

2022年8月债券市场信用分析

人保资产信用评估部

目 录

01

从中观看
宏观

02

信用市场
概况

03

信用热点
跟踪

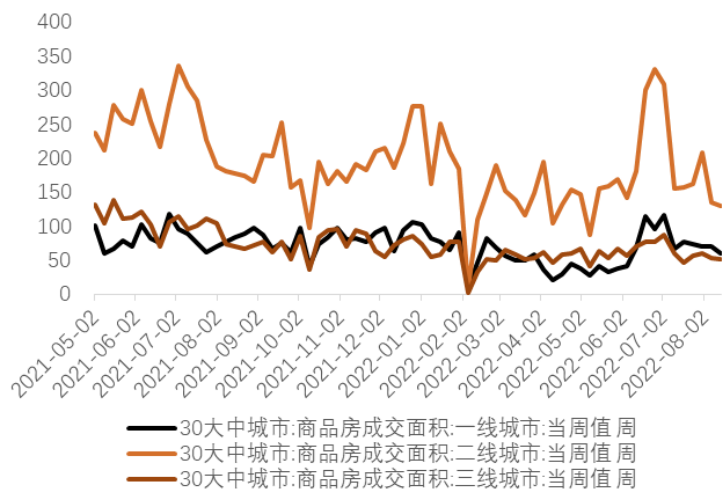
◆ 较上一期主要变化：

- ✓ 下游：房地产政策继续边际放松，LPR利率下调，但断供事件爆发后，高频数据显示销售进一步走弱，新开工及土地市场仍然低迷，关注销售后续修复强度及对新开工的传导，以及后续监管对出险开发商的救助及风险切割；汽车产销继续修复，除家具、装潢类，主要消费品类修复为主，餐饮继续改善。
- ✓ 中游：中游施工产业链同步指标走势仍然低迷，表现在水泥产量、挖机开工小时数均处于较弱水平，高温背景下发电量增速提升，局部地区出现限电情况，预计随着高温结束限电情况将有所缓解。钢铁价格企稳，盈利改善，去化加速，关注后续基建实物工作量落地情况。
- ✓ 上游：动力煤价格小幅增长，日均产量环比下行，显示安全生产、疫情之下，保供存在压力，随着迎峰度夏逐步结束，关注后续来水及工业修复情况。
- ✓ 整体看，7月工业增加值3.8%，工业企业继续疫后修复，但居民购房意愿及地产销售持续走弱，新开工和拿地低迷，开发商尤其是民企开发商资金链仍然较紧张，基建增量转化为实物工作量仍然较少，但有提升趋势，施工产业链延续低迷，后续需继续观察地产销售修复情况。

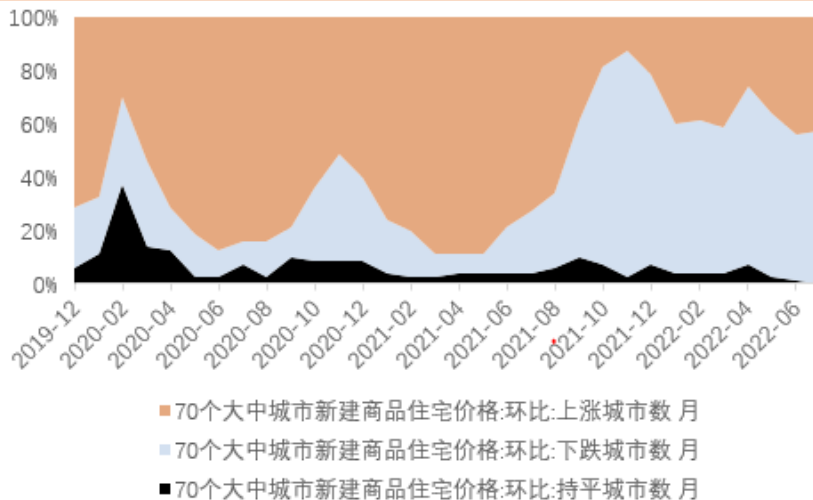
下游：房地产-销售及价格继续回落

- ◆ **销售**：7月商品房销售面积、销售额单月同比分别为-28.88%、-28.21%（6月为-18.28%、-20.81%），单月同比下滑幅度有所扩大。30大中城市商品房周成交高频数据显示8月份前三周成交面积为256.32万平，较1-7月份周成交面积291.97万平出现明显下降，2021年30大中城市周成交面积为354万平，近三年平均周成交面积（369.08万平）。6月份房企集中推货叠加疫情积累需求释放带来的销售改善并未持续，断供事件发酵对居民购房预期冲击下，叠加部分季节性因素，销售继续回落。
- ◆ **价格**：7月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-1.7%（6月-1.3%），环比-0.1%（6月-0.1%），二手住宅价格环比下跌家数比上月增加3家至51家，即绝大多数城市均在下跌，无持平家数，上涨家数较上月减少2家至19家。70个大中城市中二手房同比涨幅靠前的城市有成都、北京、海口、上海，跌幅从大到小有牡丹江（-10.5%）、哈尔滨（-8.9%）、大理（-6.1%）、安庆（-6%）、贵阳（-5.9%），价格走势区域分化持续拉大。
- ◆ **资金**：1-7月开发资金来源累计增长率为-25.40%，下降幅度略有小幅走扩；结构上看，自筹资金占比小幅上升，但国内贷款占比小幅下降，个人按揭占比小幅上升，信贷表现较弱，国内贷款累计同比进一步弱化至-28.4%，开发资金更加倚重销售回款。

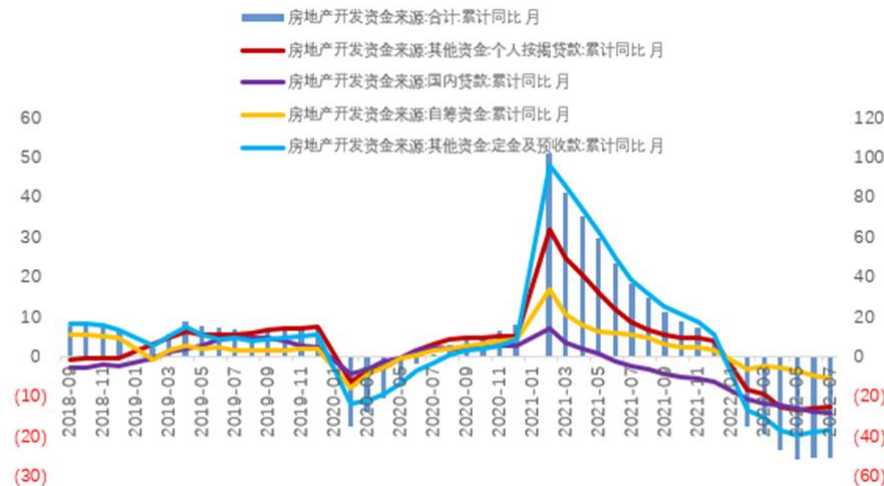
图表1：30大中城市商品房成交面积



图表2：70大中城市二手房住宅价格

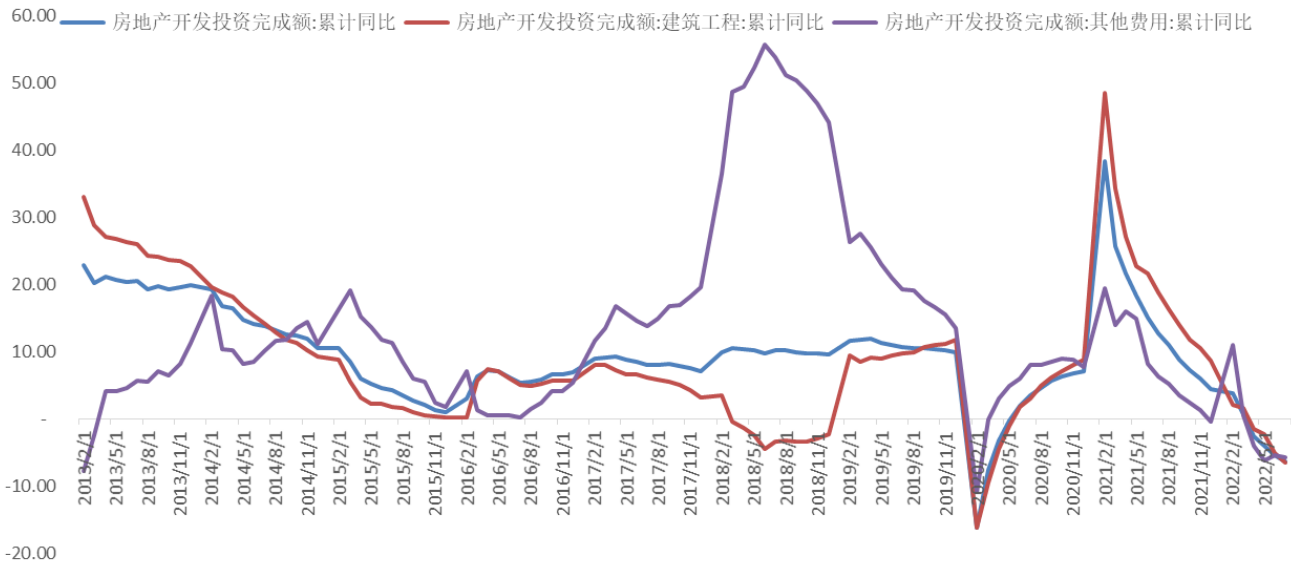


图表3：房地产开发资金来源

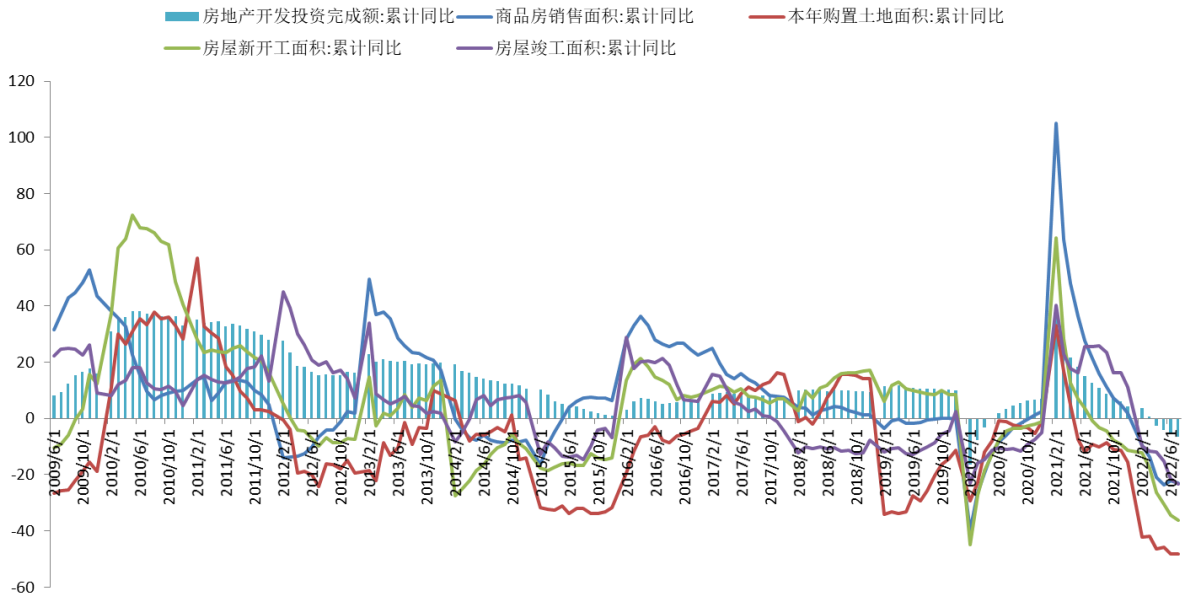


- ◆ **投资：**1-7月房地产投资累计同比继续下滑至-6.4%，上月-5.4%。1-7月全国土地购置面积累计同比-48.1%（1-6月为-48.30%）；1-7月全国土地成交价款累计同比-43.00%，降幅小幅收窄（1-6月为-46.3%）。
- ◆ **开发：**7月房屋新开工面积累计同比继续下滑，由1-6月份的-34.4%继续下滑至-36.1%，在疫情、销售、资金承压下，房企开工意愿与开工能力整体较为不足；7月施工面积累计同比由-2.8%继续下降至-3.7%。7月全国竣工面积累计同比由1-6月份的-21.5%继续下滑至-23.3%，受房企资金链紧张及销售较弱影响，房企竣工动力也有所减弱，后续房企资金承压未缓解的背景下，预计新开工仍面临较大压力。

