

# 宏观点评 20210528

## 南北信用分化表现如何？

2021年05月28日

### 观点

■ 4月，呼和浩特春华水务公告称部分债务逾期，北方地区防风险压力仍存。北方多地出台了债务化解措施，例如河南成立偿债保障基金、天津出台国企改革政策等，但受信贷结构不均衡，信用风险事件的冲击，以及南北经济结构等因素影响，南北信用分化问题仍然显著。为进一步探讨南北分化下的信用风险以及如何应对，我们做如下分析。

■ **信贷区域表现分化，北方地区新增社融下降趋势明显。**一季度北方地区新增社融占比不到30%，下降趋势明显（图1），多地面临信贷萎缩压力，比如青海、天津等。与之对比，南方地区仅广东、江苏、浙江三地新增社融占比超38%，经济强省更容易获得信贷支持，整体来看，流动性向南方地区倾斜，南北信贷环境分化。

■ **国企违约冲击下，南北经济结构特征导致信用债市场分化，表现出“两个走阔，一个下降”特征，具体如下：**

**国企、央企利差走阔。**一系列国企违约风险事件之后，信用市场分化明显，央企、国企信用利差迅速走阔（图2），其中国企利差上行逾50BP，央企利差上行34BP，民企利差走势相对平稳。风险事件引发了市场对国企信用的担忧，叠加地方债务化解及疫情过后政策正常化影响，今年一季度国企违约的比例进一步上升，北方经济更为依赖国企，对北方信用环境冲击更大。

**区域利差走阔。**受南北经济结构影响，国企利差上行直接导致了区域利差走阔。我们用城投债的区域利差来测算地区信用风险差异，利差超过200BP的共有8个省，其中5个位于北方地区，分别是黑龙江、天津、青海、吉林、辽宁。从图3可知，区域利差在永煤事件后迅速上行，弱资质地区上行更为显著。结合上述地区信用债的到期分布来看（图4），2021-2023年债券偿还压力较大，融资成本仍高，需进一步关注上述地区在未来的再融资情况。

**净融资下降。**区域融资情况分化（图5），北方净融资下降更为明显，特别是河北、辽宁、山西等地区，新发行债券难以覆盖到期债券。强资质地区，例如江苏、广东等地，净融资受影响较小。从区位上看，河北、山西等北方地区融资难度较大，南方地区整体净融资状况优于北方。

■ **该如何应对：**1) **关注是否会放开限产。**北方经济较为依赖传统重工业，比如钢铁，生产受限于环保限产政策。可以持续关注政策是否会因为南北分化加剧而放开限产。2) **关注信贷结构优化进展。**今年3月央行在全国24家主要银行信贷结构优化调整座谈会上表示要充分认识优化调整信贷结构的必要性和紧迫性，优化信贷结构。后续可以关注北方地区新增社融占比下降趋势能否遏止，是否出台信贷结构优化相关政策。

■ 整体来看，南北信用分化趋势短期内不会扭转，市场对北方信用环境信心不足，目前弱资质地区纷纷出台防风险政策（表1），改善区域信用环境，比如山西地区积极协调当地金融资源、组织调研，河南、广西多地成立信用保障基金，天津推进国企改革方案等，随着各地释放积极信号，有助于稳定市场预期。

■ **风险提示：**信用政策超预期变化，融资环境超预期变化，二季度债券供给超预期，债务管控政策超预期。

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 周璐

18928480318

zhoulu@dzwzq.com.cn

### 相关研究

1、《宏观点评 20210526：铜价之后，金价有望创新高》2021-05-26

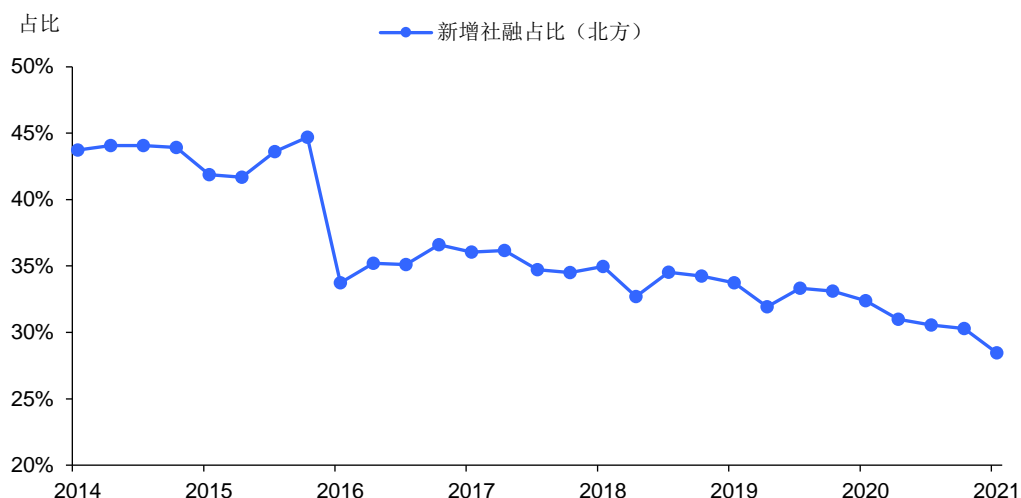
2、《宏观点评 20210525：人民币升值可以缓解输入性通胀压力吗？》2021-05-25

