

宏观经济信用观察

(二零二二年十一月月报)

疫情短期冲击经济恢复 扩大内需提振市场信心

主要经济指标单位：%

指标名称	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11
GDP (万亿)	-	-	30.76	-	-
GDP 同比增速	-	-	3.90	-	-
工业增加值	3.80	4.20	6.30	5.00	2.20
固定资产投资	5.70	5.80	5.90	5.80	5.30
房地产投资	-6.40	-7.40	-8.00	-8.80	-9.80
基建投资	7.40	8.30	8.60	8.70	8.90
制造业投资	9.90	10.00	10.10	9.70	9.30
社零同比增速	2.70	5.40	2.50	-0.50	-5.90
出口增速	18.00	7.10	5.70	-0.30	-8.70
进口增速	2.30	0.30	0.30	-0.70	-10.60
CPI 同比涨幅	2.70	2.50	2.80	2.10	1.60
PPI 同比涨幅	4.20	2.30	0.90	-1.30	-1.30
调查失业率	5.40	5.30	5.50	5.50	5.70
社融存量增速	10.70	10.50	10.60	10.30	10.00

注：1.GDP 数据为当季值，总额按现价计算，同比增速按不变价格计算；
2.固定资产投资数据为累计同比增速，基建投资不含电力；3.消费数据为社会消费品零售总额当月同比增速；4.出口同比增速、进口同比增速均以美元计价；5.社融存量增速为期末值
数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2022 年 11 月，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多发广发，工业生产回落、服务业生产同比增速转负，房地产投资、消费、出口同比降幅扩大，基建和制造业投资保持高速增长对经济形成一定的支撑。12 月疫情防控放开之后，短期感染病例大幅攀升继续冲击经济，感染高峰结束后经济将逐步恢复。
- 信用环境方面，2022 年 11 月，受国内疫情多发广发、市场利率上行、国内外需求双双走弱和财政支撑力度减弱等因素影响，实体经济融资需求总体仍偏弱，社融规模继续回落；信贷结构延续分化态势，企业中长期贷款需求继续改善，但居民贷款需求持续走弱。银行间市场流动性先紧后松，企业综合融资成本明显上行。
- 政策环境方面，报告期内，继续部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效，巩固经济回稳向上基础。召开中央经济工作会议，分析当前经济形势，为明年经济工作定向领航。出台扩大内需战略顶层设计，为推动经济持续健康发展提供重要基础。进一步优化落实疫情防控措施，更好统筹疫情防控和社会经济发展。宏观政策立足扩大内需，畅通内循环，支持鼓励民营经济发展，提振市场信心。
- 主要行业方面，房地产销售端降幅继续扩大，“保交楼”进度有所放缓，同时房企资金来源降幅扩大，资金面压力显著增加。财政承压或对城投企业的经营回款和债务偿付产生负面影响，城投行业再融资环境仍然较为紧张，偿债压力较大。



一、宏观经济与行业运行情况

2022年11月，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多发广发，工业生产回落、服务业生产同比增速转负，房地产投资、消费、出口同比降幅扩大，基建和制造业投资保持高增长对经济形成一定的支撑。12月疫情防控放开之后，短期感染病例大幅攀升继续冲击经济，供需两端均受到扰动，预计感染高峰结束后经济将逐步恢复。

1. 生产端：工业生产回落，服务业生产同比下降

工业生产回落，汽车生产大幅放缓。2022年11月，我国规模以上工业增加值同比增长2.20%，较上月回落2.80个百分点，主要受疫情反弹、市场需求不足等因素影响；1-10月累计同比增长3.80%，增速比1-10月回落0.20个百分点。行业方面，采矿业增加值同比增速较上月加快1.90个百分点至5.90%，其中**油气开采、煤炭开采**行业增加值增长均有所加快。制造业增加值同比增速回落3.20个百分点至2.00%，其中仅**化学制品、有色金属**行业增加值同比增长有所加快；**汽车制造业**增加值同比增速大幅回落；**饮料制造、电子设备、食品制造和医药制造业**增加值同比由上月的增长转为下降；**纺织业**增加值同比降幅进一步扩大。

图1. 工业增加值当月同比增速¹

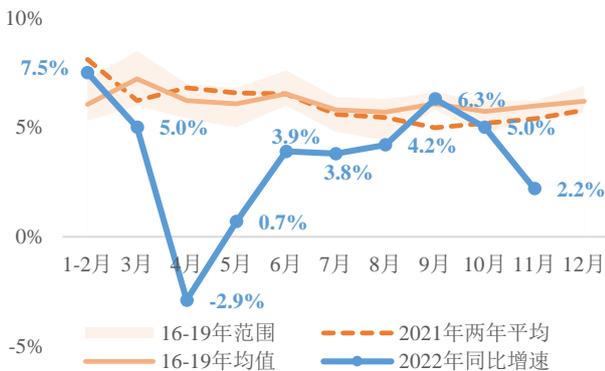
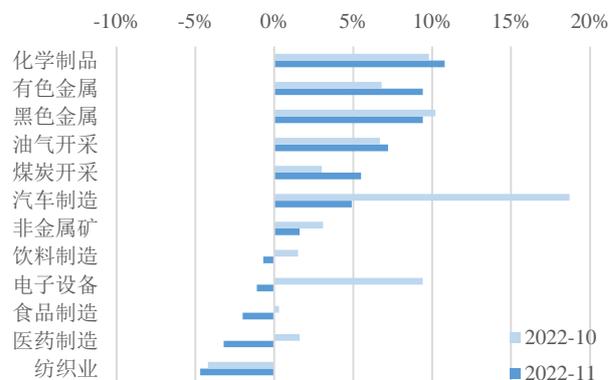


