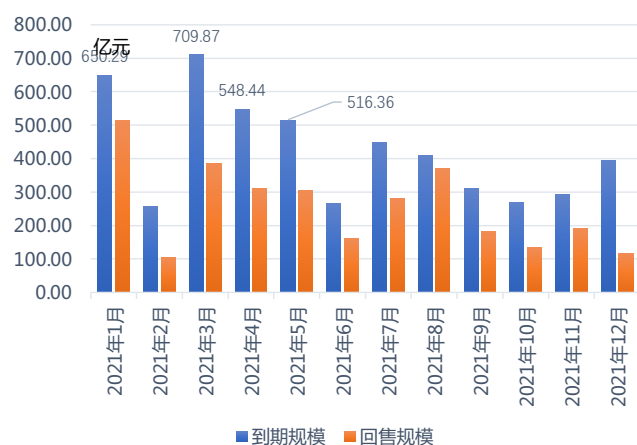
亿元

2021年存续基投到期及回售的区域分布



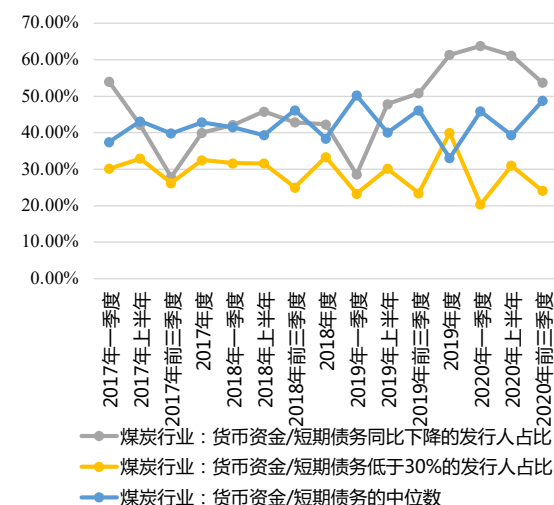
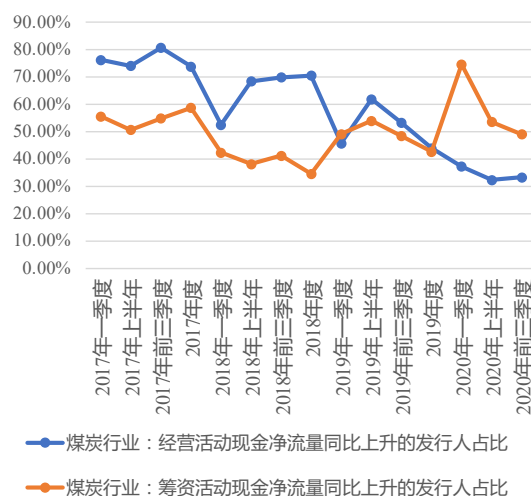
➤ 融资受限，房地产短期偿债压力较大，需关注现金流不佳的房企偿债压力

房地产行业存续债券2021年到期及回售情况



➤ 煤炭行业短期内仍面临现金流恶化风险，关注债务集中到期企业兑付风险

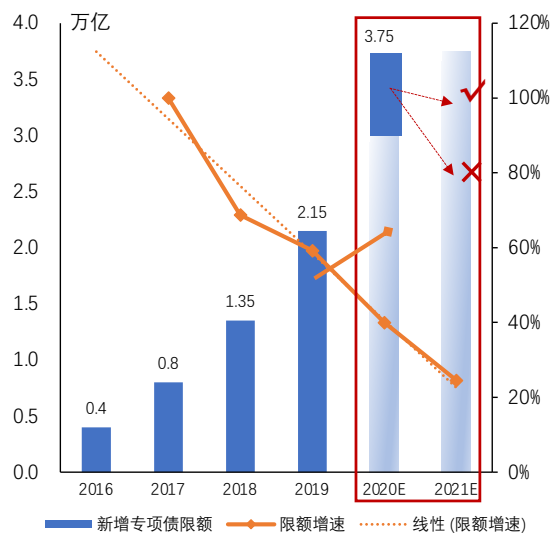
2021年煤炭存续债到期及回售情况



■ 稳增长压力下地方债仍将持续扩容，2021年发行规模或近7万亿

- » 2021年新增地方债额度预测为4.2万亿（新增专项债3.2万亿、新增一般债1万亿），考虑再融资债的发行，地方债发行规模或接近7万亿，2021年底我国地方政府债务余额或升至33万亿

稳增长背景下新增专项债额度不宜大幅下降

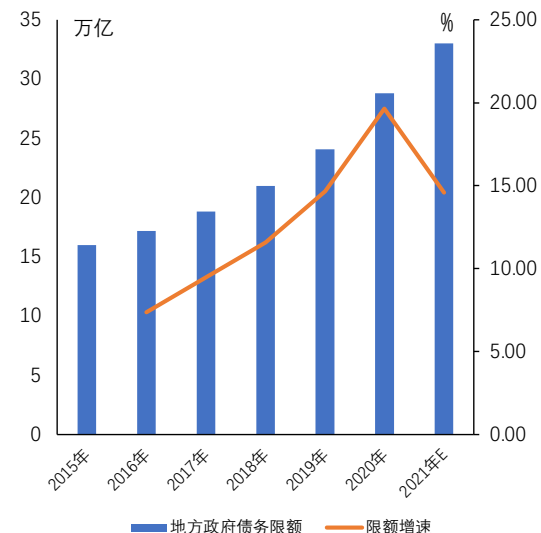


2021年地方债发行规模或接近7万亿

单位 万亿	地方债	一般债	专项债
置换 债券	0-0.19	0-0.19	0-0.19
再融资 债券	2.32	1.35	0.88
新增 债券	4.2	1.0	3.2
总计	6.5-6.7	2.4-2.5	4.1-4.3

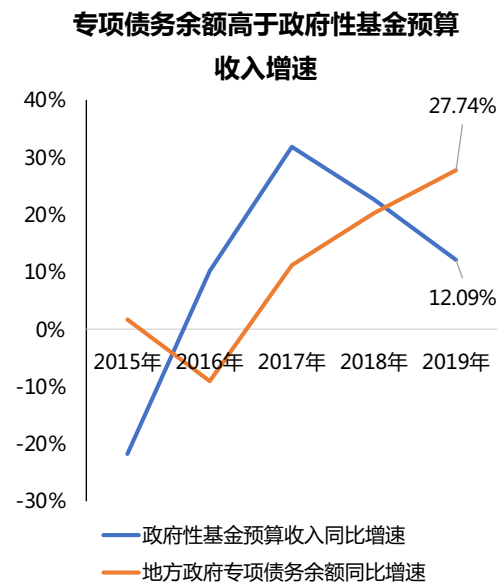
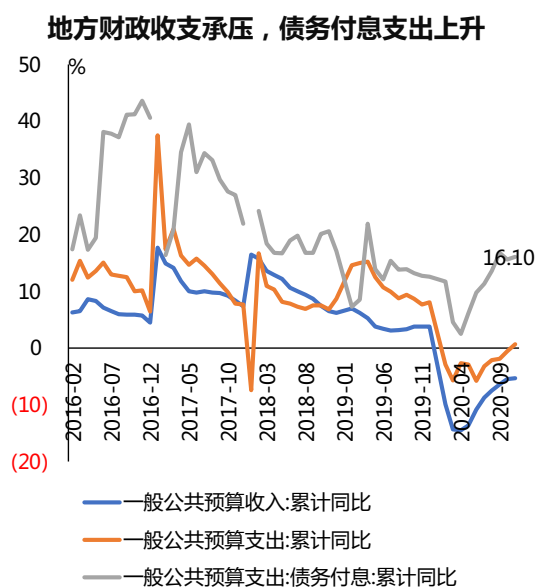
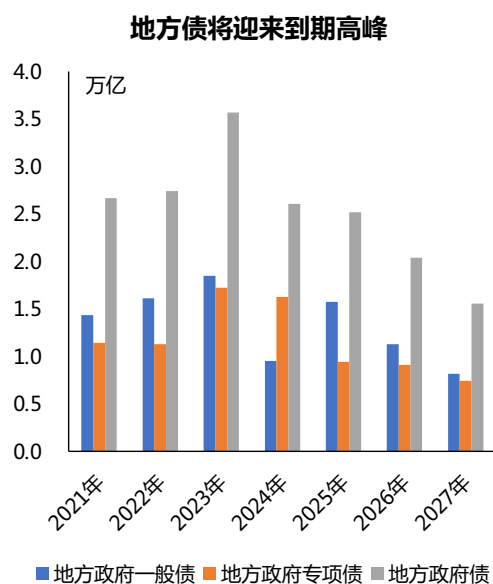
注：
置换债规模参照财政部公布的非政府债券形式的存量政府债务规模；再融资债规模按明年地方债到期量及今年地方债借新还旧比例估算（借新还旧比例为今年再融资地方债与地方债到期规模的比值）