图表4：房地产开发投资构成情况



图表5：房地产开发投资情况



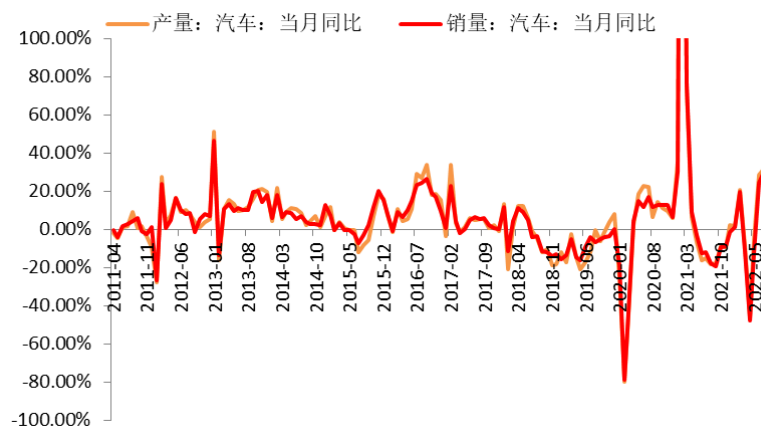
◆ 1) 市场冲击向优质民营和混合所有制房企扩散，监管层释放流动性支持积极信号。受断供事件发酵，民营房企风险持续发酵及销售端疲弱影响，7月以来优质民营及混合所有制房企龙湖集团和金地集团债券价格出现大幅波动，监管部门指导中债信用增进投资公司对房企发行的债券开展“全额无条件不可撤销连带责任担保”，目前发债事宜仍在推进过程中，监管层释放一定流动性支持积极信号，但单家担保公司支持力度有限，后续关注流动性支持实际落地的规模、进一步的政策落地及销售端的变化情况。

◆ 2) 政治局会议明确压实地方政府责任，保交楼、稳民生。当前“稳地产”的重要性更加突出，但“房住不炒”仍是房地产政策优化调整的底线；“因城施策”仍是政策推进的主要方式，强调用足用好政策工具箱。各地需求端政策仍将继续改善。二线城市限购、限贷、限售等政策将进一步优化，特别是“认房认贷”政策放松将有助于改善性住房需求释放，而更多三四线城市的行政限制性政策则有望更大范围取消；压实地方政府责任，保交楼、稳民生，高关注后续各地政策落地情况。

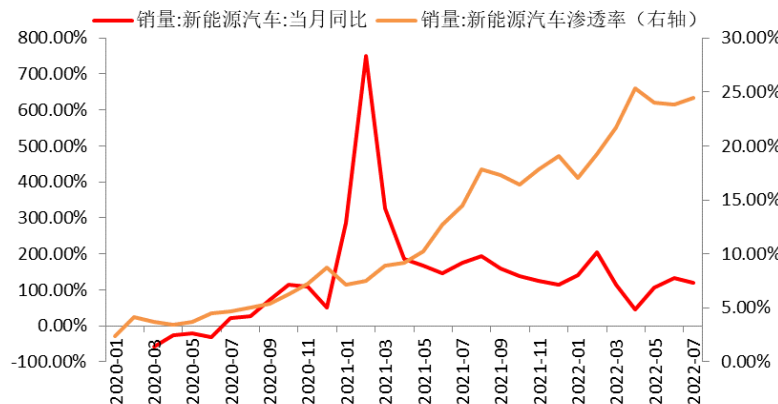
◆ 3) 本月发行总额环比小幅下降，成功发行债券主体绝大多数仍为国企。2022年7月，房地产行业非银融资总额881.1亿元，同比下降56.7%，环比微跌3.1%。信用债融资规模为513.2亿元，同比下降5.6%，环比上升7.2%。海外债融资规模为6.75亿元，同比下降98.0%，环比下降74.5%。信托规模为84.8亿元，同比下降85.5%，环比下降30.4%。ABS规模为276.4亿元，同比下降51.8%，环比微降1.9%。本月信用债成为发行主力，信托融资出现明显下滑。

- ◆ 7月汽车产量245.46万辆，环比-1.79%，同比31.76%(上月28.62%)；批发销量242万辆，环比-3.29%，同比29.86%，上月24.16%，其中乘用车销量217.43万辆，同比40.15%，上月41.59%。
- ◆ 国常会决定新能源汽车免征购置税政策延续至明年底，新能源汽车7月销量59.29万辆，环比-0.6%，同比119.21%，上月133.04%，产销同比继续较高速增长，渗透率24.5%。
- ◆ 7月汽车经销商库存系数1.45，较上月增长0.09。

图表6：汽车产销量同比走势



图表7：新能源汽车销售情况



图表8：经销商库存系数走势

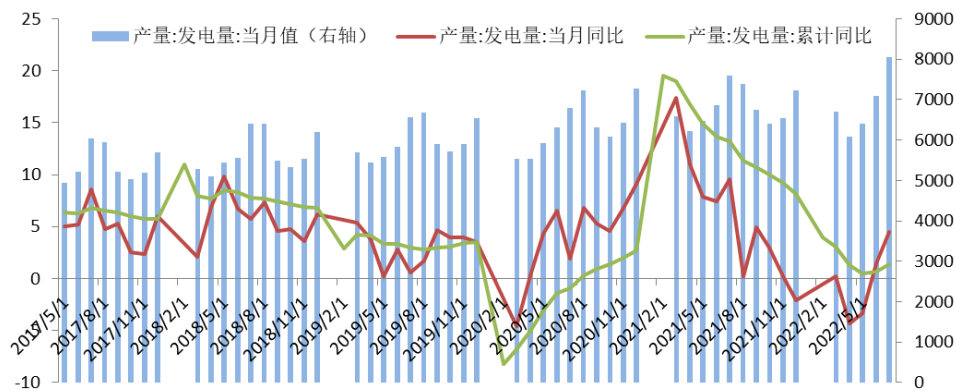


电力-高温主导需求增长，来水偏枯火电补足，部分区域现限电情况



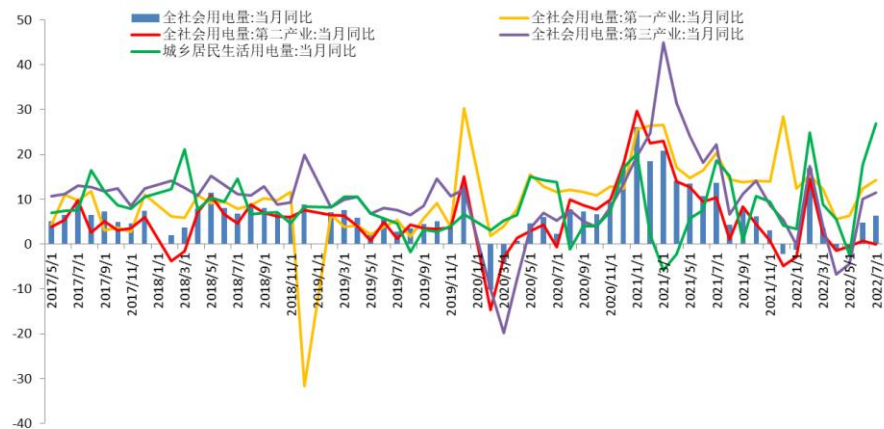
- ◆ 7月发电量8059亿千瓦时，同比增4.5%（6月同比增1.5%）；7月全社会用电量8324亿千瓦时，同比增6.3%（上月同比增4.7%）；1-7月全社会用电量累计49303亿千瓦时，累计同比增3.4%（1-6月累计同比增2.9%）。7月以来全国高温天气创纪录，带动用电需求继续走高，疫情影响边际改善。更值得关注的是2021年7月的当月同比增速已经高达12.8%，本年当月全社会用电量实现了基于高基数的高增长。
- ◆ 从发电结构看，7月当月高温、平均降水量较往年同期偏少20.6%，导致来水偏枯，水电发电量同比仅增2.4%（6月同比29.0%），增速大幅收窄；火电补足水电缺口，发电量由降转增至5.3%（6月同比-6.0%，且去年同期已实现12.7%的高增速）；风、光、核电当月发电增速同比分别为5.7%、13.0%、-3.3%（6月同比分别为16.7%、9.9%、-9.0%），结构性缺电、高温因素使得四川等部分区域出现限电情况。
- ◆ 用电结构分化明显，高温导致居民用电增速创纪录，制作业弱修复、让电于民使得二产用电量继续低位徘徊。7月第一产业用电量121亿千瓦时，同比增长14.3%，环比提升1.9个百分点；第二产业用电量5132亿千瓦时，同比-0.1%，环比回落0.9个百分点；第三产业用电量1591亿千瓦时，同比11.5%，环比提升1.4个百分点；城乡居民用电量1480亿千瓦时，同比增长26.8%，环比提升9.1个百分点，城乡居民用电量和增速均创有记录以来新高。