图2. 主要行业增加值当月同比增速²



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

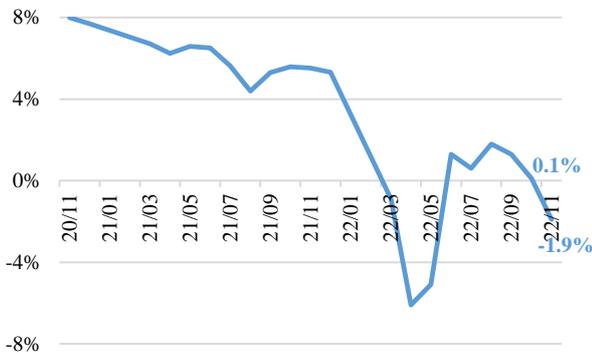
国内疫情点多面广频发，服务业生产同比再次下降。11月服务业生产指数同比由10月的增长0.10%转为下降1.90%；11月服务业商务活动指数回落至45.10%，服务业市场活跃度减弱，道路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等接触性聚集性行业商务活动指数低于38.00%，行业业务总量明显回落。邮政业商务活动指数升至55.40%，位于较高景气区间，主要是在“双十一”促销活动的带动下，快递需求量明显上升；货币金融服务、保险等金融行业均高于57.00%，业务总量较快增长，为服务实体经济发展提

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

²图中黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；油气开采为石油和天然气开采业；煤炭开采为煤炭开采和洗选业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业。

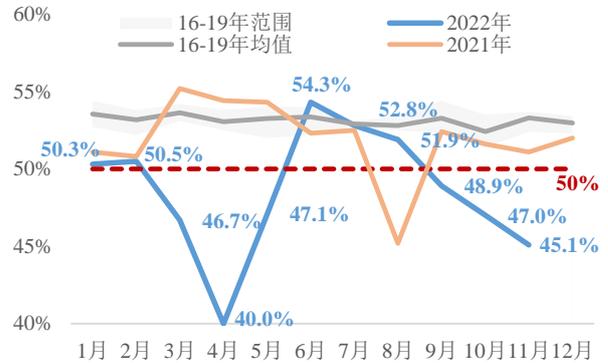
供有效支持。12月疫情防控放开之后，短期感染病例大幅攀升导致服务业继续承压，预计感染高峰结束后才能逐步恢复。

图3. 服务业生产指数当月同比增速



注：服务业生产指数2021年数据为两年平均增速

图4. 服务业商务活动指数

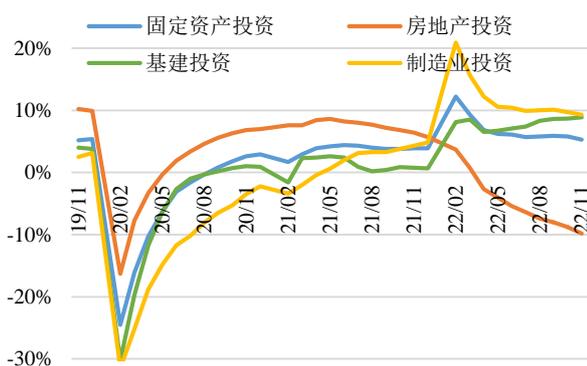


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2. 需求端：基建、制造业投资保持较快增长，消费、出口当月同比降幅扩大

固定资产投资小幅回落，房地产投资进一步探底。2022年1-11月全国固定资产投资（不含农户）52.00万亿元，同比增长5.30%，增速较1-10月回落0.50个百分点。**房地产开发投资进一步探底**，1-11月房地产投资同比降幅扩大1个百分点至9.80%，11月商品房销售面积与销售金额同比降幅再次扩大，抑制投资端的修复；**基建投资增速继续向上**，适度超前开展基础设施投资，加快布局新型基础设施建设，加强薄弱领域补短板，有力支撑基础设施投资回升；**制造业投资保持高位**，各方面积极支持重点领域设备更新改造，推动扩大制造业中长期贷款投放，强化投资要素保障，促进制造业投资较快增长。