地方政府债务规模仍将持续增长



➤ 地方政府仍面临财政收支矛盾加剧、化债及防范新增压力

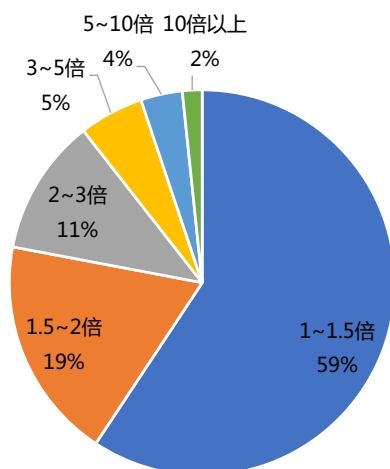
- » 2021-2023年地方债将迎来到期高峰，2023年到期规模将超3.5万亿
- » 地方政府财政收支仍然承压，较高的偿债付息规模将进一步加剧当前地方财政压力



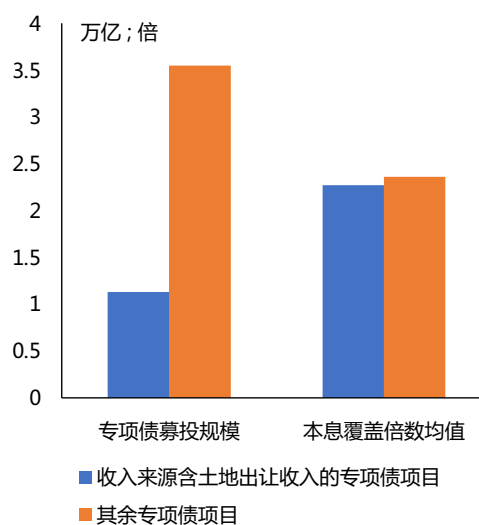
➤ 地方政府仍面临财政收支矛盾加剧、化债及防范新增压力

» 专项债项目收益测算存在假设条件、测算标准等方面的问题，部分项目偿还仍需依赖土地出让收入或再融资滚动

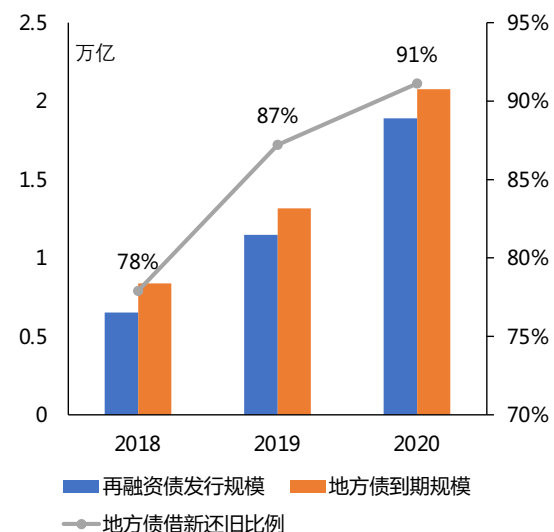
专项债项目本息覆盖倍数分布



近1/4专项债投向土地偿还类项目



地方债到期借新还旧比例上升



■ 构建双循环发展新格局下，仍需注重防范化解存量及增量债务风险

✓ 要抓好各种
存量风险化
解和增量风
险防范

12月12日，
中央政治局会议

✓ 要办好自己的事，坚持底线
思维，提高风险预见预判能
力，严密防范各种风险挑战

✓ 保持宏观杠杆率基本稳定，处理
好恢复经济和防范风险关系

12月16-18日，
中央经济工作会议

宏观政策“不
急转弯”，加
强货币、财政
政策协调

摆正观念，风
险释放将是常
态，要有预期
与心理准备



建立健全多层
次的资本市场，
提高债券市场
韧性

完善债券市场
的基础性制度，
结合风险变化
趋势进一步健
全投资者保护
机制

➤ 宏观政策“不急转弯”，加强政策协调

财政政策

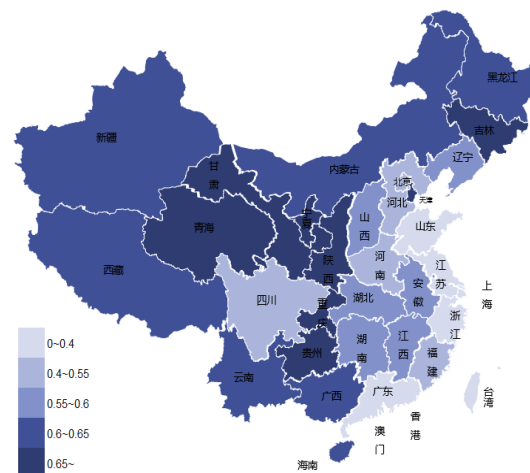


货币政策

- ✓ 注意财政政策和货币政策时间序列上的协同，充分发挥两大政策的合力
- ✓ 防控财政风险和金融风险，以及财政金融之间的风险传染
- ✓ 增强财政货币政策的针对性和时效性

通过持续稳增长和一定杠杆水平下的债务滚动来进一步缓释和化解风险

» 区域财力分化下隐性债务化解依然是政府债务关注之重

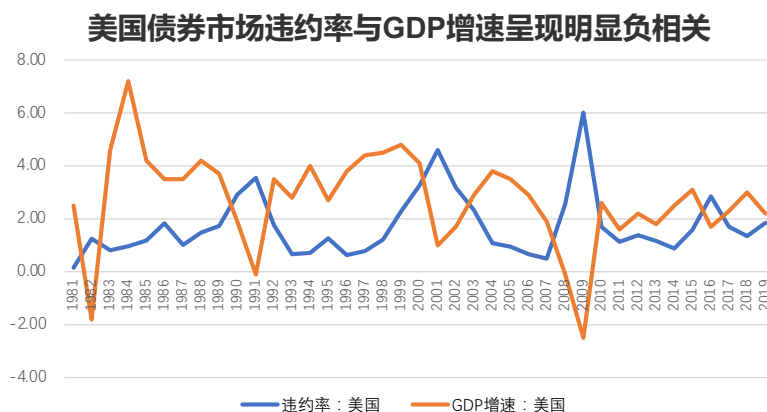


中诚信国际AHP地方政府债务风险指数---隐性债务口径 (2020E)

➤ 摆正观念，风险释放将成为常态，需合理引导市场预期

截至2020年末，中国债券市场存量规模已经达到114.3万亿元（17.52万亿美元），仅次于美国，成为全球第二大债券市场，但违约规模及违约率均远低于美国。

借鉴美国债券市场发展历程，债券市场违约率与GDP增速呈现明显负相关，伴随我国经济增速换挡，风险释放将随之加速，**未来需摆正观念，迎接债市风险释放常态**



数据来源：Wind, 标普

优化市场定价机制，引导资源合理配置

结合市场化改革进展，引导市场信用评估框架与逻辑调整，优化定价机制，提高债券市场的资源配置效率

坚持市场化、法制化原则，重塑债市信仰

持续提升市场化、法制化、透明化水平，优化债券市场顶层设计，加强制度建设，重塑债市信仰

做好债市预期管理，引导风险有序释放

加强市场各方对债务风险的管理协同，在充分沟通的基础上，合理引导市场预期，避免超预期信用事件引发市场剧烈波动

➤ 健全多层次的资本市场，提高债券市场韧性

完善更具包容性适应性的 多层次资本市场体系

- ✓ 坚持突出特色，错位发展，完善各市场板块的差异化定位和相关制度安排
- ✓ 逐完善各资本市场的进入退出机制，实现“有进有出”
- ✓ 理顺和完善股权在市场各层次之间的流通和转移机制
- ✓ 提高各层次市场的活跃度和流动性