图9：发电量及同比变化



数据来源：wind

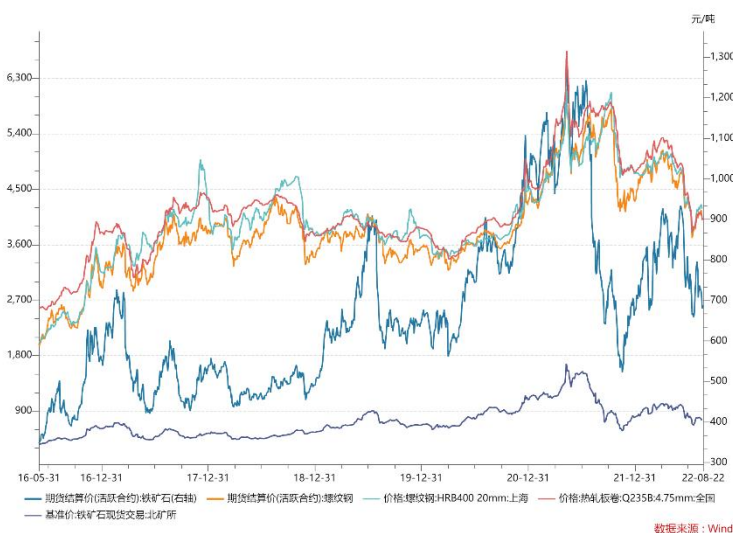
图10：用电需求结构



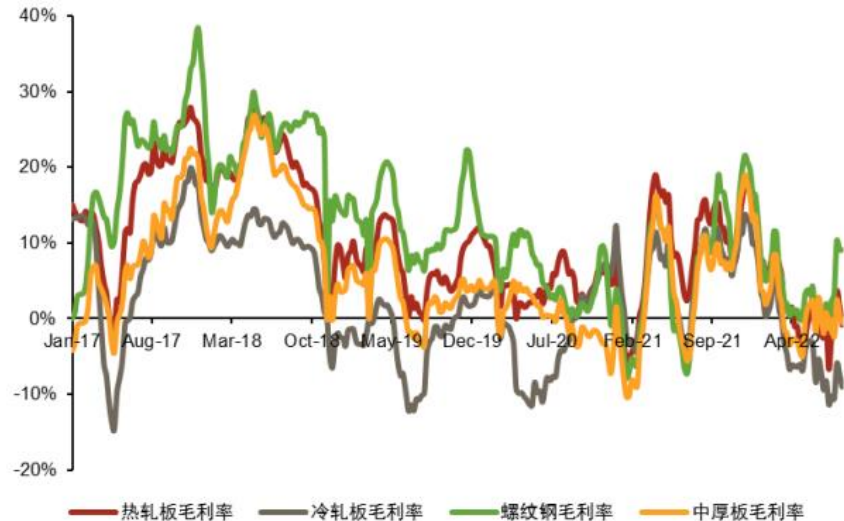
钢铁-需求弱复苏，库存去化加快，毛利探底后企稳

- ◆ **供需弱复苏：**2022年7月我国粗钢产量8143万吨，日均产量263万吨，同比-13.1%；1-7月我国粗钢产量60928万吨，同比-6.4%；7月我国生铁产量7049万吨，同比-3.6%；1-7月我国生铁产量51090万吨，同比-4.5%；7月我国钢材产量10624万吨，同比-10.3%；1-7月我国钢材产量77650万吨，同比-4.6%。结合产量和库存数据测算的7月钢铁需求同比增速为5.3%，较2021年7月增速提高11.1%。尽管钢铁需求增速有所提升，但本月下游行业数据表现却欠佳。下游地产销售面积当月同比增速-28.9%，较上月下降10.6%。此外，投资完成额、新开工面积以及施工面积同比增速也都呈现出不同程度的下降。基建投资完成额（不含电力）本月同比9.1%，但环比有较大下滑，增速为-35.6%。工业增加值当月同比增速3.8%，与上月基本持平。
- ◆ **价格及盈利：吨钢利润改善。**截至8月19日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm)4160元/吨，相比于上月同期+380元/吨，或+10.05%，其他各主要品种也都上涨。本月热轧卷板（3mm）毛利率从-5.10%升至0.78%；冷轧板（1.0mm）毛利率从-10.00%升至-9.00%；螺纹钢（20mm）毛利率从2.32%升至9.12%。
- ◆ **展望：**在严禁新增粗钢产能以及限产的背景下，钢铁供给失去弹性，因此一旦需求端出现改善，价格和盈利将显示出更大的增长空间，目前钢企盈利水平仍多处于盈亏平衡附近，但7-8月份处于需求淡季，需求启动相对缓慢，因此短期内钢企通过减产将压力向上游传导可行性更强，钢价短期多震荡。

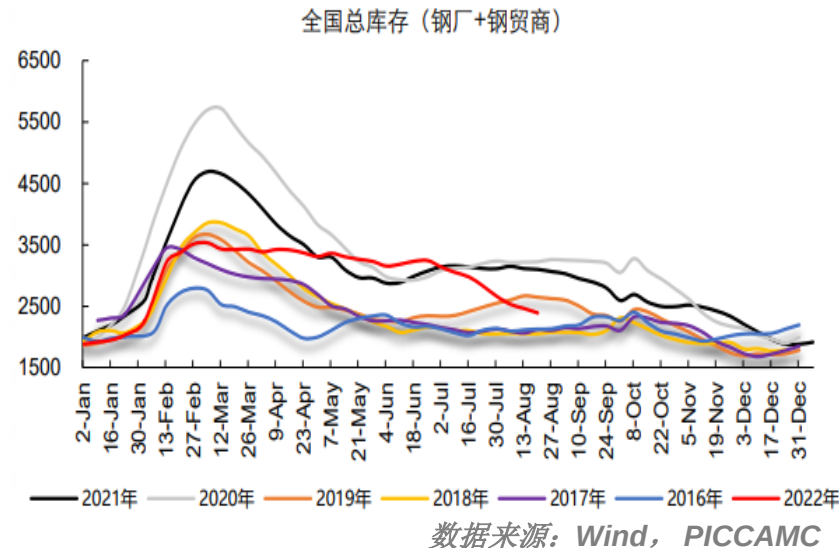
图表11：6月以来铁矿石比钢价回落更多



图表12：毛利率再度探底后企稳

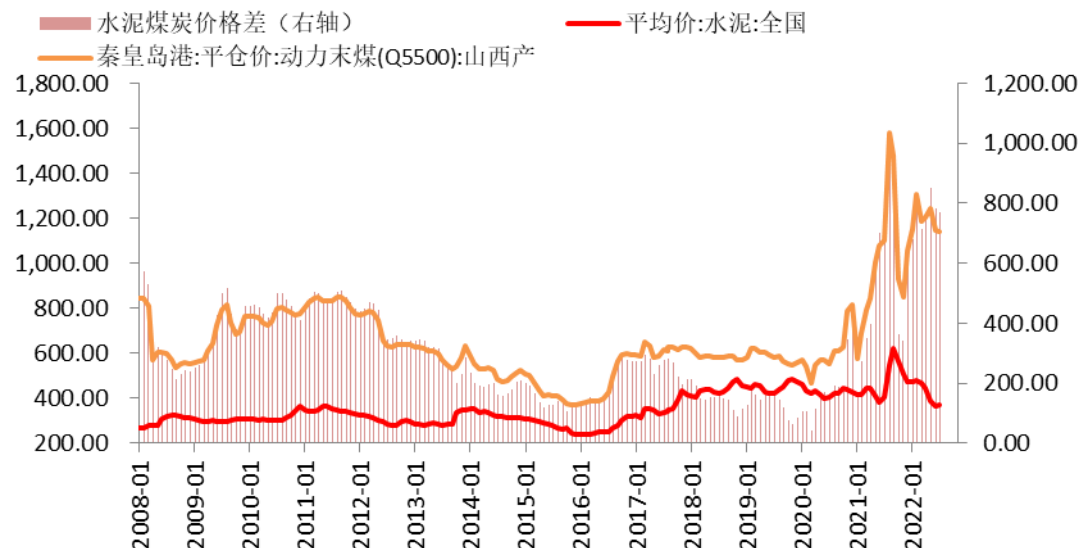


图表13：总库存回落

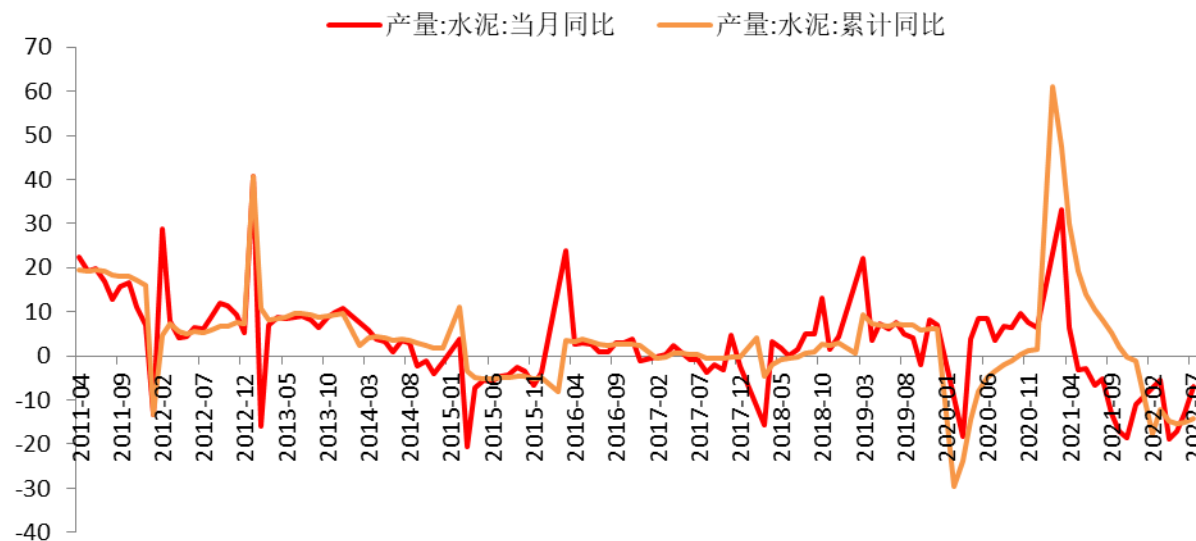


- ◆ 供需：地产行业维持弱势，叠加高温极端天气，水泥供需虽降幅收窄但整体仍弱，7月水泥产量1.92亿吨，当月同比-7%，1-7月累计产量11.64亿吨，同比-14.2%，上月-15%。
- ◆ 价格：水泥价格8月上旬小幅回调，但需求仍疲弱，价格位于近5年低点，8月10日P.O. 42.5普通硅酸盐水泥报价370.4元/吨（6月末390.1元/吨），水泥煤炭价格差769.6元/吨，成本压力略有缓解。