图5. 固定资产投资累计同比增速



注：2021年数据为两年平均增速，基建投资不含电力。

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

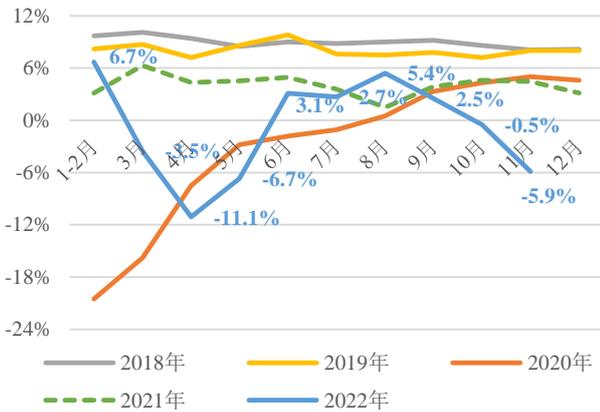
表1. 三大领域投资增速

三大领域	2022年 1-11月	2022年 1-11月	2021年 1-11月 两年平均
房地产	-9.80	-8.80	6.40
基建	8.90	8.70	0.75
制造业	9.30	9.70	4.30

消费同比降幅扩大，非必需类商品销售和聚集型消费受到明显冲击。2022年11月社会消费品零售总额（下称“社零”）3.86万亿元，同比下降5.90%。11月本土疫情波及全国多数省份，居民出行减少、消费场景受限，餐饮收入同比降幅扩大至8.40%，聚集型消费受到明显冲击。限额以上商品方面，仅中西药品、食品两项基本生活消费品销售额同比保持增长；石油及制品、汽车和饮料零售额同比由增长转为下降；通

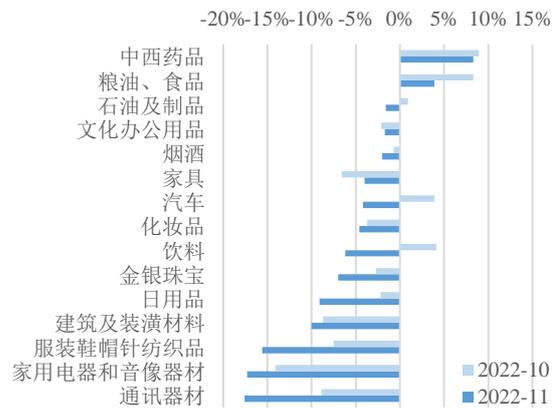
讯器材、服装等非必需类商品销售额同比降幅扩大明显；家用电器和音响器材、建筑及装潢材料等房地产链条商品销售额同比降幅进一步扩大。12月疫情防控优化之后，各地感染数量快速增长，对消费恢复的冲击或将持续。

图6. 社零当月同比增速情况



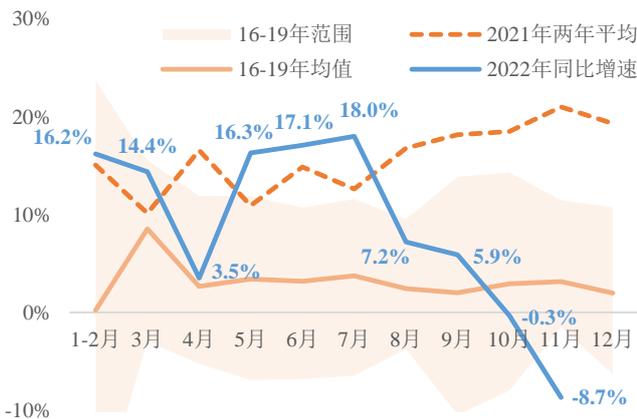
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图7. 主要商品零售额当月增速情况



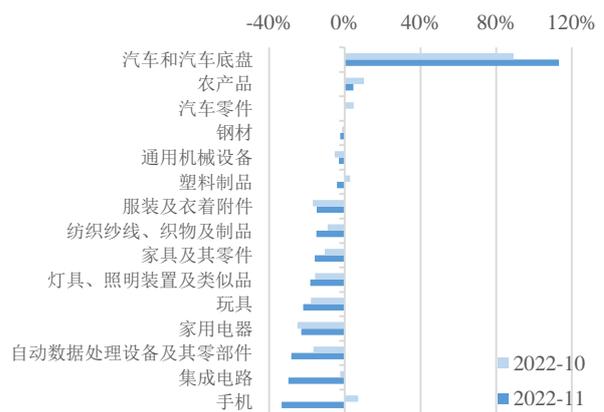
出口同比降幅扩大。2022年11月，我国出口2960.90亿美元，进口2262.50亿美元，贸易顺差698.40亿美元。11月出口同比降幅扩大8.40个百分点至8.70%；环比下降0.76%，显著低于季节性水平（2017-2021年均值为增长8.94%），主要是受到外需减弱叠加高基数的影响。主要出口商品方面，多数商品出口金额同比下滑，其中汽车和汽车底盘出口金额增长进一步加快；手机出口金额同比转为大幅下降；集成电路、自动数据处理设备及其零部件出口额降幅较大。向前看，在全球需求增长放缓、基数走高的持续影响下，未来需持续关注出口下行风险。