增强债券市场韧性 提高服务实体经济能力

- ✓ 采取有效逆周期调节措施，平滑债券发行结构分化问题：国企融资占比偏高，民企融资占比偏低，等等
- ✓ 增强债券市场发展与实体经济增长的适配度，降低地方债及融资平台发行对实体经济融资的挤出效应
- ✓ 加大对债券市场参与各方违法违规行为的监管和处罚力度，培育市场信用、增强投资人信心

完善信用市场结构 发展信用衍生品市场

- ✓ 发展高收益债市场，为民营企业和低评级企业发行债券提供支持
- ✓ 丰富市场参与主体，培育多元化、合格的参与主体结构
- ✓ 完善相应制度，丰富CDS等信用风险对冲产品

推进金融对外开放 提升金融国际竞争力

- ✓ 人民币资产吸引力持续上升，持续完善境内外市场互联互通机制
- ✓ 参与国际金融治理，提高开放环境下资本市场活力
- ✓ 完善与全面开放相适应的风险防控体系
- ✓ 审慎推进人民币国际化

➤ 完善债券市场的基础性制度，结合风险变化趋势进一步健全投资者保护机制

推动市场化、法治化债券违约处置

- ✓ 继续推动**打破刚兑**，债券违约要符合市场逻辑，绝不是给各种“信仰”背书
- ✓ **严惩**通过转移资产、挪用资金等方式**恶意逃废债**的行为
- ✓ 统一债券违约处置的程序原则，明确市场参与主体履职责任，推动统一执法协同合作，加大对违法违规行为的处罚力度
- ✓ 创新市场化债券违约处置工具，通过市场化方式化解违约风险，为短期流动性困难的发行主体持续经营提供可能

完善投资者保护机制

- ✓ **完善持有人会议制度**
 - 持有人会议决议对全体债券持有人具有相同约束力，但其对发行人是否具有约束力，现行规定并未提及，**应在募集说明书中明确约定发行人的约束安排**
 - 中小投资者异议机制仍处于缺位状态，**应允许投资者针对持有人会议决议提出异议**，若决议结果有失公允，法院可判定决议无效
- ✓ **加强信息披露制度建设**
 - 推动加强债券存续期信息披露的管理
 - 开展对发行人信息披露相关的培训
 - 强化投资者对发行人和主承销商的行为约束

完善投资者保护条款及其应用

- ✓ **增补新的投资者保护条款**
 - 对企业集团内部关联担保设置事件约束类条款
 - 对上市公司股权被质押比例设置事件约束类条款
 - 对上市公司股价波动设置指标维持类条款
- ✓ **调整现有的投资者保护条款**：取消个别触发情形统一划线标准，根据发行人情况灵活调整触发条件
- ✓ **加大投资者保护条款的应用**
 - 加大事先约束类条款中细化条款的使用
 - 加大对控制权变更条款的使用
 - 加大事先承诺条款中的无保留审计意见承诺条款的使用



聚焦“宏观稳杠杆下的中国信用风险表现、趋势及防范”，CMF 专题报告 发布

2021 年 1 月 7 日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 21 期）于线上举行。百度 APP、新浪财经、网易财经、凤凰网财经、搜狐财经、《财经》、和讯财经、WIND、每日经济新闻、中国网等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数近 140 万人次。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛(CMF)联席主席杨瑞龙主持，聚焦“宏观稳杠杆下的中国信用风险表现、趋势及防范”，知名经济学家杨再平、林采宜、伍戈、程实、袁海霞联合解析。

论坛第一单元，中国宏观经济论坛（CMF）主要成员，中诚信国际信用评级有限责任公司研究院副院长袁海霞代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三方面展开：

- 一、当前债券市场信用风险的表现特征；
- 二、信用风险加快释放的逻辑与原因；
- 三、转向稳杠杆中信用趋势展望及风险防范。

首先，当前我国债券市场信用风险体现出以下四大特征。第一，国企违约增多尤其是大型国企超预期违约动摇国企信仰。2020 年公开债券市场上发生违约的主体达到十家，违约规模超过 500 亿，在整体违约存量占比中超过 50%，达到了 2015 年以来新高。债券市场国企违约给一二级市场带来了负面影响，尤其是大型国企、AAA 级国企在前期地方政府已经释放出积极偿还债务信号的背景下依然违约，这对信用市场形成了不小的冲击。从一级市场上可以看到，9、10 月份在天房、华晨和永煤发生违约时，当月市场上的取消发行规模明显增加；与此同时，二级市场信用债的波动也在加大，并且伴有向上走的趋势。除此之外，地方国企的超预期违约对相应区域和行业内发行人的债券融资形成明显的负面冲击，这一情况同样反映在对于区域和行业信用利差上。2020 年 11 月永煤和紫光发生违约，全国各省市基础设施行业的信用利差都比之前有不同程度的走扩，其中河南省城投债券平均信用利差扩张幅度超过了 20bp。在行业方面，钢铁和煤炭行

业受影响明显，信用利差持续维持高位并出现扩张。这些超预期事件引发了市场对相关企业偿债意愿的质疑，在冲击信用市场的同时，也强烈冲击着债券从业人员和信用分析人员对信用分析框架的调整和再思考。

第二，违约从集中于周期性及过剩产能行业转向为行业分布较为分散。自 2014 年第一轮违约以来，信用风险释放可以分为 2014-2016 年以及 2018-2020 年两轮。在第一轮违约释放中，企业主体主要集中在装备制造、煤炭行业、钢铁等周期性和产能过剩行业；自 2018 年以来的风险释放中，主体占比超过 10% 的行业只有综合和房地产。规模方面，第一轮违约潮中周期性和产能过剩行业违约规模占总体违约规模的比重超过 75%；第二轮除了综合和批发零售超过 10%，其他行业都在 8% 以下，相对比较分散。

第三，违约区域分布与存续债券规模及区域财政经济实力相关。从违约主体区域分布上看，北京、上海、浙江、江苏等地的违约规模和违约主体较多，原因在于这些省份作为债券市场中的融资大户，新发债和存量规模都相对较大。从违约规模占存续期比例的余额来看，除了上述区域外，辽宁、海南、青海的这一比例都超过了 10%，与区域风险的分布情况非常一致。除此之外，部分区域违约规模偏大的同时，银行不良贷款率也偏高，需重点关注。例如辽宁地区不良贷款率逐年提升，至 2019 年，不良贷款率达到 4.6%；山东、天津、河北等地的不良贷款率也偏高。

第四，违约风险相对趋缓，随着融资环境变化 2020 年内呈现先抑后扬特征。2020 年全年新增违约主体数、违约债券指数和违约规模都比 2019 年呈现回落趋势；全年违约率、全市场计算违约率是 0.68，比 2019 年有所回落。这与 2020 年对冲疫情的宽信用政策对风险的缓释作用明显有关，但随着下半年宽信用政策边际略微收紧，违约的新增主体数量比上半年有了一定的攀升。

其次，报告论述了信用风险加快释放的逻辑与原因。从 2020 年下半年以来信用风险演变趋势来看，我们得出一个观点，整体信用风险呈现一定程度加快释放的趋势，它其实同债务违约的逻辑一致：宏观上，在债务投资驱动经济增长模式下，一方面杠杆率快速攀升，但在经济下行周期下经济增长对债务本息覆盖能力趋弱。微观表现上，实际经济主体随着经济下行，财务及现金流对债务覆盖能力弱化，叠加融资环境变化，企业再融资压力进一步加大。