图表14：水泥及煤炭价格走势（元/吨）

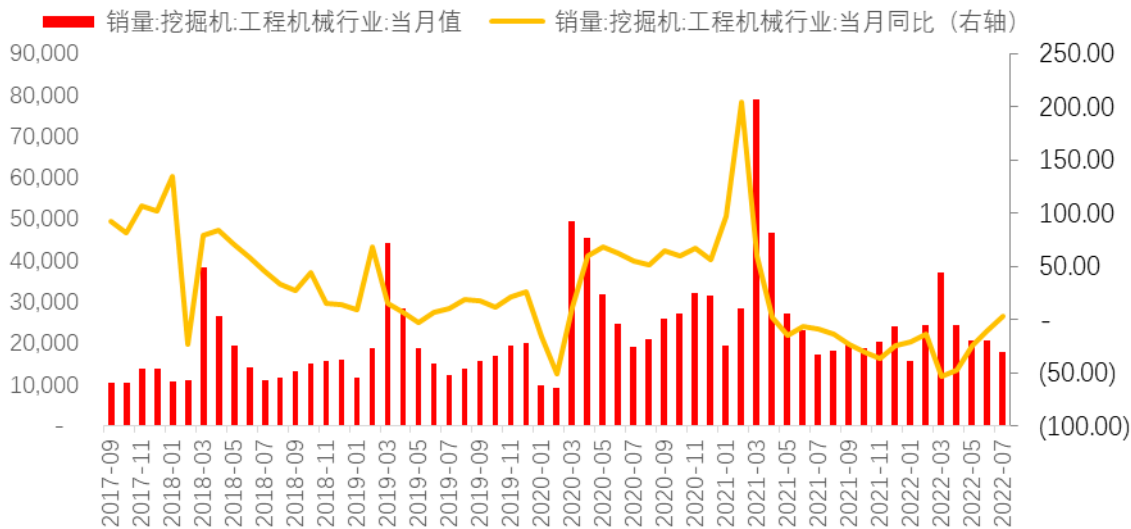


图表15：全国水泥产量同比（%）

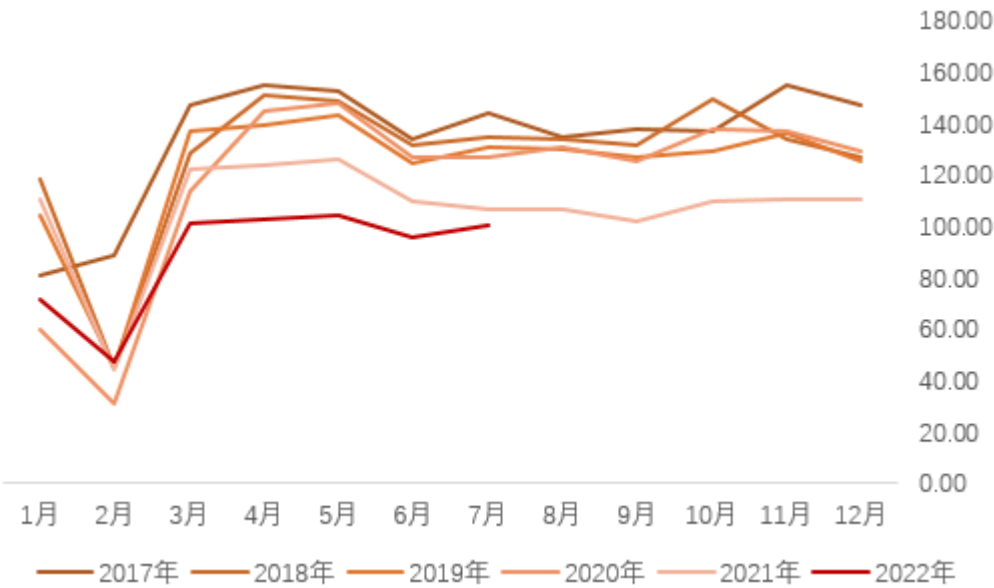


- ◆ 挖掘机：7月挖掘机销量1.79万台，销量同比转正至3.40%（上月同比-10.10%），主要为出口高增托底。其中国内销售9250台，同比-25%（上月同比-35%）；出口8689台，同比继续高增73%（上月同比增58%），出口量在总销量中占比持续提升至48.4%的高位。7月房地产开工持续低迷，国内工程机械景气度继续下行。2022年1-7月，全国共销售挖掘机16.10万台，同比下降33.2%；其中国内销售10.04万台，同比下降51.3%；出口6.07万台，同比增长72.3%。
- ◆ 7月挖机开工小时数为100.1小时，受疫情防控及地产开工不振影响仍大，挖机开工小时数低于近五年同期水平，关注下月是否可回升至去年同期水平。

图表16：挖掘机销量走势



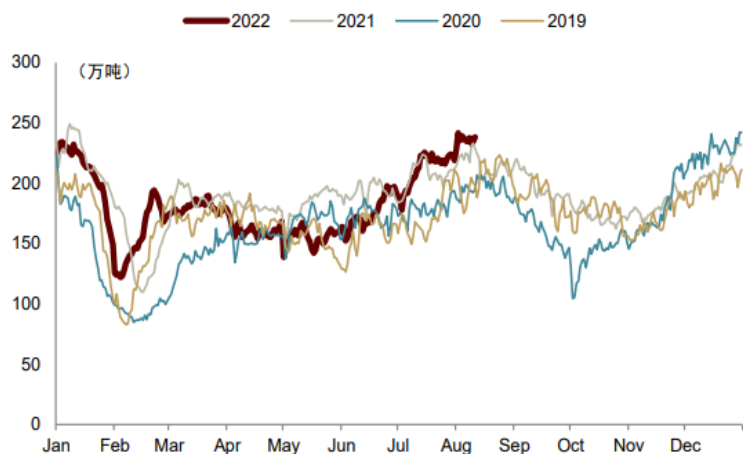
图表17：挖机开工小时数走势



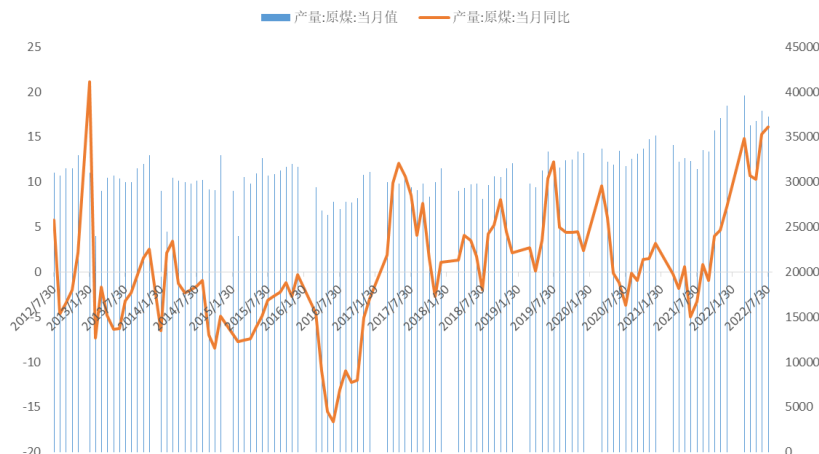
煤炭-高温支撑动力煤需求，但供给缺乏弹性，焦煤需求仍弱

- ◆ 供给和需求：供给方面，2022年1-7月全国原煤产量25.61亿吨，同比+11.50%。7月原煤产量3.73亿吨，同比+16.10%，上月15.3%，日均产量较6月水平下滑62万吨至1202万吨。同期煤炭累计进口1.39亿吨，同比-18.2%。7月进口2352万吨，同比/环比-22.1%/+23.9%。7月日均产量下滑主要受极端天气和安全事故影响，部分产地煤炭生产受到扰动。考虑到国内煤炭生产已处于较高强度的状态，我们认为产能进一步大幅释放存在难度，供给压力仍存。需求方面，气温支撑动力煤需求，火电环比回升，而焦煤需求走弱，后市需观察产业端需求恢复进程。1-7月发电量同比+1.4%，增速较上一期（1-6月）回升0.7ppt，单月看，7月发电量同比/环比+4.5%/+13.7%，其中，火电同比/环比+5.3%/+22.1%。
- ◆ 价格：动力煤方面夏季高温，电厂日耗增加，下游需求边际恢复，价格上涨；焦煤方面，需求不足，第四轮调价落地，价格继续下跌。截至8月19日，5500大卡秦皇岛港山西产动力煤价格1265元/吨，月环比增长60元/吨。同期焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2350元/吨，月环比下降550元/吨。
- ◆ 展望：我们认为目前动力煤的供给弹性已经较小，9月开始天气将逐渐转凉，高温驱动的电厂日耗增加将逐步减弱，产业端用电需求的恢复将变得更加重要。焦煤需求虽然边际修复，但仍然较弱，价格震荡。