图8. 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图9. 主要出口商品金额同比增速



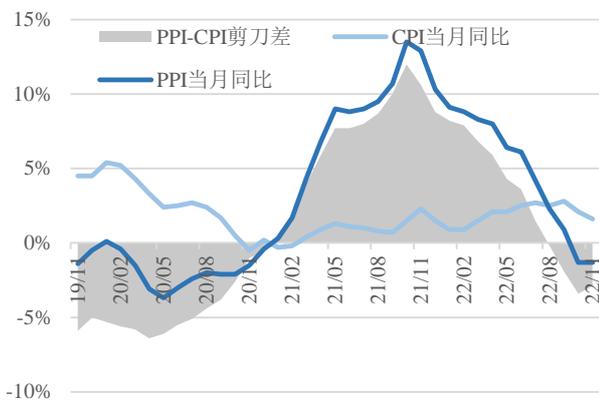
注：图中所选商品为出口重点商品中出口金额较大的商品

3. 价格：PPI 同比继续下降，人民币对美元即期汇率小幅升值

CPI 方面，受国内疫情、季节性因素及去年同期对比基数走高等共同影响，2022年11月CPI同比涨

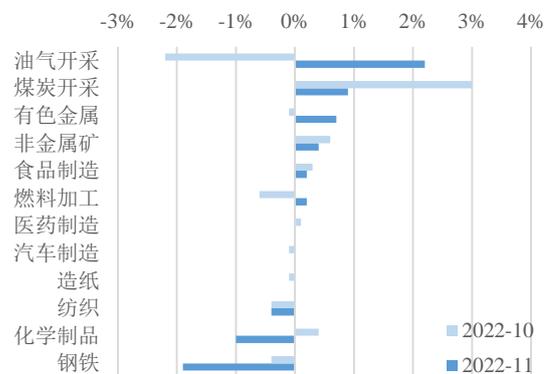
幅回落 0.50 个百分点至 1.60%，环比由上月上涨 0.10% 转为下降 0.20%。其中，中央储备猪肉投放工作继续开展，生猪供给持续增加，猪肉价格环比由涨转降，同比涨幅回落；汽油、柴油和液化石油气等能源价格同比涨幅继续回落。**PPI 方面**，在上年高基数影响下，11 月 PPI 同比降幅与上月持平在 1.30%；受煤炭、石油、有色金属等行业价格上涨影响，PPI 环比上涨 0.10%。从主要行业来看，煤炭保供力度加大，供给有所改善，煤炭开采价格环比涨幅回落；石油、有色金属等相关行业价格上涨；化学制品价格环比由涨转降；钢材需求整体仍偏弱，钢铁行业价格降幅明显扩大。

图10. CPI、PPI 增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图11. 主要行业 PPI 环比增长情况



汇率方面，人民币对美元即期汇率小幅升值。2022 年 11 月，人民币对美元即期汇率一改先前的快速贬值态势，由上月末的 7.30 升值至本月末的 7.14。人民币对美元即期汇率强势反弹，主要是由于以下原因：一是美国通胀超预期回落导致美联储加息预期降温，带动美元指数回落；二是中美国债利差倒挂程度减轻，资本外流压力有所缓解；三是疫情防控政策优化叠加支持房地产行业和小微企业的系列政策措施，有效提振了市场信心。

图12. 人民币汇率走势

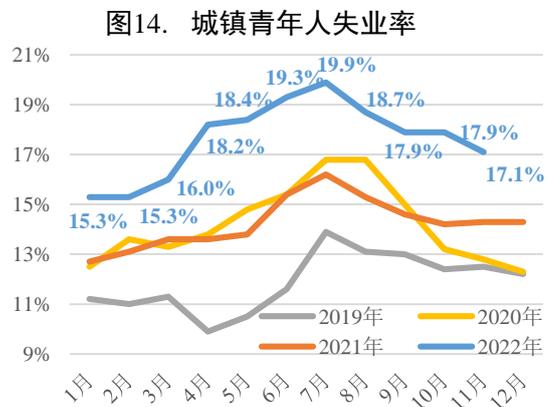
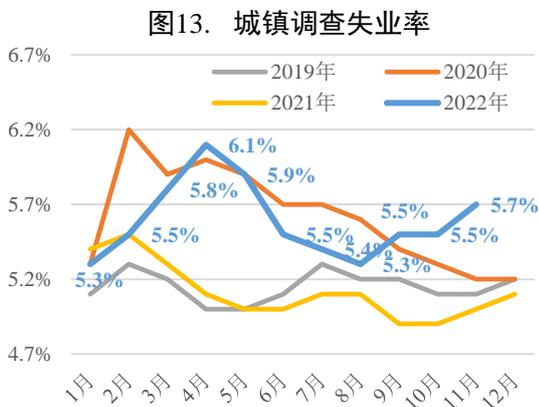


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

后续看，美国 11 月通胀继续超预期回落，加之美联储放缓加息节奏，短期内美元指数上行动力不足。从国内看，疫情防控政策不断优化，稳增长政策持续加码，促使市场预期有所改善，加之年末外贸企业结汇需求增加提升人民币阶段性估值，人民币对美元即期汇率有望继续走强。