2020 年下半年随着宽信用政策的边际收紧，企业再融资压力进一步加大。反映在

经济运行中就是原来一些对冲性融资行为和投资性融资行为转化为旁氏融资行为，越来越多的旁氏融资出现就不可避免地带来违约的发生以及信用风险的加快暴露。

从影响信用风险加快释放的原因来讲，主要有四点：第一点也是最为重要的一点，在疫情冲击下，我国宏观杠杆率进一步攀升，债务风险处于高位。目前我国债务总量占全球债务比重接近 20%，在新兴市场国家中占比超过 60%，整体杠杆率处于新兴市场国家的前列。第二，债务结构对应到前端的融资结构失衡，尤其是债券市场融资结构的失衡也是一大重要原因。债券市场中新增融资向国企和头部企业集中，导致实际经济中出现宽信用和融资难并存的局面。第三，整体信用债市场定价也存在一定结构性扭曲。发行成本和风险溢价的差异说明了在长期隐性兜底预期下，债券市场上对不同所有制企业的待遇存在差异，各类企业融资难度也存在差异，这在一定程度上说明了债券市场融资功能大于它的资源配置功能。第四，区域经济发展和市场化水平的差异导致对辖区内企业支持能力和支持意愿的分化，这也是当前信用风险加快释放的重要原因。

最后，报告对转向稳杠杆中信用趋势展望及风险防范进行了分析。

中央经济会议强调宏观政策以稳杠杆为主。2020 年下半年以来，多次会议表明要抓好各种存量风险的化解和增量风险的防范，处理好恢复经济增长和防范风险的关系。同时，也是不搞大水漫灌，尽可能保持政策的稳定性、可持续性和连续性。考虑到保证货币供应量、社会融资增速和民营经济增长相匹配、保证杠杆的稳定，预计 2021 年经济数据好于 2020 年，实际增速在 7%-8%，名义经济增长在 10%左右；社融增速从当前的 13%降到 11%左右；2021 年债务规模在 336 万亿左右。

对于信用风险而言，融资力度和信用环境相对 2020 年边际收紧，整体信用风险可能将进一步上扬，并且分化会进一步加剧。信用债方面需要重点关注的行业包括基础设施投融资行业、房地产行业和煤炭行业，尤其是尾部和中小企业的风险需要大家进一步关注。除了这些重点行业外，地方政府债务压力也比较明显。随着债务规模进一步攀升，未来三年将迎来地方政府债券债务偿付规模的高峰期。在这一背景下，地方政府债务合理的滚动途径是发行地方政府债券，更多依托于项目收益专项债。

在新的发展格局下，存量债务的化解和增量债务风险防范，从内循环角度可以有四方面作为：一是延续严格实施中央经济会议的定调，宏观政策不急转弯，加强财政和货币政策的协调性。二是要摆正观念，随着我国进入经济增速换挡期，未来债券市场风险

释放将成为常态，我们需要做的是引导风险有序释放。三是建立健全多层次资本市场，提高债券市场韧性。采取有效的逆周期调解措施，平滑债券发行结构的分化，增强对实体经济支持的力度；同时对债券市场各方参与的主体中有违法违规的行为要进行严格的监管和处罚，增强投资人信心；要进一步完善和发展当前的高收益债市场，为民营企业 and 低评级企业发行债券提供支持。四是要进一步完善债券市场的基础性制度，法治化、市场化、透明化地推进债券违约的处置，完善投资者保护机制。

论坛第二单元，与会嘉宾发表了精彩演讲。

首先，与会嘉宾就“当前中国信用风险表现及未来走势和特点”展开讨论。

长江证券首席经济学家、总裁助理伍戈表示，中国宏观杠杆率与外需之间存在正向关系，而我们对于杠杆率的观察最重要的是看增速，而不是绝对水平。如果美国增加杠杆，或者我国出口情况良好，那么我国外需不需要房地产和基建的大量刺激，这种情况下我国杠杆率就会下降。目前国内对 2021 外需的预测是处于高位，这种情况下宏观杠杆率也会处于下行趋势。在经济上行期，债券违约风险、商业银行的不良率总体都是下降的。在地域方面，新冠疫情加大了区域财政间的差异，沿海地区受益于出口和外需拉动，信用风险将会下降；而内陆及东北地区与上述地区差距加大。总体而言，2021 年信用风险在经济上行期和外需向好的背景下会有所降低；区域性信用风险取决于政府能否有序打破刚兑特别是做好对城投信仰的处置，但总体经济上行为我国进行信用风险改革提供了有利的窗口期。

中国金融学会副秘书长杨再平认为维持一定的经济增长率需要适当的流动性支持或宏观政策支持。按照对金融数据的观察，一般 M2 略等于经济增长加通胀再加两个百分点，这样估计 M2 还是要增长 12%左右，社会融资也会维持 11%左右的增长，这种情况下宏观杠杆率还会出现一定上升。

基于这一判断，一方面是未来信用债可能还会迎来违约高峰。另一方面，出于支持经济的考虑，银行不良资产率在过去有所提升。尤其是去年超常规政策的投放导致了一定的风险暴露，2020 年银行不良资产率接近 2%，不良资产总量接近 3 万亿，达到近十年新高。按照国际惯例，银行不良资产率在 3%左右仍处于可控范围，但仍然需要采取一定的管控措施。

中国首席经济学家论坛研究院副院长林采宜指出，整体上我国债券市场都是以保刚

兑付作为债券市场的长期信仰，这也使得中国债券市场累计了大量应该暴露但没有暴露的信用风险。2021 年信用债市场风险的大小并不取决于现有的债务存量以及宏观杠杆率的扩张与否，而是取决于明年会有多少暴露出来。所以在某种意义上，2020 年的信用债问题是长期累计下来的一些问题的暴露。进一步讲，暴露的多少又取决于有关部门处理这些债务的指导思想。信用债市场风险不能加快释放，应该做到有控制、有节奏地释放风险。刚兑不能维持，这将会给市场的可持续发展埋下隐患。另一方面，要改变对信用风险的看法，保证信用利差要能够反映信用风险，从而在不发生系统性风险的情况下推动信用债市场往健康增长的方向发展。

工银国际首席经济学家程实认为信用风险、债务风险和经济增长之间存在滞后的负相关关系，并且滞后时间一般为两到三个季度。2021 年经济增长体现出强反弹与弱复苏的结合，这也给今年我国信用风险问题带来一定的复杂性。所谓强反弹，是指相较于 2020 年，2021 年的经济增长将会出现非常明显的反弹，但是以 2019 年为基数，则会发现 2021 年的复苏是非常弱的。所以 2021 年的债务风险和信用风险相较于 2020 年会有小幅边际改善，但相较于疫情前其集中释放的特征非常明显。在这种情况下，需要关注市场流动性、固收类公募资金净值波动状况以及信用风险的结构性分化三个方面。

对于中国是否进入债务处置的周期阶段，程实认为这个问题需要从动态的角度去理解。债务问题类似骑自行车，需要在运动中保持平衡和稳定。任何一个债务问题都不可能是单纯的债务积累阶段的问题或者是单纯债务去除阶段的问题，而是在这两种因素兼有情况下的一种平衡性问题。从动态视角看，中国已经进入到债务处置周期阶段。但从节奏看，这种处置是一种渐进式的债务消化，而非一次性债务出清，更不会导致明斯基时刻和债务通缩。从这一点看，2021 年保障政策主线平稳运行还是非常关键的，宏观杠杆率走势应该不会出现急转弯。

对于如何防范和化解债务风险、守住爆发系统性金融风险的底线的问题，各位嘉宾依次发表高见。

伍戈认为对这一问题需要从三方面采取相关措施：一方面要正本清源，理顺国内以政府为主的各类债务主体的关系。目前我国最主要的债务主体是非金融企业，其中一个很重要的原因在于我国大量的非金融企业对标的是城投公司，具备一定的准政府性质的融资功能。这也使得我国非金融企业债务颇高，而政府债务相对较低。政府很多的公共