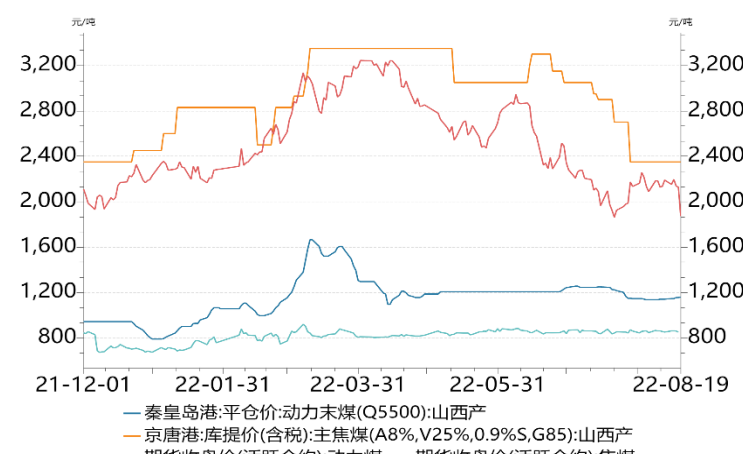
图表18：沿海8省电厂终端日耗创近年新高



图表19：原煤产量及当月同比



图表20：动力煤焦煤现货及期货价格



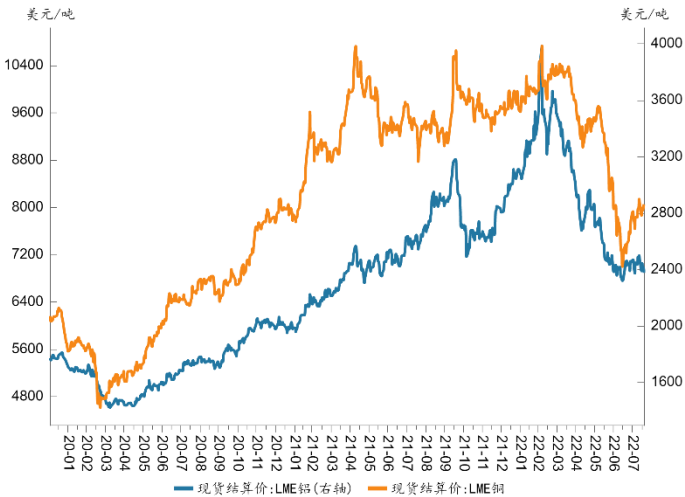
数据来源: wind, PICCAMC

有色-铜价震荡上行，铝价区间震荡，电解铝企业盈利开始承压

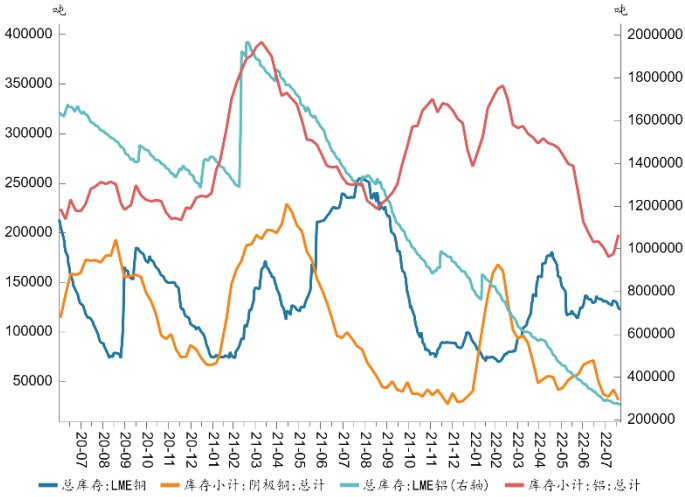


- ◆ **铜价震荡上行：**2022年7月中旬以来，铜价呈震荡向上走势。截至2022年8月22日，LME铜（现货结算价）为8041美元/吨，较7月中旬上涨14.87%。从库存角度观察，7月中旬以来，铜金属库存整体呈去化走势，显示下游需求尚可，限电影响尚未对铜下游需求产生较大影响。截至2022年8月22日，LME铜总库存和上期所阴极铜库存分别为12.26万吨和5.04万吨，较7月中旬分别下降5.98%和29.32%。
- ◆ **铝价区间震荡，整体维稳：**受限电以及地产投资边际走弱影响，国内电解铝供需两端受限。作为高耗电行业，国外电解铝产能受能源价格走高影响持续减产，对铝价格形成支撑。截至2022年8月22日，LME铝（现货结算价）为2387.50美元/吨，较7月中旬基本持平。从库存角度，受持续减产影响，LME铝总库存持续下降，截至2022年8月22日为27.33万吨，较7月中旬下降17.93%；国内上期所铝库存受下游需求影响有所增加，截至2022年8月19日为19.79万吨，较7月中旬上升3.78%。
- ◆ **冶炼企业盈利情况：**随着智利铜矿复产，铜精矿供应增加，港口库存升高，国内铜冶炼企业的原料供应充足，冶炼加工费(TC)近期整体处在较好水平。电解铝企业的上游原料氧化铝上半年价格走势平稳，同期电解铝价格大幅下降，考虑到电解铝企业用电成本随着阶梯电价的推行和限电影响或将有所上升，在当前电解铝价格下，部分较高成本电解铝企业已处于亏损状态。

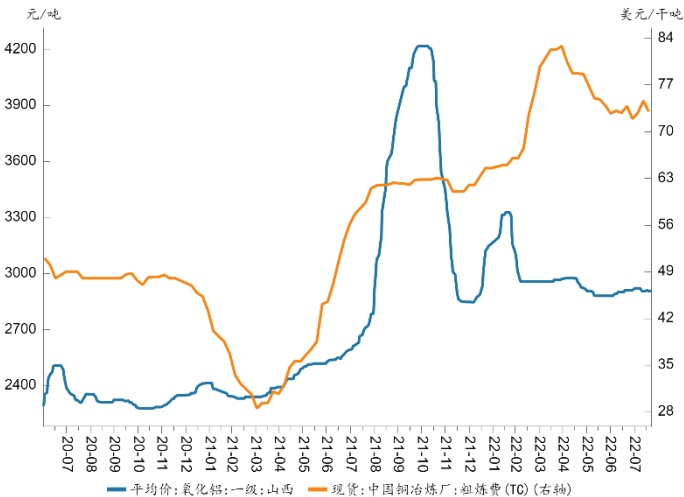
图表21：LME铜、铝价格走势



图表22：铜、铝库存走势



图表23：铜加工费TC和氧化铝价格走势



目 录

01

从中观看
宏观

02

信用市场
概况

03

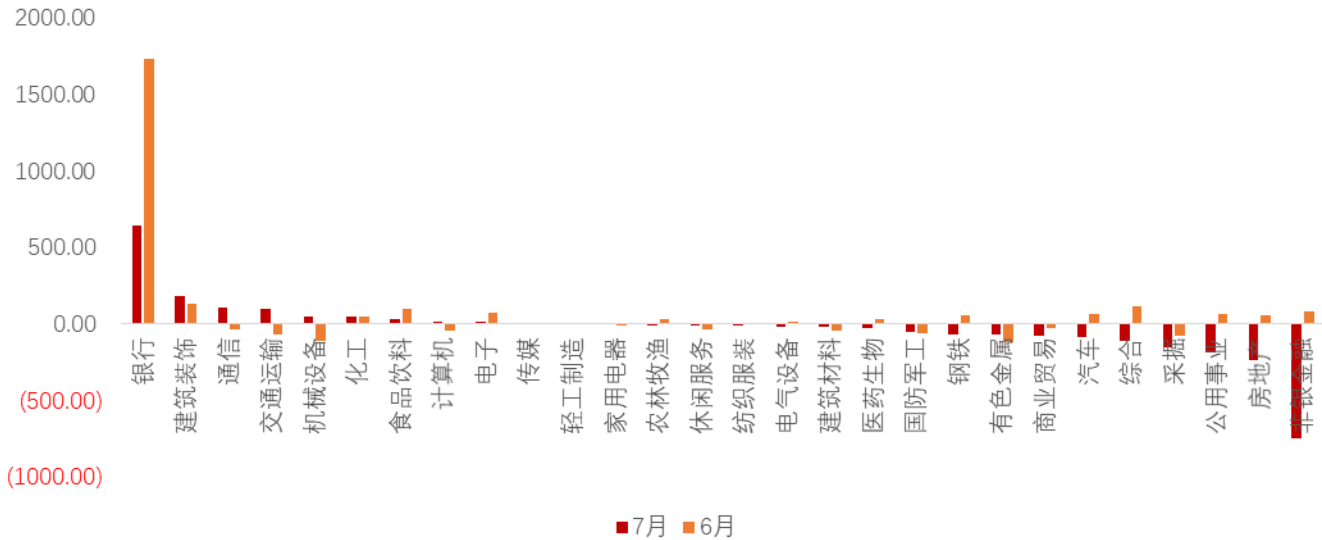
信用热点
跟踪

信用债发行及净融资环比下降，当期无新增境内首次违约主体

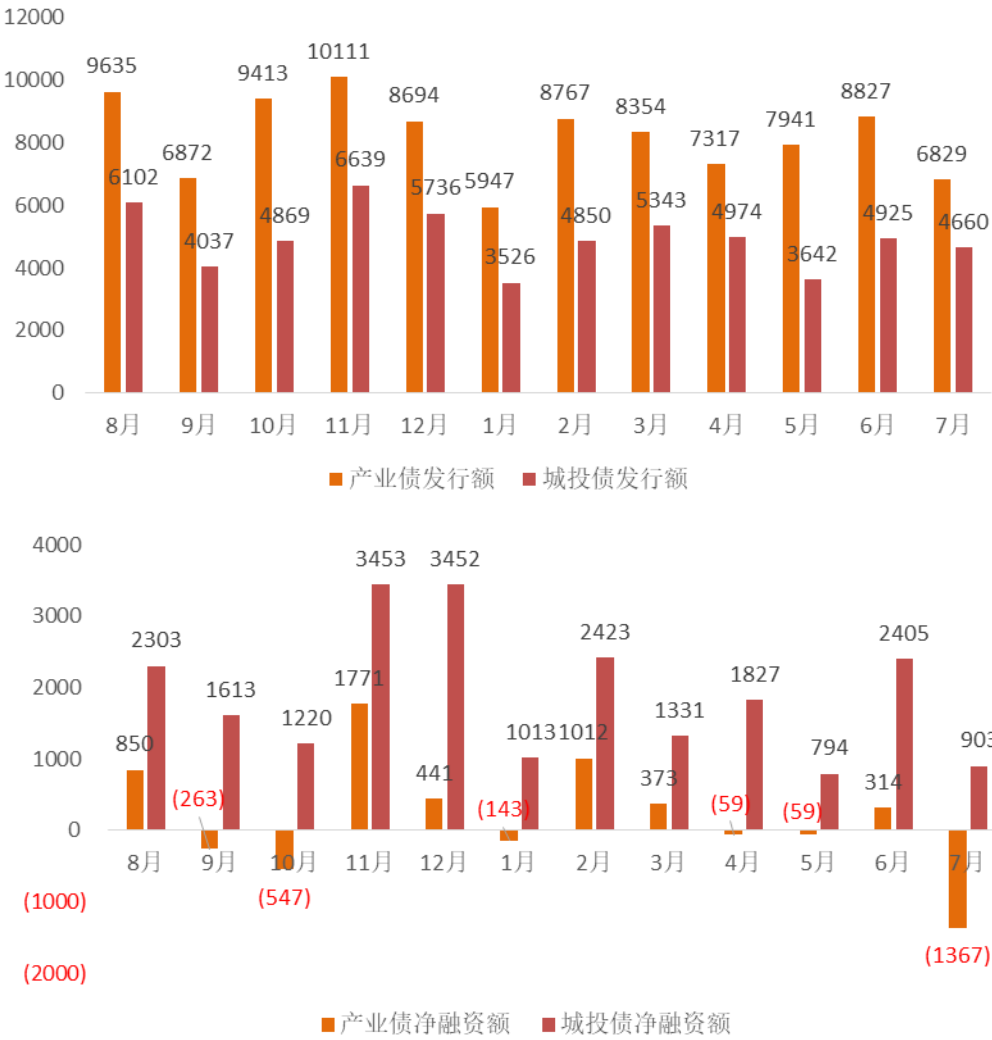


- ◆ 跟踪期内信用债发行环比下跌。本月城投债环比下降266亿，产业债环比下降1998亿；城投净融资额903亿元，较上月大幅下降但仍为正；产业债净融资额-1367亿，较上月下降1681亿元。
- ◆ 分行业来看，净融资规模居前的行业为**银行**；净流出居前的行业为**非银金融、房地产、公用事业、采掘**。