4. 就业：失业率仍然较高，稳就业压力较大

2022 年 11 月，我国城镇调查失业率较上月上升 0.20 个百分点至 5.70%；16-24 岁城镇青年人失业率较上月下降 0.80 个百分点至 17.10%，城镇调查失业率和青年人失业率均高于 2021 年以及 2020 年同期水平，稳就业压力仍然较大。



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

二、宏观信用环境

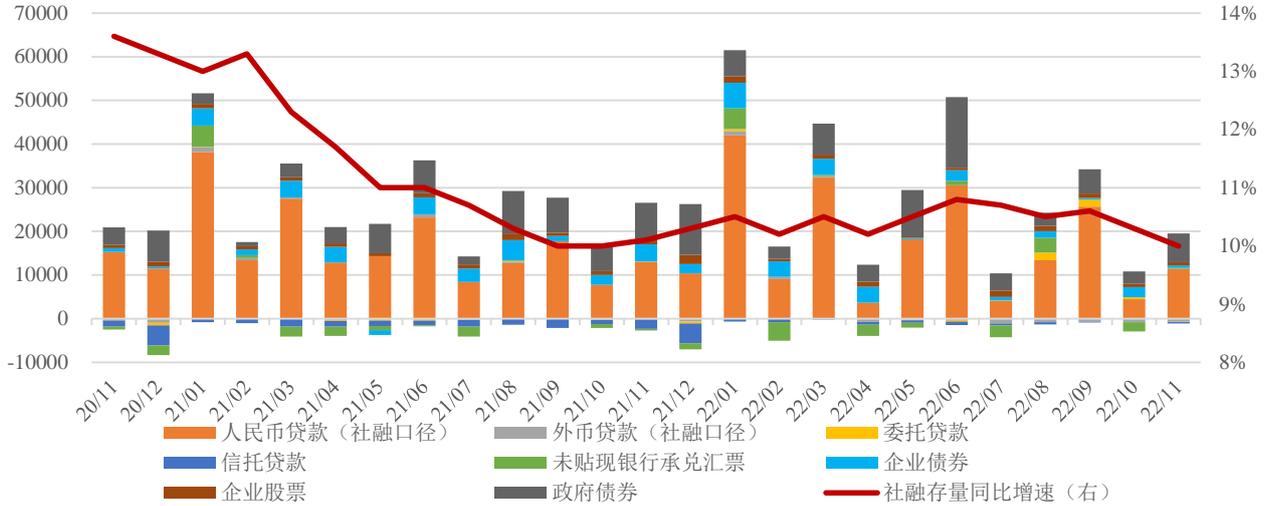
2022 年 11 月，受国内疫情多发广发、市场利率上行、国内外需求双双走弱和财政支撑力度减弱等因素影响，实体经济融资需求总体仍偏弱，社融规模继续回落；信贷结构延续分化态势，企业中长期贷款需求继续改善，但居民贷款需求持续走弱。银行间市场流动性先紧后松，企业综合融资成本明显上行。

1. 社融规模继续回落，信贷结构延续分化，企业债券融资节奏显著放缓

社融规模继续回落，企业债券、政府债券净融资和社融口径人民币贷款是主要拖累因素。11 月份新增社融规模 1.99 万亿元，同比少增 6109 亿元；11 月末社融规模存量为 343.19 万亿元，同比增长 10.0%，增速较上月末低 0.3 个百分点。分项上看，11 月份企业债券净融资、政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别少增 3410 亿元、1638 亿元、1621 亿元，是本月社融主要的拖累项。社融口径外币贷款（折合人民币）、非金融企业境内股票融资、委托贷款同比分别多减 514 亿元、少增 506 亿元、多减 123 亿元，亦对本月社融形成拖累。信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别少减 1825 亿元、多增 573 亿元，对社融形成一定支撑。后续看，随着政策性开发性金融工具、设备更新改造专项再贷款及稳地产三支箭等政策工具的