行为和准公共行为要回归本质，如果投资标的为公共产品，就不应该用过于市场化的方式来融资。另一方面，市场参与也十分关键。以四大资产管理公司为例，在完成银行不良资产处理的同时，各公司的经济效益也有明显的提升，这也吸引了一些海外投资者的关注。未来要进一步进入市场机制，对ABS、市场置换等领域进行拓展，从而更好地吸引投资者。最后一点就是不同所有制企业发债成本应做到统一，这一从改革开放初期困扰我们至今的问题需要有更深层次的解答。

杨再平表示对于防范系统性债务风险，应处理好“八大关系”。第一，要处理好宏观稳杠杆和必要流动性供给的关系。面对将近300%的杠杆率，我们在稳杠杆的同时必须要保证一定的流动性。第二，处理好信贷投放和信用风险管控的关系。信贷投放就一定会有风险暴露，也会带来风险敞口，只有同步推出相应的信用风险管控措施，才能使得两者达成平衡。第三，在对企业进行救助的过程中要进行甄别，评估出必救可救企业，对于僵尸企业则可以拒绝贷款。第四，降低融资成本的同时做到融资成本差别化。面对低效率、高成本、高风险的一些融资对象，应该把价格拉开，这样就有利于市场出清。第五，要处理好去刚性兑付和硬性约束之间的关系。第六，存量风险和增量风险的处置应有所区别。存量风险要妥善处置、善后和止损，但中间的重点是防范增量风险上，每笔资金都要满足有效贷款和有效融资需求。第七，加强道德风险的严防，借助征信审核机制、大数据以及云计算等技术对贷款人、融资对象进行风险识别。第八，从长远角度看要处理好信用债券融资和直接股权融资的关系。

林采宜提出五点建议：第一，从制度层面入手完善信用定价体系，使得信用风险能够在信用溢价里充分体现出来，建立债券市场自身的价格和风险的匹配消化机制。第二，强化对评级机构的管理，落实评级机构的责任、义务和行业地位。第三，加强信用债使用过程中的信息披露，信息披露的质量一方面要靠政策法规约束，另一方面也要靠中介机构和发债机构的执行。第四，破产制度的执行应该更加严格，不能让破产成为逃废债的手段。第五，应该从法律上将恶意逃废债纳入欺诈管理，从司法角度规避道德风险。

程实首先介绍了从债务风险上升到系统性风险的三个原因：第一，在处置债务风险过程中，单一政策造成了其他风险的形成，也就是经济学中的米德冲突。第二，整个金融体系在债务风险处置过程中的信心出现问题，导致整个资金融通体系出现了比较大的负面状况。第三，由于制度的建设没有跟上，导致按下葫芦起了瓢，使得信用风险的处

置难以达到长期的动态均衡。

从以上三个原因出发可以得到三点建议：一是做好政策搭配，在处置债务风险时多管齐下，保障稳健的财政政策、灵活适度的货币政策和指向明确的转移支付政策共同解决一个整体性的问题。二是巩固市场信心，这需要维持一定的经济增速，通过高质量的经济发展来增强市场信心。三是加强制度建设，完善我国风险监管和应对的体制机制。

论坛最后，几位嘉宾围绕“债务风险和通货紧缩并存的可能性”议题展开研讨。

基于一个前提假设和三个动能，伍戈认为这一问题出现的可能性较小。一个最重要的前提假设依然是疫情。无论是供给还是需求层面，目前全球经济已经实现了某种程度的免疫。在整体经济上行的情况下，没有理由相信经济将会出现通缩。除此之外，我国经济发展还存在三大动能：第一个动能是中国还在弥补海外缺口，并且这个过程没有结束，对中国而言这些缺口将为 2021 年经济发展提供动能。第二大动能在产业方面，疫情影响下虽然有些行业会消失，但沉舟侧畔千帆过，又有很多新的消费和服务业动能产出。第三个动能就是前期的政策推动，2020 年各国财政政策和货币政策也会在一定程度上推动名义 GDP 增长。虽然信用风险是结构性和长期的，但是向好的基本面使得债务风险和通货紧缩并存的可能性较小。

杨再平认为 2021 年大概率不会出现通缩。一方面内外需在 2021 年还会进一步提振，另一方面我国支持流动性的宏观政策还有很大空间。所以基于以上判断，2021 年我国出现通货紧缩的可能性较小。

林采宜认为，目前疫情抑制的需求是有限和局部的，经济本身对疫情已经显示出一种防疫功能。根据这一判断，以 2020 年经济数据为基数，2021 年经济将会出现大幅度增长。除此之外，叠加全世界的货币宽松带来的需求快速增加，大概率会拉动物价上涨，这种情况下通缩是小概率事件。

程实对于这一问题提出三方面观点。首先，从基本面来看，中国出现债务通缩的负面循环的可能性比较低，但是仍然需要我们保持一定的警惕。因为债务通缩杀伤力远远大于单纯的通胀或单纯的通缩。人类历史上最惨重的一次经济大萧条最根本的原因就是债务通缩的恶性循环。其次，如果中国存在债务通缩的潜在可能性，那么这种情况也将会出现在 2021 年第四季度及以后。2021 年的 GDP 结构是“前高后低”格局，如果通缩的形成更有可能在经济下行的阶段，那么今年的第四季度及以后也就是这种情况最有可

能出现的阶段。

最后，对于债务通缩的应对，可以从以下三个维度着手：第一，避免政策的急转弯，尤其是在货币政策正常化的过程中；第二，在债务动态处置上要有非常充足的准备；第三，要寻找新动能，通过构建双循环格局维持经济可持续增长，从而避免债务通缩的负循环。

杨再平：我国信用风险管控需处理好八大关系

杨再平 中国金融学会副秘书长

以下观点整理自杨再平在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第21期）上的发言

未来中国信用风险的走势？

今年中国经济增长即使达到 8%、9%的水平也不算是高增长，因为这是在去年增速只有 2%的情况下计算的，所以实际增速仅有约 6%。维持这样的增速还需要适当的流动性支持或宏观政策支持。

按照宏观经济数据的趋势经验，一般而言 M2 增速约等于经济增长率加通胀率再加两个百分点。这样估计今年 M2 还是要增长 12%左右，社融增长可能也会达到 11%-12%，基于这一判断，宏观杠杆率还会微升，不大可能下降。

今年信用债可能还会出现违约的高峰。对于信用债到期余额，有些报告说是 8.6 万亿，有些报告说是 9 万亿，所以今年还会出现信用债违约的高峰。银行不良率是经济复苏政策产生的副作用，尤其是去年超常规投放信贷，有信贷投放就一定有风险暴露，所以去年不良率接近 2%，不良贷款余额接近 3 万亿，创下十年来的新高，今年还会略微上升，但总体来说，这是支持经济、救经济、恢复经济必须付出的代价。按照国际惯例，一般来说银行不良率在 3%左右仍然可控，所以今年银行不良率肯定会超过 2%或接近 2%，这是需要注意加大管控力度的区间，总体一定要控制在 3%以内。

如何关注和防范系统性信用风险？

处理好恢复经济和防范风险关系，可谓今年金融工作面临的主要矛盾，也可谓金融工作的重心。把握好这对矛盾，亦即把握好金融工作的重心，就如平衡车一样，就能稳定运行。而上述主要矛盾的主要方面，又在防范风险，主要是信用风险。有效防范信用风险须处理好八大关系：

一是宏观稳杠杆与必要流动性供给的关系。去年应对疫情冲击，我国宏观杠杆率快速上升，预计全年上升 31.8 个百分点，超过 270%，这很高了。宏观稳杠杆非常必要。今年疫情仍未过去，抗疫情冲击及恢复经济仍需要足够的流动性支持。去全年社融新增规模在 35 万亿左右，增速超 13%，预计经济增长率 2%左右，通胀率 1%左右，今年预期经济增长接近 9%，通胀率 1%左右，按趋势经验推算，M2 增长率 $\approx$ 经济增长率+通胀率