图表24：各行业产业债净融资额情况（亿元）



图表25：非金融产业债和城投债发行和净融资额情况（亿元）



注：统计周期为7月16日至8月15日

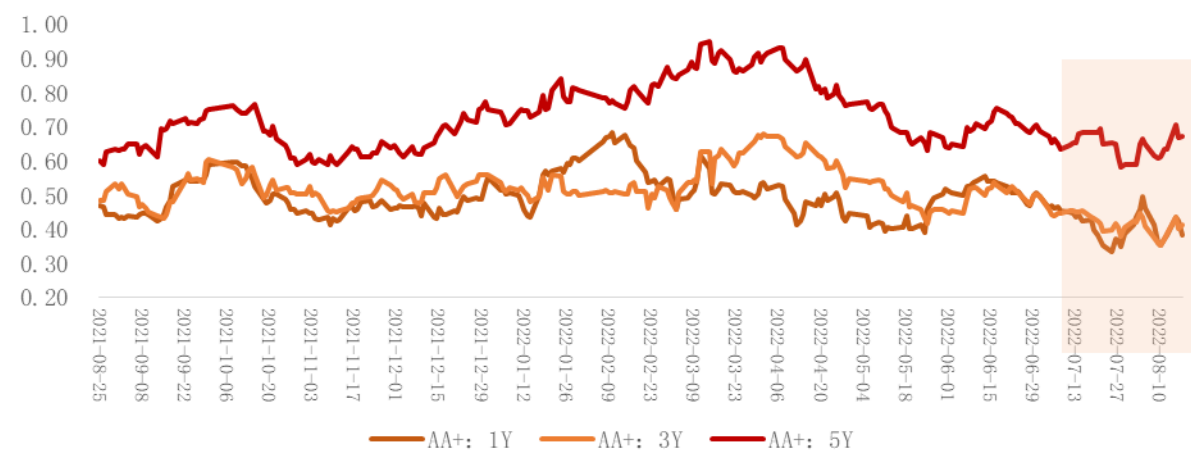
数据来源：Wind，PICCAMC

复苏弱于预期，地产风险仍在暴露，信用债收益率继续下行，利差震荡

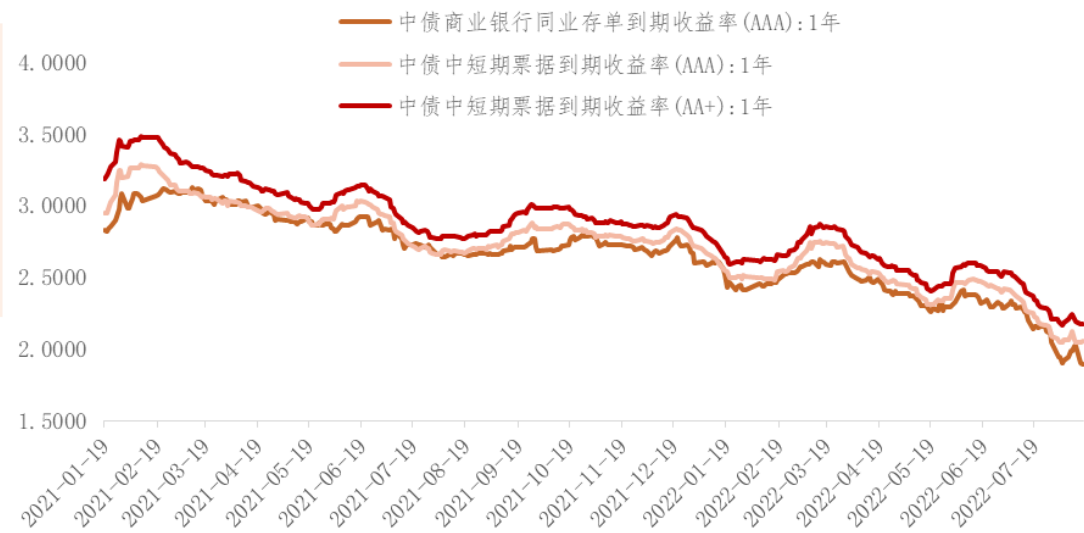


- ◆ 7月疫情反复，地产开工不振，金融数据及经济数据同步指向疲弱预期，各期限信用债收益率继续震荡下行。8月中下旬央行先后对MLF、LPR启动降息，后续需关注货币及财政刺激政策、地产纾困政策执行力度，以及经济数据回暖节奏对收益率的影响。
- ◆ 各期限等级信用债利差维持低位震荡，跟踪期内信用利差小幅走阔，中短期信用利差仍然处于历史极低水平。

图表26：中债中短期票据信用利差变动情况（单位：%）



图表27：同业存单和中短期票据收益率对比



	利差变动			历史分位数			当前值-min()		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA	3	1	7	2%	2%	33%	23	12	34
AA+	3	3	4	0%	2%	18%	8	8	36
AA	4	-9	2	0%	1%	18%	6	15	65
AA-	7	-6	5	72%	70%	86%	208	173	200

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为7月16日-8月15日

跟踪期内多数行业各等级信用利差普遍小幅压缩



- ◆ 跟踪期内，多数行业各等级信用利差小幅压缩。
- ◆ 房地产行业AAA利差上行主要为跟踪期内包括金科、新城、龙湖、宝龙、金地、旭辉、远洋等非国资高资质房企收益率上行。
- ◆ 计算机行业AAA主体利差大幅收窄主要因同方股份、联想控股的利差压缩。
- ◆ 轻工制造行业AAA主体中，金光纸业信用利差大幅下降。

图表28：不同等级信用利差较上月变化

	AAA	AA+	AA
交通运输	-0.35	-3.36	-15.83
休闲服务	2.35	1.66	-1.29
传媒	-1.06	-3.83	96.05
公用事业	-1.31	-3.49	1.37
农林牧渔	-0.40	-17.79	5.05
化工	0.89	-5.44	-106.49
医药生物	-2.69	0.91	14.74
商业贸易	4.27	9.56	-15.18
国防军工	0.81	--	--
城投	1.72	-7.67	-22.66
家用电器	--	-92.19	0.00
建筑材料	0.73	0.39	-2.87
建筑装饰	-2.70	-7.53	-1.58
房地产	11.62	-13.92	2.08
有色金属	-0.85	-1.14	--
机械设备	-0.53	-73.41	--
汽车	-9.33	1.77	--
电子	1.80	-4.58	2.25
电气设备	-4.43	11.69	-17.28
纺织服装	-4.86	-1.69	-1.68
综合	-0.58	-10.85	4.48
计算机	-69.77	-7.97	--
轻工制造	-144.76	-1.09	--
通信	-1.38	2.52	-8.20
采掘	2.32	-0.56	1.33
钢铁	3.34	-2.32	--
非银金融	-1.19	-5.22	0.17
食品饮料	-1.82	-6.72	-44.37

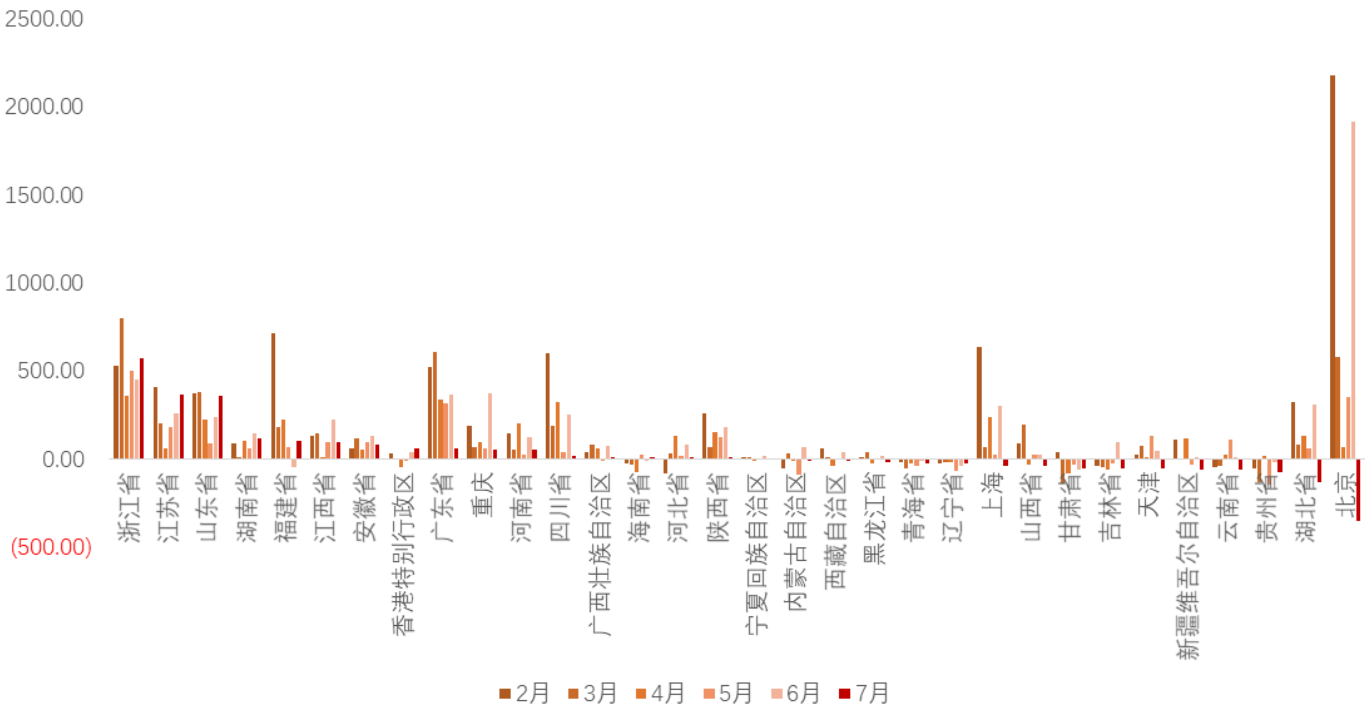
注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为7月16日-8月15日

辽宁、青海近半年信用债融资持续净流出，多数省份城投利差继续收窄



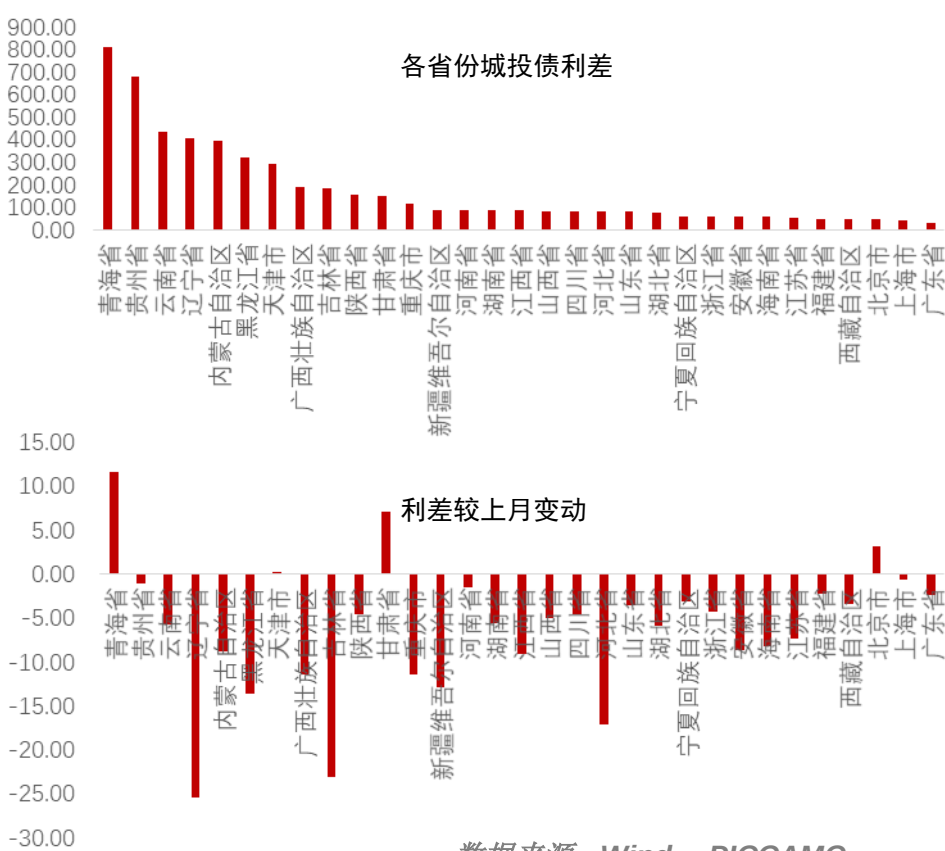
- ◆ 跟踪期内信用债净融资额主要分布在浙江、江苏、山东、湖南、福建、江西等省市；北京、湖北、贵州净流出排名居前，辽宁、青海近半年净融资持续为负，甘肃连续五个月净融资为负。
- ◆ 跟踪期各省份利差排名趋势保持稳定，多数省份城投利差继续压缩。青海、贵州城投利差保持在600BP以上高位，青海、甘肃、北京利差小幅走阔。