持续发力，基建、制造业和房地产领域的融资规模有望继续改善，带动社融规模逐步企稳。

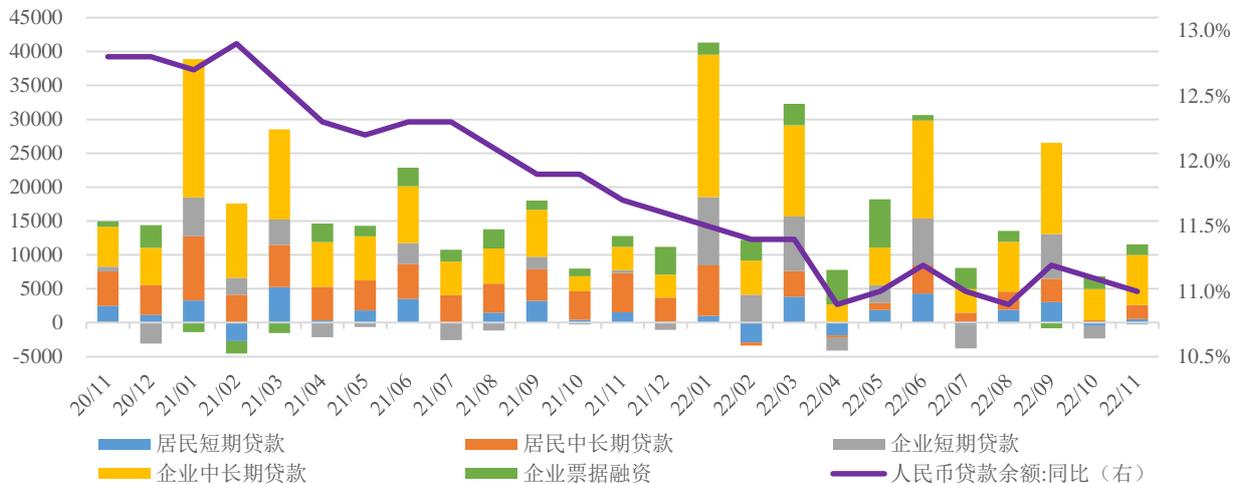
图15. 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷总量回落，结构延续分化，居民贷款需求持续走弱。11月份金融机构口径人民币贷款新增1.21万亿元，同比少增596亿元；11月末金融机构口径人民币贷款余额212.59万亿元，同比增长11.0%，增速比上月末低0.1个百分点。结构上看，11月份居民短期、中长期贷款新增规模同比分别少增992亿元、3718亿元，同比少增幅度与上月相当，反映出居民消费和购房需求持续疲弱。企业短期贷款、中长期贷款、票据融资同比分别多减651亿元、多增3950亿元、少增56亿元，表明企业短期贷款需求依旧偏弱，但中长期贷款需求继续改善。后续看，在加大基建、制造业投资及稳房企融资等政策的有力支持下，企业中长期贷款预计继续保持韧性。对于居民部门而言，在收入和预期有效改善之前，短期内居民消费和购房需求或将继续偏弱。

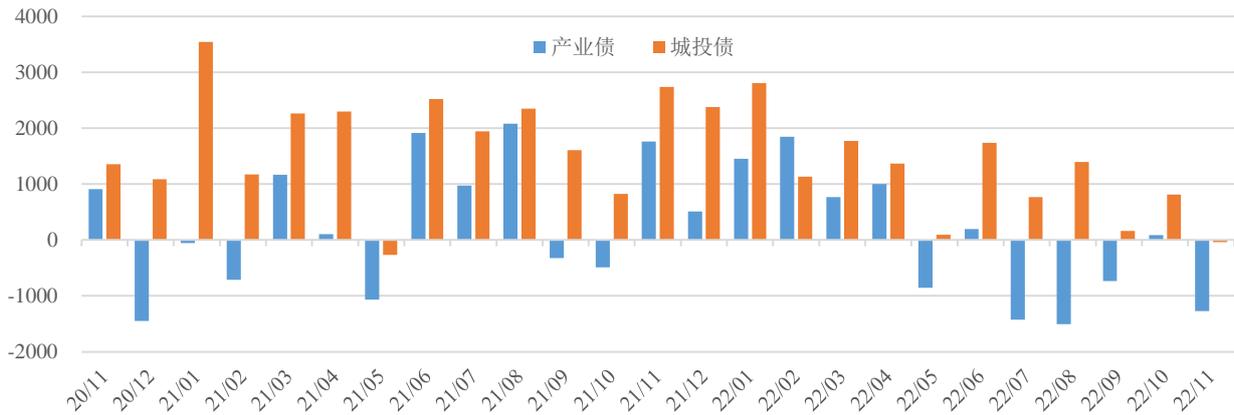
图16. 金融机构新增人民币贷款结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

企业债券融资节奏显著放缓。从概念板块看，11月份产业债和城投债净融资规模均由正转负，其中产业债当月净融资额-1271.00亿元，同比少增3030.47亿元；城投债当月净融资额-40.84亿元，同比少增2779.53亿元。从企业性质看，11月份国企债和民企债净融资规模继续为负，其中国企债净融资额-3505.77亿元，同比少增13596.10亿元；民企债净融资额-274.43亿元，同比多减201.65亿元。从区域结构看，11月份北京、广东、浙江、云南等21个省市企业债券净融资规模呈收缩态势，净融资规模收缩省市数量较上月（24省市）有所减少，但依然显著高于上年同期（9省市）。