+2%，全年社融新增规模需 12%左右。

二是必要信贷投放与信用风险管控的关系。预计 2020 年全年人民币贷款新增 20 万亿元左右，增速 13%左右，2021 年新增人民币贷款必要增速或 12%左右。有信贷投放就有信用风险暴露或敞口，因此信用风险管控力度必须随之积极跟进。必要信贷投放是自上而下宏观要求，信用风险管控是自下而上微观操作：最大限度识别满足有效信贷需求。

三是必救可救信贷与僵尸企业拒贷的关系。疫情冲击造成大面积市场主体尤其小微弱势市场主体猝死，续命救助是必要的。根据人民银行联合银保监会、财政部、发展改革委、工业和信息化部印发的《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》，对于 2020 年年底前到期的普惠小微贷款本金、2020 年年底前存续的普惠小微贷款应付利息，银行业金融机构应根据企业申请，给予一定期限的延期还本付息安排，最长可延至 2021 年 3 月 31 日，并免收罚息。但必须评估甄别必救可救企业与不必不可救僵尸企业，这样才可大概率降低信用风险，同时腾出宝贵的信贷资源救助必救可救企业。

四是融资成本总降与不同融资价差的关系。2020 年 6 月，中国银保监会、工业和信息化部、国家发改委、财政部、中国人民银行、国家市场监督管理总局等六部委联合下发

《关于进一步规范信贷融资收费降低企业融资综合成本的通知》，进一步规范信贷融资各环节收费与管理，维护企业知情权、自主选择权和公平交易权，降低企业融资综合成本，更好地服务实体经济高质量发展。中国人民银行 2020 年 12 月 31 日发布消息，目前，银行已累计完成对 6 万多亿元贷款的延期还本付息，累计发放 3 万多亿元普惠小微信用贷款，支持 3000 余万户经营主体，实现 1.5 万亿元金融系统向实体经济让利目标。当下融资成本总降是必要的，这有利于放水救鱼养鱼，以时间换还本付息现金流，长远有利于信用风险管控。但总降不等于齐降，对违约概率高、供给成本高、期限相对长的融资对象与项目，收取不同的融资价格，有利于抑制无效、低效、高成本、高风险信贷需求，形成经济合理价差，有利于市场出清，释放更多信贷资源支持有效、高效、低成本、低风险信贷需求，进而有利于信用风险管控。

五是去刚性兑付与信用硬性约束的关系。去刚性兑付是必要的，也是资产管理规范改革的重要方向。但最近不断爆出的信用债违约，又让人们联想起刚性兑付。其实这是两码事，去刚性兑付是指非银行存款金融产品，不能在合同中有保本保收益的

约定条款。公开发行的信用债，虽不同于银行存款，但对发行人资质以及还本付息的期限、风险溢价都有明确约定，这是发行人必须遵守的，必须强化信用硬约束，不遵守就应依法追索。

因此，不能将刚性兑付与信用硬约束混为一谈。刚性兑付要去，信用硬约束要强化。

六是存量风险处置与增量风险严控的关系。截止到 2020 年 Q3，银行不良贷款余额 2.84 万亿元；商业银行不良贷款率 1.96%，创近十年新高。自 2014 年以来，信用债违约余额规模（统计口径包含展期和触发交叉条款，下同）达到 6619.39 亿元，违约高峰期为 2018-2020 年。就银行而言，有授信，就有风险，就有可能损失，零风险零损失是不可能的，关键在于及时发现并及时有效地补救、缓释、化解信贷资金存量中已不同程度发生的风险损失，以最大限度地止损。但更重要者在于要严控增量风险，包括增量风险敞口与内涵。

七是客观风险预防与道德风险防范的关系。信用风险又称违约风险，是指借款人、证券发行人或交易对方因种种原因，不愿或无力履行合同条件而构成违约，致使银行、投资者或交易对方遭受损失的可能性。不愿履行合同条件而构成违约，可谓道德风险；无力履行合同条件而构成违约，可谓客观风险。后者不确定，或是信用风险中的黑天鹅，必须预防，第一、第二还款来源、拨备、资本金等是也。前者大致可识别，或是信用风险中的灰犀牛，必须严防，KYC，征信，大数据云计算人工智能画像，若劣质客户，拒贷或高风险溢价是也。

八是信用债权融资与直接股权融资的关系。“十三五”时期，我国新增直接融资 38.9 万亿元，占同期社会融资规模增量的 32%；而截至 12 月 25 日，2020 年资本市场股权融资规模过 1.65 万亿元（包括 IPO 募资规模 4614.28 亿元、再融资规模 1.16 万亿元、新三板挂牌公司股票融资规模超 321.6 亿元），占同期社融增量比重不到 5%。这在很大程度上注解了储蓄多而资本少、信贷依赖性增长、杠杆率不断上升、信用风险压力大的金融现象。因此，从长远看，信用风险管控还有待于信用债权融资与直接股权融资结构的调整。

未来中国出现债务通缩现象的可能性？

中国未来大概率不会出现通缩。外需还会增强。内需还会反弹，支持流动性的宏观

政策还有很大的空间，因此通缩发生的可能性较小。事实上，CPI 增速在 1%左右不算通缩，在 2%以内就是较好的状态。

林采宜：加强制度建设，完善我国信用定价体系

林采宜 中国首席经济学家论坛研究院副院长

以下观点整理自林采宜在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第21期）上的发言

中国信用风险表现、未来走势及特点

预计明年宏观杠杆率会随着经济增长和出口繁荣出现一定的下降，但是宏观杠杆率的下降与债务风险之间不一定存在一一对应关系。原因在于信用债风险不是现在才有的，以往整体上债券市场都是以保刚兑作为市场的长期信仰，而这一信仰长期存在，使得中国债券市场累计了大量应该暴露但没有暴露的信用风险。

2021年信用债市场风险有多大，并不取决于现有的债务存量以及未来宏观杠杆率扩张与否，而是取决于明年会暴露出多少。所以在某种意义上，2020年的信用债问题是长期累积下来的一些问题的暴露。未来会暴露出多少又取决于有关部门处理这些债务的指导思想。对于债务风险的释放，不能加快释放，而应该是有控制、有节奏地释放风险。

这一问题也就涉及到要不要维持刚兑、要不要借新还债。总体看来，刚兑不能维持，如果维持的话，现在市场可持续发展始终会存在一种隐患。信用风险其实没有那么可怕，关键是信用利差要能够反映信用风险。国外市场存在高收益债，也就是垃圾债。而我国银行零售市场一直存在一个高收益的、类似于垃圾债的产品，那就是利率为18.5%的个人信用贷。信用卡作为一种非常典型的个人小额信用债，之所以能够运行这么长时间并且不出问题，就是因为它的信用利差和利率充分体现了自身风险，利率方面的高收益能够覆盖其可能产生的坏账率。

我国现在市场的问题不是在于市场规模，而是信用利差没有充分反映信用风险。所以2021年债务风险和信用风险的走势主要取决于对待这些风险的指导思想：要不要暴露风险，要暴露多少风险。这也决定了2021年信用债市场的信用风险是否会扩大，以及中国信用债市场的长远发展。

如何防范和化解债务风险、守住爆发系统性金融风险的底线？

第一，要从制度层面入手，完善信用定价体系。信用债在国外分为各种层级，包括AAA、AA、B级、C级，有高收益的垃圾债，也有低收益且比较安全的债券。完善信用定价体系可以使信用风险能够在信用溢价里充分体现出来，而债券市场本身就有一个价格

和风险的匹配消化机制。目前国内对发债利率的管理应该进一步市场化。比如我们熟悉的信用卡利率为 18.5%，按照现在法律法规应该归类为高利贷。但是信用卡在维持高利率的同时也给个人信用等级较差的用户提供了小额贷款，这也使得这一业务可以维持。