3、《宏观点评 20210524：期待的消费反弹为何迟迟不来？》2021-05-25

4、《宏观点评 20210523：美联储年内不大可能宣布 taper》2021-05-23

5、《宏观点评 20210520：房地产投资为何一直保持韧性？》2021-05-20

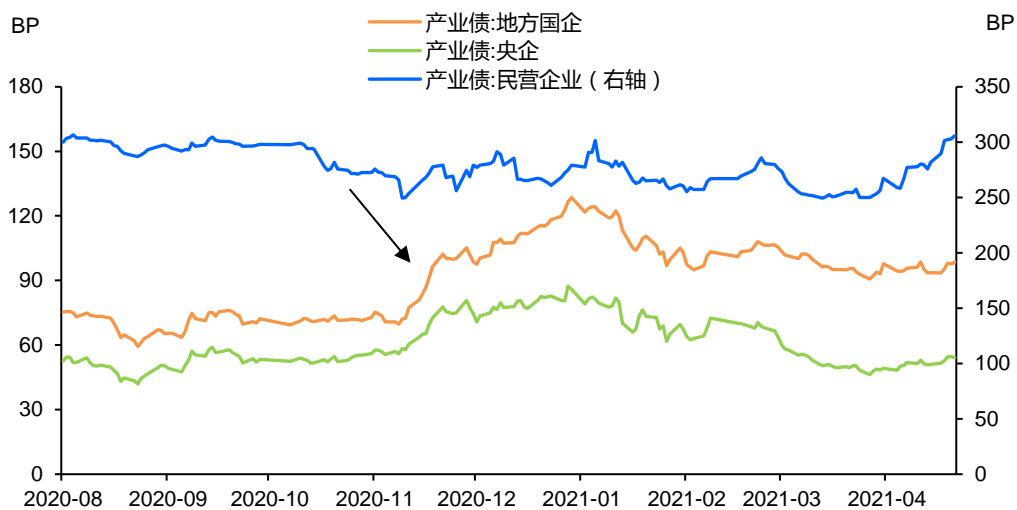
图 1：北方地区新增社融占比呈下降趋势



备注：本文中的南北划分是以秦岭淮河一线为界，根据广泛认知，本文中甘肃、陕西、河南为北方，江苏、四川、安徽为南方。

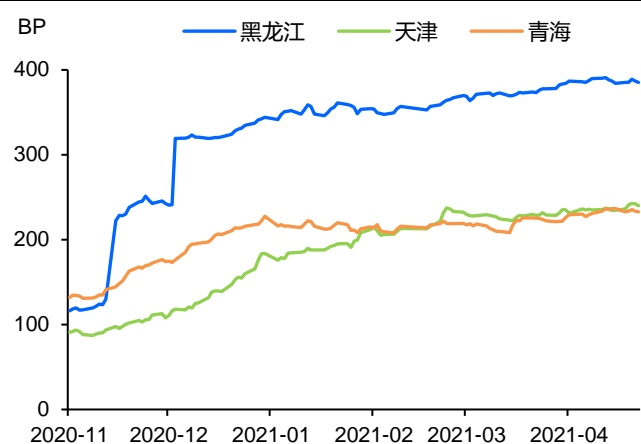
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：华晨、永煤事件后，国企、央企信用利差走阔