图17. 产业债和城投债净融资额（亿元）



注：城投债为Wind口径

图18. 国有企业净融资额（亿元）

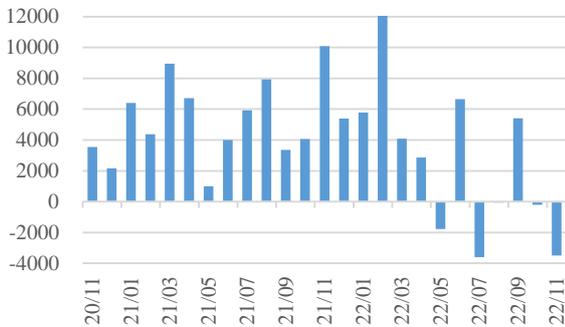
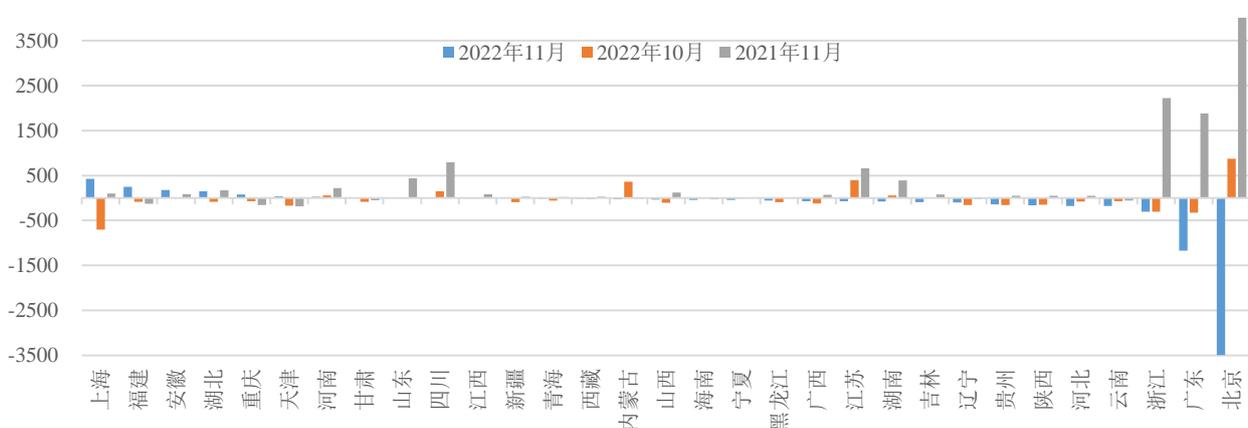


图19. 民营企业净融资额（亿元）



图20. 31省市信用债净融资额（亿元）



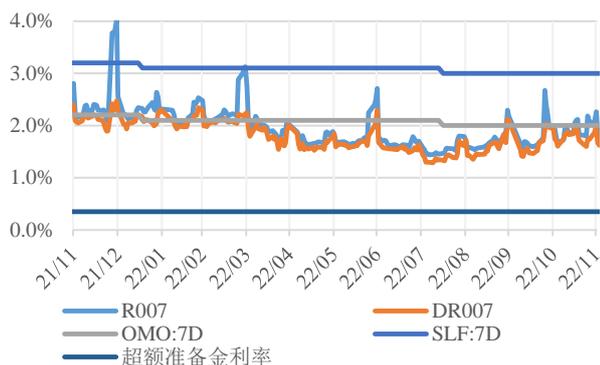
数据来源：Wind，联合资信整理

2. 市场流动性先紧后松，企业综合融资成本明显上行

市场流动性先紧后松。11月上半月，央行公开市场操作总体偏谨慎，叠加防疫政策优化调整、稳地产政策密集出台，市场预期有所转变，银行间市场流动性趋紧，带动DR007等短期市场利率明显上行。进入下半月，央行一方面通过增加逆回购投放规模补充流动性，另一方面宣布将于12月5日全面降准0.25个百分点，市场流动性紧张情况有所缓解，短期市场利率显著回落。**企业综合融资成本明显上行。**11月份，公司债、企业债和中期票据发行加权平均票面利率分别为3.34%、4.62%、3.33%，较上月分别提高29个、75个、15个基点。

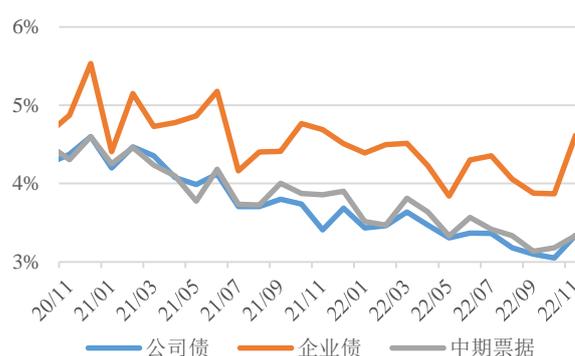
后续看，12月中央经济工作会议指出“稳健的货币政策要精准有力，要保持流动性合理充裕”，央行副行长刘国强在2022—2023中国经济年会上表示“货币政策总量要够，既包括更好满足实体经济的需要，也包括保持金融市场流动性合理充裕”。在此政策基调下，预计市场流动性将继续保持合理充裕，企业综合融资成本有望继续下降。

图21. 市场利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图22. 债券发行加权平均票面利率变化趋势



三、宏观政策环境

报告期内，党中央、国务院继续部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效，巩固经济回稳向上基础。12月召开中央经济工作会议，总结今年经济工作，分析当前经济形势，为明年经济工作定向领航，提振发展信心。出台扩大内需战略顶层设计，为加快构建新发展格局提供关键着力点，为推动经济持续健康发展提供重要基础。进一步优化落实疫情防控措施，更好统筹疫情防控和经济社会发展。宏观政策立足扩大内需，畅通内循环，支持鼓励民营经济发展，提振市场信心。