目前在中国，对于一些企业，尤其对一些规模较小的企业，信用债融资是一个重要的渠道。通过建设信用定价体系，在为小规模企业提供贷款的同时也能在一定程度上化解信用风险，所以信用定价是市场本身自我消化或自我覆盖风险的一种机制。

第二，强化对评级机构的管理。AAA 级评级企业债务暴雷对市场影响很大，如果评级机构管理不严格，AAA 级企业也不可能有很高的利率。当前信用债市场的风险和定价出现问题，评级机构有一定的责任，所以强化评级机构的管理也是非常重要的措施。应当做到将评级机构的责任、义务和行业地位联系在一起。

第三，信用债使用过程中的信息披露也十分重要。很多债务出现问题就是因为资金被挪用导致了一些预期之外的风险，而这些信息并未被充分披露。资金风险在预期过程中的可控性和信息披露的质量关系很大，信息披露的质量一方面要靠政策法规来规范，一方面也要靠中介机构和发债机构的执行来维护。

除了以上三点制度建设方面的建议，还有两个惩罚性建议。

第四，破产制度执行应该更加严格。破产是允许的，但破产要有代价的。破产绝对不是逃废债的手段，如果破产后企业领导人不需要承担法律责任和财务代价，破产个人的消费水平不受影响，那么破产很容易成为逃废债的手段。因此，对破产人和破产企业的责任人，惩罚力度和限制力度应该有所加强。

第五，恶意逃废债不属于信用风险，在法律上应该把它纳入欺诈管理。所谓的信用债风险是没有能力还债，但如果有钱不还则为欺诈。所以对于恶意的逃废债行为，应该借助法律对其进行严格处罚，从司法界定方面规避一些道德风险。

未来中国是否会出现债务风险和通货紧缩并存的可能性？

目前疫情抑制的需求是有限和局部的，经济本身对疫情已经显示出一种防疫功能。根据这一判断，以 2020 年经济数据为基数，2021 年经济将会出现大幅度增长。除此之外，叠加全世界的货币宽松带来的需求快速增加，大概率会拉动物价上涨，这种情况下通缩是小概率事件。

伍戈：2021 杠杆率与信用风险

伍戈 长江证券首席经济学家、总裁助理

以下观点整理自伍戈在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 21 期）上的发言

未来中国信用风险的走势？

在经济上行期信用风险整体往往会变小，中国如此，美国也是如此。基于这一判断，由于市场预测 2021 年我国名义 GDP 上升较快，刺激性政策相对收敛，从宏观角度而言，杠杆率增速可能也会趋向下行。

除了从宏观杠杆率的公式出发外，还可以观察到一个非常有意思的特征，即**中国宏观杠杆率与外需之间存在较好的相关关系**。

杠杆率最重要的是看增速，而不是绝对水平，就像看 GDP 不能看绝对量，也不能看绝对增量，也要看增速，增速代表着边际情况。中国宏观杠杆率增速并非一直在上升，而是经历过非常多的去杠杆时期。举个简单的例子，2002-2005 年中国宏观杠杆率增速是下降的，家庭、企业、政府的杠杆率都在下降，这个下降与外需相关。如果美国在加杠杆，或者我国出口情况较好时，并不需要房地产和基建的大量刺激，因此那一时期我国是降杠杆的。但在 2016 年，宏观杠杆率和出口间的镜像关系并不显著，原因是 2016 年国内主动开启了去杠杆的改革进程；但除此之外，宏观杠杆率和出口外需均存在负相关性。对于 2021 年的外需，如果市场一致性预期均在高位，宏观杠杆率增速大概率也要下降。这和我们按照宏观杠杆率计算公式的结果一致：分子在扩大，分母在收敛，短周期而言宏观杠杆率增速是下降的。注意，这里谈到的是杠杆率的增速，不是杠杆率的绝对水平。

在经济上行期，也就是名义 GDP 上行期，债券违约风险和商业银行的不良率总体都是下降的。

从地域方面看，新冠疫情加大了区域间财政状况的差异。沿海地区或受益于出口外需拉动，信用风险将出现相对下降，而与内陆、西北、东北地区的差距总体而言可能在扩大。

有关信用风险的讨论，目前更关键的问题是市场对城投债的信仰。国企违约已有多次，过去几年已是司空见惯。从总体规模看，去年违约量不是非常大。但此次永煤违约

比较糟糕的地方是恶意逃废债，涉及主动违规违法的问题，这引起市场较大震动。现在市场对打破刚兑存在担忧，除了来自逃废债，更多来自城投信仰，特别是预期外的结果。

总体来说，在经济上行与外需向好共同存在的情况下，今年中国宏观经济总体信用风险可能会下行。在区域上，信用风险取决于政府未来如何处置有序打破刚兑，特别是打破城投信仰的问题。深层次结构性问题仍是长期存在的，但经济上行期为我国进行针对性改革创造了有利窗口。

如何关注和防范系统性信用风险？

这是一个很古老的话题，很久以前学界就在讨论软预算约束、国企民企关系、结构性扭曲，以及基建融资要通过银行融资还是债券融资等问题。这个话题已持续了几十年，而且是和一些中国特色的许多问题捆绑在一起。

站在当下时点，化解上述问题迎来了良好的时机。客观上讲，2020 年我国是唯一一个在疫情中实现了经济正增长的主要国家。从现在人们对“灯塔国”的观念转变和人民币升值等事件可看出，中国在抗疫进程中的表现可圈可点，中国人在疫情之后变得更有自信。这种情况下中国经济处在明显上行期，全球需求很大程度上也要靠中国供给。

对这些“古老”的问题，解决的关键还是需要改革的魄力：一是要正本清源，二是要借助市场的力量。

我国欠债最多的是非金融企业。为什么企业欠债多，政府的债务率同其他国家相比反而较低呢？很重要的原因在于，我国的非金融企业大量对标的是具有一定准政府融资功能的城投企业。我国的非金融企业的债务在全世界较高，我国政府的债务率在全世界相对较低，但如果把城投债都放在政府头上，政府的债务率会明显攀升。

首先，债务要正本清源。如果投资的标的本身就是公共产品，就不能过度依赖于市场化的融资方式。中国的基础设施在全世界都具备优势，快递业在疫情期间也显示出强大的生命力，但城投企业欠下如此多债务。既然是公共产品，政府很多的公共行为和准公共行为就要回归它的本质。所以，这方面可以进行大量的债券置换处理，也可以进行一些永续债的设计等。

另一方面，市场力量的参与非常关键。例如，我国有四大资产管理公司，过去都是处理商业银行不良资产的，客观上讲四大资产管理公司的经营是比较成功的。部分海外投资者也对中国的不良资产，包括一些城投债务很感兴趣。如何引进包括 ABS、债务置

换等市场化的机制，吸引海外投资者进入也是非常重要的。

最后一点，防范信用风险中最核心的一个问题是如何实现国企和民企融资成本的相对一致，这也是改革开放四十年来一直困扰我国的问题，期待着未来更加深层次的解决方案。

未来中国出现债务通缩现象的可能性？

2021 年中国经济总体前景较为乐观。究其原因，可以归纳为：“一个前提假设”和“三个动能”。

一个最重要的前提假设是经济对疫情的“免疫性”。

现在各国都在推动疫苗注射进程。从数据而言，全球经济已经实现了某种程度的免疫，疫情再严重，也不能像第一波疫情那样给全球经济砸出“大坑”。美国疫情虽然高度发展，但经济仍在持续恢复，如最具前瞻性的 ISM 指数已逾 60，过去两年来的最高值。客观上讲，一方面由于需求刺激的原因，且各国的封城锁国更具针对性；另一方面各国开始实现远程供给的灵活性，这共同使经济对疫情实现了明显免疫。这是预判经济前景的最重要前提条件。即使近期疫情又出现发展，我们也不认为疫情会影响经济增长的大趋势，最多影响斜率。如果经济整体向上，就没有理由相信经济是通缩的，相反华尔街的人已开始考虑再通胀的可能性。