图表29：最近6个月分地区信用债净融资情况汇总（单位：亿）



注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为7月16日-8月15日

图表30：分地区城投信用利差及较上月变化情况（单位：BP）



数据来源：Wind，PICCAMC

目 录

01

从中观看
宏观

02

信用市场
概况

03

信用热点
跟踪

- ◆ 从银行视角，在出现不良资产冲击时，按照拨备、净利润、净资本的顺序依次吸收损失，其中净利润对不良资产损失的吸收通过动态过程实现，即以时间换空间的形式，在不良发生后若干时期内，通过健康资产创造利润的形式来吸收，静态视角下，银行对不良资产损失的吸收通过拨备和净资本缓释、外源资本补充来实现。
- ◆ 其中，静态视角下，风险缓释空间包括拨备缓释空间、资本缓释空间，综合来看，商业银行的风险缓释空间达7.69万亿：
- ✓ 拨备缓释空间=贷款损失准备-不良贷款。依据测算，截至2021年末，我国商业银行共计计提拨备5.6万亿，不良贷款规模合计2.85万亿，拨备缓释空间达2.76万亿。
但银行业拨备缓释空间表现分化，白名单银行中，除广州农商（BBB-/负面）外，普遍具备一定的拨备缓释空间，140家样本银行中，亦有18家银行拨备缓释空间表现为负值，表明其当前的拨备计提水平尚不足以覆盖不良贷款或逾期贷款，从区域上看，上述银行主要分布于东北、天津、河北、河南、广东等省，其中，哈尔滨、渤海、广农商、大连和盛京银行拨备缺口较大，分别高达287.21、158.11、116.4、59.08和56.65亿元。
- ✓ 资本缓释空间= $\min(\text{总资本}-\text{风险加权资本} \times \text{资本充足率监管下限}, \text{一级资本}-\text{风险加权资本} \times \text{一级资本充足率监管下限}, \text{核心一级资本}-\text{风险加权资本} \times \text{核心一级资本充足率监管下限})$ 。依据测算，截至2021年末，我国商业银行资本缓释空间达4.93万亿，但不同类型银行的资本充足水平亦存在较大差别，同样体现出国有行显著高于股份行、城商行，农商行最低的特征。140家样本银行基于2021年末资本缓释空间进行测算，依据测算结果，样本银行均具备一定的资本缓释空间。

- ◆ 表内房地产业务相关风险敞口主要包括房地产对公贷款、个人住房按揭贷款、房地产上下游企业贷款（建筑业）和投资类资产（非标、债券等）。表外业务方面，资管新规要求银行打破刚兑，实现净值化转型，因为银行不承担兑付责任，所以不会直接影响到银行的盈利水平。
- ✓ 其中， $\text{房地产对公信贷潜在不良风险敞口} = \text{商业银行房地产开发贷余额（21年末13.85万亿）} \times \text{各情景下行业预计违约率}$ ， $\text{房地产对公投资潜在不良风险敞口} = \text{房地产对公信贷潜在不良冲击风险敞口} \times \text{房地产对公投资对对公贷款系数（40\%）}$ 。
- ✓ $\text{个人住房按揭贷款潜在不良风险敞口} = \text{商业银行2019年以来新增一手个人按揭贷款} \times \text{各情景下行业预计违约率} \times \text{购房人选择违约比例（25\%）}$
- ✓ $\text{建筑类贷款潜在不良风险敞口} = \text{商业银行房地产对公信贷及投资合计潜在不良风险敞口} \times 40\%$
- ◆ $\text{房地产行业相关潜在不良实际风险敞口} = \text{房地产相关行业潜在不良风险敞口} - \text{已纳入不良贷款部分} - \text{未纳入不良贷款部分预计回收规模（假设回收率35\%）}$
- ◆ $\text{动态消化周期} = \text{房地产行业相关潜在不良实际风险敞口} / \text{净利润}$
- ◆ $\text{静态资本缺口} = \text{风险缓释空间} - \text{房地产行业相关潜在不良实际风险敞口}$

155家非城投类样本发债房企YY级别分布

图表31：非城投类发债房企YY级别分布

YY评级	地方国有企业	公众企业	民营企业	外商独资企业	外资企业	中外合资企业	中央国有企业	总计	YY评级累积分布	YY评级级别分布
2	-	-	-	-	-	-	0.38	0.38	6.48%	6.48%
3	0.07	0.28	-	-	-	-	0.38	0.72	18.80%	12.31%
4+	0.07	-	-	-	-	-	0.12	0.20	22.12%	3.32%
4	0.19	-	-	-	0.00	-	0.11	0.31	27.36%	5.24%
4-	0.06	-	-	-	-	0.11	0.32	0.49	35.78%	8.42%
5+	0.08	-	-	-	-	-	0.08	0.16	38.57%	2.79%
5	0.10	-	-	-	-	-	0.04	0.14	40.91%	2.35%
5-	0.11	0.08	-	-	-	-	0.12	0.31	46.11%	5.20%
6+	0.06	-	0.09	-	-	-	-	0.15	48.72%	2.60%
6	0.02	-	0.36	-	-	0.05	0.06	0.50	57.16%	8.44%
6-	0.05	-	-	-	-	-	-	0.05	58.02%	0.86%
7+	0.01	-	-	0.03	-	-	-	0.05	58.82%	0.80%
7	-	-	0.02	0.02	-	-	0.01	0.06	59.80%	0.98%
7-	0.03	-	0.19	0.04	0.05	0.05	-	0.35	65.73%	5.93%
8+	0.19	-	0.38	0.05	0.01	-	-	0.62	76.25%	10.52%
8	-	-	0.27	0.07	0.11	0.06	-	0.51	85.00%	8.75%
8-	0.07	-	0.12	0.04	-	0.03	-	0.26	89.42%	4.42%
9	0.12	0.03	0.42	0.03	-	-	-	0.61	99.79%	10.38%
10	-	-	0.01	-	-	-	-	0.01	100.00%	0.21%
总计	1.24	0.39	1.87	0.29	0.17	0.29	1.62	5.88	-	-

- ◆ 依据测算，在目前情况下，商业银行需承受的房地产行业相关潜在不良风险敞口为7.78万亿，其他假设情景的预测结果依次如下表所示，其中，情景4背景下，假设YY6+以下房企全部违约，对应商业银行需承受的房地产行业相关潜在不良风险敞口为15.84万亿，商业银行不良贷款率潜在增长6.67%，在房企全部违约的最极端情景下，对应商业银行需承受的房地产行业相关潜在不良风险敞口为29.39万亿，商业银行不良贷款率潜在增长12.38%。
- ◆ 当前情况，以及YY7+以下房企全部违约情形下，商业银行的风险缓释储备足够覆盖实际风险敞口，其他情景测算情况下的覆盖程度见上表，其中，情景4背景下，假设YY6+以下房企全部违约，商业银行风险缓释储备仅可覆盖77.32%的实际风险敞口，在房企全部违约的最极端情景下，商业银行风险缓释储备仅可覆盖41%的实际风险敞口，商业银行存在资本补足需求。

图表32：各情景下风险冲击程度

情景	情景1	情景2	情景3	情景4	情景5	情景6
情景释义	目前已出现负面信用事件房企	YY7+以下全部违约	非国资控股房企全部违约	YY6+以下全部违约（碧桂园、远洋）	YY5+以下全部违约（建发、金地）	全部违约
行业预计违约率	26.48%	41.98%	51.29%	53.89%	64.22%	100.00%
房地产行业相关潜在不良风险敞口	7.78	12.34	15.07	15.84	18.87	29.39
商业银行潜在不良贷款率增长	3.28%	5.20%	6.35%	6.67%	7.95%	12.38%
房地产行业相关潜在不良风险敞口已纳入不良规模	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
房地产行业相关潜在不良风险敞口未纳入不良部分预计回收规模	2.53	4.13	5.09	5.35	6.42	10.10
房地产行业相关潜在不良风险实际敞口	4.71	7.67	9.44	9.94	11.92	18.75
风险缓释空间	7.69	7.69	7.69	7.69	7.69	7.69
风险缓释空间/实际风险敞口	163.33%	100.26%	81.39%	77.32%	64.51%	41.00%
动态消化周期	2.15	3.51	4.32	4.55	5.46	8.58
静态资本缺口	2.98	0.02	-1.76	-2.25	-4.23	-11.06

数据来源：Wind，PICCAMC

- ◆ 整体而言，当前我国商业银行具备一定的拨备和资本缓释空间，资产质量受到房地产行业潜在风险冲击程度仍然可控，即便在情景3-6的情形下，商业银行存在一定的资本补足缺口，但无论从静态资本缺口还是从动态消化周期来看，仍然在宏观可控的状态。商业银行系统重要性极强，监管对银行业保持持续、动态的监控，从过去包商、锦州、恒丰的处置案例来看，在银行业内出现点状信用问题时，监管均通过政府注资、资产不良剥离等手段予以及时、有效的干预。即便在90年代末期，四大行不良率上升至1998年的31.3%，资本充足率仅不到3%，而1997年中央财政收入总额仅1.1万亿，尚存在赤字，无法直接注资的情形下，亦通过成立四大AMC，吸收四大行的坏账，并同步通过财政部发行2700亿元特别国债对四大行进行注资。
- ◆ 但中、微观层面，结构分化仍然存在，呈现强者恒强，尾部偏弱的格局，部分城农商行资产质量压力仍然较大。依据央行2021年四季度金融机构评级结果，高风险机构（央行分类在8级以上）数量虽自2018年的587家下降至**316家**，总资产占银行业总资产的1%，但主要集中在城农商行层面。根据《中国金融稳定报告（2021）》，截至21年2季度辽宁、甘肃、内蒙古、河南、陕西、吉林、黑龙江等省份高风险机构数量较多。由于经营区域的负向循环、以及自身公司治理不善等原因，部分弱资质地区、特别是民营成分占比较高的银行可持续经营能力不足，需引起关注。