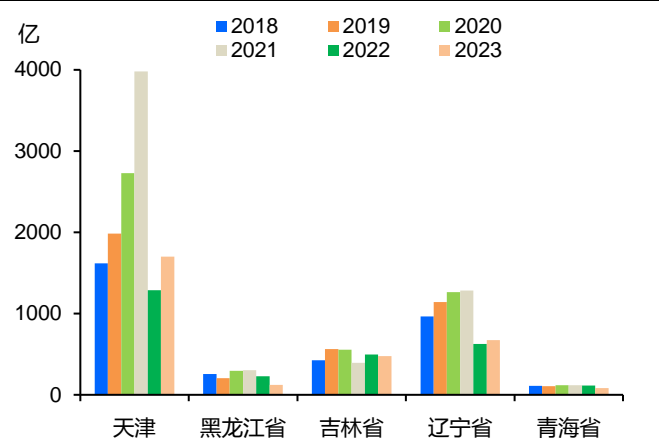
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 区域利差逾 200BP 的部分北方地区省份



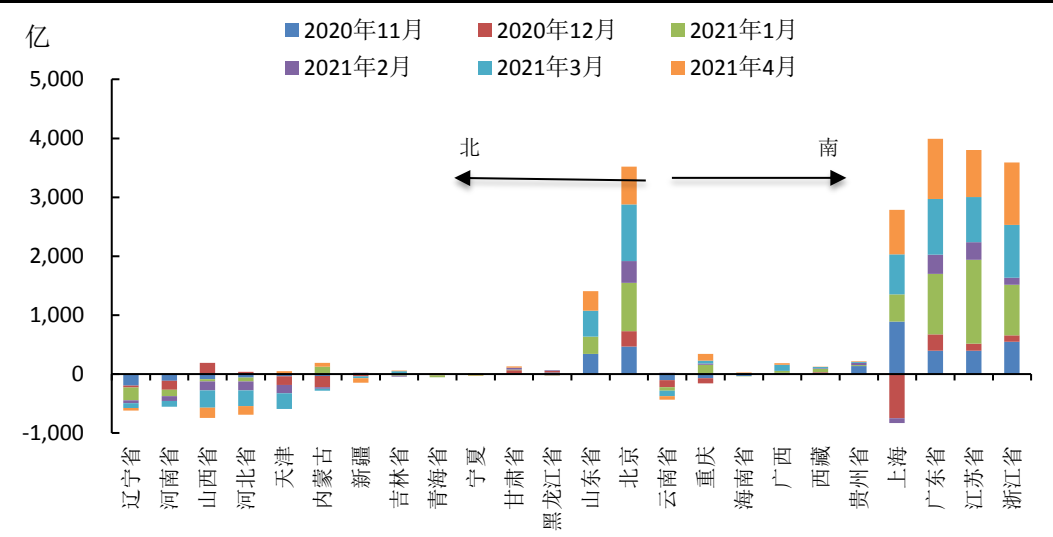
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 信用债到期压力仍存



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 部分地区融资情况变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: 近期信用政策频发

时间	内容
3月4日	财联社报道山西省级层面正组织有关金融单位,酝酿建立省属煤企折价债券回购长效机制,以有效应对二级市场债券价格异动,维护省属煤企债券价格稳定。
3月26日	国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》,指导地方国资委进一步加强国有企业债务风险管控工作,要依法处置债券违约风险,严禁恶意逃废债行为。
4月6日	银行间市场交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期风险管理工作指南》要求存续期管理机构对企业的信用风险进行分类管理,监测可能影响企业偿付能力的重要信息,视情况每年选择部分关注池企业开展压力测试等。
4月8日	国资委印发《关于报送地方国有企业债务风险管控情况的通知》,研究制定了地方国有企业债务风险和债券风险监测报表,要求地方国企按时报送债务风险监测报表,权益类永续债占净资产比例不得超40%。
4月13日	国务院公布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》,提出清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。
4月21日	由山西省国运和山西省人民政府金融工作办公室主办的金融机构进晋入企调研活动在太原启动,旨在促进全国各类金融机构深入全面了解山西省属企业新一轮战略重组后的新发展、新面貌,强化银企对接合作。
4月22日	沪深交易所分别发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》,对公司债券审核中的重点关注事项及信息披露要求作了具体规定,对于总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA(含)的城投主体,需要限制其发债规模,并将新发债券用于偿还存量债券。
4月23日	天津市人民政府关于推动天津城市基础设施建设投资集团有限公司深化改革转型升级实现高质量发展的方案获批,将天津城投改组为国有资本投资公司,定位为城市综合运营服务商。
	河南省企信保基金核准登记,总规模300亿,首期规模50亿,意在化解河南国企债

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\\_19829](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19829)