此外三个重要的动能也值得一提。

第一个动能是中国仍在填补海外供给缺口。中国作为世界上率先复苏的供给大国，不光在修复国内的供需缺口，也在为全球提供供给，这个过程尚未结束。2021 年有需求缺口的地方就是有动能的地方。

第二个动能是中国在修复国内的需求缺口。国内缺口体现在中国消费和服务业的增速远没有恢复到历史平均水平。疫情后需求总归是要修复的，即使对标一百多年前比当前疫情更严重的西班牙流感，流感之后整个消费和服务业缺口的修复也顺利实现。虽然有些行业会在疫情中消失，但“沉舟侧畔千帆过”，也会出现很多新的消费和服务业动能。

第三个动能是前期的政策影响。凡事有果必有因，展望 2021 年就不能只预测 2021 年会发生什么，还要看 2020 年做了什么。我国的财政和货币政策对整体名义 GDP 增长的作用是有滞后影响的。如果我们相信历史、相信规律的话，就没有理由相信今年中国

经济会陷入通缩。

当然，信用风险的化解是长期和结构性的，化解风险取决于中央如何在有序打破刚兑中形成某种防范风险和维护稳定的权衡。但短期信用风险是否加大，我个人还是要相信经济基本面的主导性力量。

程实：债务风险管理需要注重动态平衡

程实 工银国际首席经济学家

以下观点整理自程实在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第21期）上的发言

未来中国信用风险的走势？

首先，信用风险和债务风险与整体经济增长之间是滞后的负相关关系，经济增长的时候，债务风险和信用风险就会下行，但一般来讲会有两到三个季度的滞后。去年下半年特别是四季度，中国整体信用风险的上升正好是对去年一季度的中国经济负增长的反映，也正好是两到三个季度的滞后。

2021年信用风险是上行还是下行？回答这个问题需要考虑2021年的复杂性，它体现在今年经济增长的整体状况，它的核心特点是强反弹与弱复苏的结合。

强反弹是指相较于2020年，2021年的经济增长有一个非常明显的反弹，对于全球经济和中国经济而言都如此。弱复苏是指2021年的复苏力度相较于疫情前是非常弱的，如果把对比基数转换到2019年就会发现，超过80%以上经济体的状况不如2019年。所以2021年经济增长的核心特点是强反弹与弱复苏相结合。债务风险和经济增长的特点类似，它反映了一个事实，即2021年的债务风险和信用风险相较于2020年有小幅边际改善，但相较于疫情前，近两年仍是债务风险非常突出和集中释放的阶段。

在这种复杂状态下，要重点关注三个方面：

一是关注市场流动性的状态，需要灵活精准使用流动性调解工具，及时阻断信用风险向流动性风险的演化，平抑流动性分层和信用溢价的抬升，保证金融市场融资功能的正常运转；

二是关注固收类公募资金净值波动的状况，以及中小银行表内资产质量的变动。需要避免因信用风险踩雷引发踩踏交易和“羊群效应”，防止今年复杂的、单一领域的违约风险向更广泛系统性风险的传染和转变；

三是需要关注信用风险的结构性分化。从行业来看，目前煤炭、有色金属、化工等行业整体杠杆水平较高，值得关注；从区域来看，东北、中西部的部分欠发达地区的企业信用风险较高；从规模来看，中小微企业贷款的可持续性有待进一步夯实。

中国是否进入到债务处置的周期阶段？这个问题需要从动态的角度理解。打个比方，

债务问题有点像骑自行车，自行车如果停下来，问题就会有非常大的爆发，我们需要在运动中保持平衡和稳定。看待任何一个债务问题都不可能单纯看债务积累阶段的问题，或是单纯看债务去除阶段的问题，一定是看这两种因素共存情况下的一种平衡性的问题，即在债务自然积累过程中如何处理好债务风险释放的问题。所以，要以一个动态视角理解目前中国的债务状态。

从动态视角看，中国已经进入到债务处置周期阶段，但从节奏看，这种处置是一种渐进式的债务消化，而非一次性债务出清，更不会导致明斯基时刻和债务通缩。从这一点看，2021 年从稳杠杆的角度保障政策主线运行仍是非常关键的，宏观杠杆率走势或不会出现急转弯。

如何关注和防范系统性信用风险？

有三种原因会导致债务风险上升到系统性风险：

第一个原因是在处置债务风险过程中，单一政策引致了其他风险，也就是经济学中的米德冲突，单一政策往往会使其他领域出现问题；第二个原因是整个金融体系在债务风险处置过程中的信心出现了很大问题，导致整个资金融通出现了较大的负面状况；第三个原因是由于制度的建设滞后，导致信用风险的处置难以达到长期的动态均衡。

从这三个原因出发，对应有三个建议：一是做好政策搭配，二是巩固市场信心，三是加强制度建设。这三个方面入手才能真正防止债务风险上升到系统性风险，这里展开讨论前两个建议。

第一个建议是做好政策搭配。单一政策造成的系统性风险，在中国和全球金融危机的历史上都多次发生。债务风险和很多其他类型的金融风险有很大的相关性，债务风险和流动性风险、信用风险、汇率风险之间都有相互激发的可能性，所以在做好债务风险管控时，还需要多方面的政策，包括财政政策、货币政策、转移支付政策的配合。目前中国的政策空间相对全球其他国家而言还是较充裕的，在解决债务问题的时候，需要多管齐下，保障稳健的财政政策、灵活适度的货币政策和指向明确的转移支付政策共同来解决一个整体性的问题。

第二个建议是巩固市场信心。整个债务游戏，包括金融资金的融通，最根本的要素或支点都是信用和信心。如何避免债务风险上升到系统性风险？这需要市场对中国有几点信心：一是对经济增长有信心，经济增长是化解债务问题的基本面，如果经济增长无

法实现，债务风险会持续进一步引发困扰，所以需要维持一定的经济增速，保障民生恢复，通过高质量经济的发展，来增强对经济增长的信心；二是对整个金融监管体系有信心，要在做好债务风险防控的同时，在其他风险上也有相应政策的安排；三是对金融生态有信心，避免逃废债和道德风险问题，关键就是金融生态要朝着更加优良的方向发展，只有做到这件事情，整个金融市场的信心才能得到保障。

未来中国出现债务通缩现象的可能性？

关于债务通缩现象，有三点值得关注：

第一，对这个现象要非常警惕。债务通缩的杀伤力远远大于单纯的通胀或通缩。人类历史上最惨重的一次经济的灾难大萧条，最根本的原因就是债务通缩的恶性循环。虽然从大的基本面上看，中国出现债务通缩负面循环的可能性比较低，但在存在这种潜在可能性时还是要警惕，因为危险非常大。

第二，即使中国存在发生债务通缩的潜在可能，也会在 2021 年第四季度或之后。可以很明显地看到，今年上半年特别是一季度，中国 GDP 增长是较快的，目前市场预测的同比增速都在 15% 以上，今年整个 GDP 增长结构呈“前高后低”格局，包括大宗商品在内，目前也处在一个持续上行的阶段。通缩更可能出现在经济下行或增速回落的阶段，这个阶段即使出现也是在 2021 年四季度或之后。

第三，为避免债务通缩的巨大杀伤，需要做一些相应的政策准备，可以从三个维度展开：

首先，需要避免政策的急转弯。目前疫情虽然逐步得到控制，疫苗也取得进展，但未来经济增长仍充满不确定性，特别在货币政策正常化的过程中还是要避免急转弯，这是避免在今年四季度之后出现突然、意外的通缩局面最重要的一点。

其次，在债务动态处置上需要有非常充足的准备。截至 2020 年底，中国整体宏观杠杆率已上升至 290%，而发达国家的平均水平仅 260%，中国以一个新兴市场国家的身份，透支性地拥有了一个高于发达国家的宏观杠杆率，这一点值得警惕。因此在债务积累过程中还是要做好动态债务处置的问题。

最后，需要寻找经济增长新动能。要解决债务通缩恶性循环，最重要的一点是实现经济可持续增长。从这一点来看，双循环经济的构建是当前的重中之重。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