中小银行专项债加快发行，压实地方政府化解风险责任



- ◆ 2020年7月国常会决定在新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本的新途径。中小银行专项债作为创新资本补充工具，为银行补充资本金的方式主要有金控平台间接入股、转股协议存款、阶段性持股等。首批2000亿元支持中小银行发展类专项债于2021年9月发行完毕，实际发行2100亿元，支持了20省315家中小银行补充资本，从支持的机构类型来看，根据标普信评报告，这2100亿元中小银行专项债支持农村金融机构占比达到9成左右，按照资金支持规模来看，专项债接近2/3的募集资金用于支持农村金融机构，1/3用于支持城商行。从支持的区域来看，中小银行专项债发行量主要集中在中小机构风险偏大，注资需求更高的地区。当前各地中小银行资本补充专项债发行工作持续推进，对于中小银行而言，专项债资金可用来补充银行核心一级资本，资本补充层级较高，且门槛明显降低，诸如农商行、农信社等资产规模更小、信用评级更低的中小型金融机构也可获得资本补充。第二批3200亿额度专项债已经开始发行，目前发行435亿，下一步银保监会将按照“省里有方案，能快则快，分批发行”的原则，督促地方政府尽快上报方案，加快审批进度，尽早完成专项债的发行工作，发挥其防风险保稳定促增长作用。
- ◆ 与此同时，弱区域中小银行区域整合进度亦有所提速，辽沈银行、山西银行等省级城商行相继成立，可在整合调动区域资源、治理结构优化等方面提升银行主体的抗风险能力。
- ◆ 《中华人民共和国金融稳定法（征求意见稿）》，从顶层设计的角度，统筹协调跨领域监管，压实各方的职责，强调在出现信用风险的情形下，坚持处置风险先自救纾困后外部救助的原则，按照如下次序依次采取被处置机构积极自救化险（如股东与实际控制人补充资本）、市场化法治化处置（如市场化并购重组）、存款保险基金、行业保障基金资金、地方公共资源（危及区域稳定且市场化难以化解）、金融稳定保障基金（重大金融风险及金融稳定）等措施。

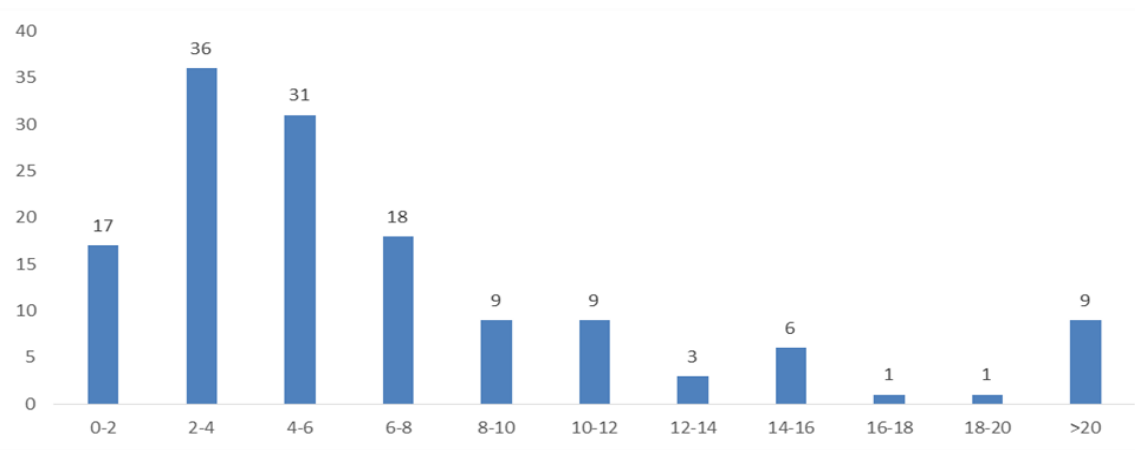
◆ 当前情况下，除黑龙江、天津之外，全国大部分区域财力对静态资本缺口的支撑水平较高，在情景4背景下，假设YY6+以下房企全部违约，福建、天津、黑龙江、上海、辽宁、甘肃、吉林的区域财政注资压力较大（其中，上海主因浦发银行缺口较大，福建主因兴业银行缺口较大），在房企全部违约的最极端情景下，全国大部分区域财政均存在不同程度的注资压力，其中福建、天津、辽宁、甘肃、黑龙江、吉林、上海存在较明显的注资压力。综合考虑当地的经济发展及财政实力，天津、东北、甘肃区域的财政银行注资压力较大，需予以重点关注。

图表33：各情景下区域注资压力测算

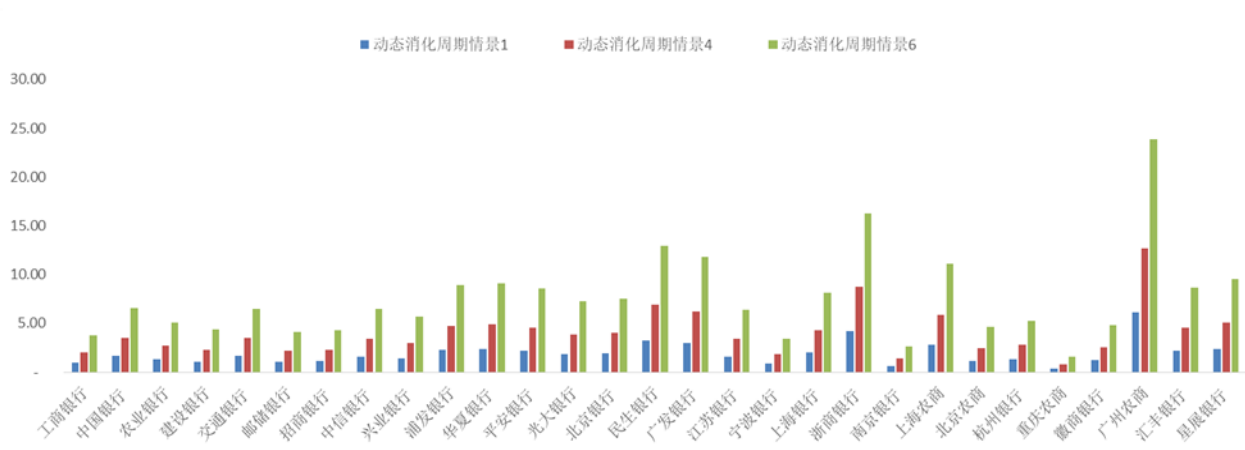
区域	公共预算收入	情景1：静态资本缺口/公共预算收入	情景2：静态资本缺口/公共预算收入	情景3：静态资本缺口/公共预算收入	情景4：静态资本缺口/公共预算收入	情景5：静态资本缺口/公共预算收入	情景6：静态资本缺口/公共预算收入
福建省	0.34	11.35%	-16.42%	-33.09%	-37.76%	-56.27%	-120.38%
天津	0.21	-12.56%	-24.77%	-32.10%	-34.15%	-42.29%	-70.48%
黑龙江	0.13	-22.34%	-27.09%	-29.95%	-30.75%	-33.92%	-44.89%
上海	0.78	-0.52%	-16.19%	-25.59%	-28.22%	-38.67%	-74.84%
辽宁省	0.28	-8.02%	-17.75%	-23.59%	-25.23%	-31.71%	-54.17%
甘肃省	0.10	-7.76%	-17.31%	-23.04%	-24.64%	-31.00%	-53.03%
吉林省	0.11	-8.08%	-15.94%	-20.67%	-21.99%	-27.23%	-45.39%
广西	0.18	-5.86%	-11.76%	-15.31%	-16.30%	-20.24%	-33.88%
山东省	0.73	-3.46%	-10.40%	-14.56%	-15.73%	-20.35%	-36.36%
北京	0.59	5.82%	-5.38%	-12.10%	-13.98%	-21.44%	-47.29%
江西省	0.28	-2.97%	-8.21%	-11.35%	-12.23%	-15.72%	-27.81%
浙江省	0.83	8.47%	-1.28%	-7.13%	-8.76%	-15.26%	-37.76%
河北省	0.42	-0.60%	-4.73%	-7.21%	-7.90%	-10.65%	-20.19%
河南省	0.43	-1.81%	-4.90%	-6.75%	-7.27%	-9.33%	-16.47%
贵州省	0.20	6.22%	-1.37%	-5.93%	-7.21%	-12.27%	-29.80%
湖北省	0.33	-0.28%	-3.53%	-5.48%	-6.02%	-8.18%	-15.67%
湖南省	0.33	2.11%	-2.28%	-4.92%	-5.65%	-8.58%	-18.72%
海南省	0.09	-2.89%	-4.23%	-5.04%	-5.26%	-6.16%	-9.26%
广东省	1.41	2.48%	-1.75%	-4.29%	-5.00%	-7.82%	-17.59%
四川省	0.48	0.63%	-1.95%	-3.50%	-3.94%	-5.66%	-11.62%
陕西省	0.28	1.15%	-1.36%	-2.86%	-3.29%	-4.96%	-10.74%
宁夏	0.05	0.81%	-1.49%	-2.87%	-3.25%	-4.79%	-10.09%
安徽省	0.35	2.84%	0.25%	-1.30%	-1.73%	-3.45%	-9.41%
内蒙古	0.23	-0.35%	-0.55%	-0.66%	-0.70%	-0.82%	-1.27%
山西省	0.28	1.04%	0.35%	-0.07%	-0.19%	-0.65%	-2.25%
云南省	0.23	3.46%	2.85%	2.49%	2.38%	1.98%	0.57%
江苏省	1.00	9.66%	5.58%	3.12%	2.44%	-0.29%	-9.73%
中央	20.25	16.91%	10.91%	7.31%	6.30%	2.30%	-11.55%
重庆	0.23	22.90%	18.47%	15.82%	15.08%	12.13%	1.92%

◆ 个体银行而言，从动态消化周期的角度来看，如果银行的**动态消化周期超过10年**，表明该银行的存量房地产包袱较大，其通过自身造血消化房地产不良历史包袱的难度较高，测算表明，情景4的背景下，140家数据可得样本银行中，有29家银行动态消化周期超过10年，占比20.71%，考虑到单个银行的信用风险可通过同业业务传导，如监管未予以及时介入并进行风险切割，或引发一定程度的系统性风险，需对同业链条传导风险保持关注。

图表34：样本银行动态消化周期分布



图表35：白名单银行动态消化周期



数据来源：Wind，PICCAMC

- ◆ 测算过程并未考虑到在房价大幅下跌情形下可能带来的经济、个人收入、房地产销售下行压力及个人住宅按揭贷款不良率上升的风险。
- ◆ 各情景下假设下的房地产行业违约率以发债房企作为样本，但中小型房企项目因数据缺乏可得性，无法有效测算。同理，对区域冲击程度等方面的测算，均基于140家样本银行得出，可能与实际情况存在偏差。
- ◆ 参数设置方面，地产开发贷、建筑类贷款、个人住宅抵押贷款违约回收率，不良率等数据依据经验给定，与实际情况可能存在一定差距。
- ◆ 此外，样本银行测算方面，不同情景下测算依据的房地产行业违约率是依据发债地产行业整体违约率线性外推而来，假设银行均匀投资整个房地产行业的不同层次，各银行实际房地产业务不良率依据其在展业过程中风险偏好不同而存在差异。

重要声明



本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中国人保资产管理有限公司，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本文作者以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中国人保资产管理有限公司

北京

北京市西长安街88号8层（邮编：100031）

电话：(8610) 69009500

传真：(8610) 69009546

上海

上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座20、21、22、25层（邮编：200122）

电话：(8621)38571800

传真：(8621) 68598911

深圳

深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心（一期）B栋1801A（邮编：518040）

电话：（0755）21846585

做有温度的人民保险