1. 明年经济工作：稳中求进，做好“六个统筹”，提振市场信心

12月15日至16日，中央经济工作会议召开，总结2022年经济工作，分析当前经济形势，部署2023年经济工作。会议强调，做好明年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，把实施扩大内需战略同深化供

给供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。要更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹经济质的有效提升和量的合理增长，更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，更好统筹经济政策和其他政策，更好统筹国内循环和国际循环，更好统筹当前和长远。会议要求，明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置，二是加快建设现代化产业体系，三是切实落实“两个毫不动摇”，四是更大力度吸引和利用外资，五是有效防范化解重大经济金融风险。会议将扩大内需畅通内循环放在更突出位置，明确支持鼓励房地产业、平台经济和民营企业发展，有望大力提振市场信心。

2. 出台扩大内需顶层设计，通过释放消费潜力和加大投资改善预期提振信心

12月14日，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》。《纲要》明确，2035年实施扩大内需战略的远景目标是：消费和投资规模再上新台阶，完整内需体系全面建立；新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化基本实现，强大国内市场建设取得更大成就；城乡居民人均收入再迈新的大台阶，中等收入群体显著扩大；改革对内需发展的支撑作用大幅提升，现代流通体系全面建成；我国参与全球经济合作和竞争新优势持续增强，国内市场的国际影响力大幅提升。“十四五”时期实施扩大内需战略的主要目标是：促进消费投资，内需规模实现新突破；完善分配格局，内需潜能不断释放；提升供给质量，国内需求得到更好满足；完善市场体系，激发内需取得明显成效；畅通经济循环，内需发展效率持续提升。《纲要》针对我国中长期扩大内需面临的主要问题，部署加快培育完整内需体系、促进形成强大国内市场、支撑畅通国内经济循环等三大重点任务，并提出八个方面政策举措培育完整的内需体系。12月15日，国家发展改革委印发《“十四五”扩大内需战略实施方案》。《实施方案》对标对表《纲要》提出的八个方面重点任务，针对“十四五”时期能够落实或取得明显进展的工作，进一步细化实化了相关政策举措。扩大内需顶层设计的出台，通过释放消费潜力和加大投资稳定经济增长，有利于改善预期提振信心。

3. 部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效

11月22日，国务院常务会议部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效，巩固经济回稳向上基础。会议指出，四季度经济运行对全年经济十分重要，要深入落实稳经济一揽子政策措施，稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间。一是推动重大项目加快建设。重要项目协调机制要继续高效运转，推动项目加快资金支付和建设，带动包括民营企业在内的社会资本投资，年内形成更多实物工作量。二是加快设备更新改造落地。在已基本完成项目贷款签约基础上，要把工作重点转向专项再贷款发放和财政贴息拨付，督促用款单位加快设备购置和改造。三是稳定和扩大消费。实施好生活服务业纾困政策，支持平

台经济持续健康发展，落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策，推进保交楼专项借款尽快全面落到项目。四是持续保障交通物流畅通。物流保通保畅工作机制要不间断协调，保障主干道和微循环畅通，维护产业链供应链稳定和进出口通畅。五是加大金融对实体经济支持力度。引导银行对普惠小微存量贷款适度让利，继续做好交通物流金融服务，加大对民营企业发债的支持力度，适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕。六是切实保障基本民生。做好困难群众、失业人员动态监测和救助帮扶，兜牢基本民生底线。加大农民工工资拖欠治理力度，保障农民工及时足额拿到工资。

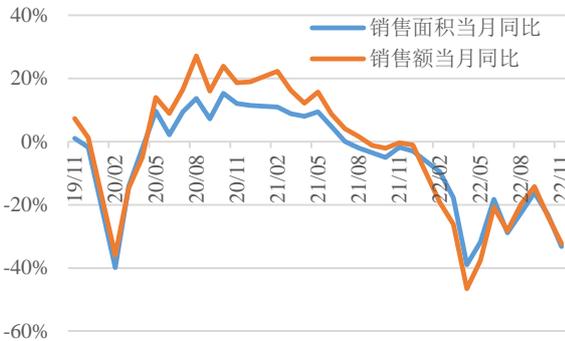
4. 进一步优化落实疫情防控措施，但放开之后感染人数激增将继续冲击经济恢复

12月7日，国务院联防联控机制综合组印发《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，发布进一步优化调整疫情防控的“新十条”措施。一是科学精准划分风险区域。按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大到小区、社区和街道（乡镇）等区域，不得采取各种形式的临时封控。二是进一步优化核酸检测。不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码。不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。三是优化调整隔离方式。具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治。四是落实高风险区“快封快解”。连续5天没有新增感染者的高风险区，要及时解封。五是保障群众基本购药需求。各地药店要正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物。六是加快推进老年人新冠病毒疫苗接种。七是加强重点人群健康情况摸底及分类管理。八是保障社会正常运转和基本医疗服务。非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业。九是强化涉疫安全保障。十是进一步优化学校疫情防控工作。优化放开政策将推动经济社会回归常态，但在政策实施初期，感染病例激增对供需两端均产生极大扰动，继续冲击经济运行，预计感染高峰过去之后经济才有望全面恢复。

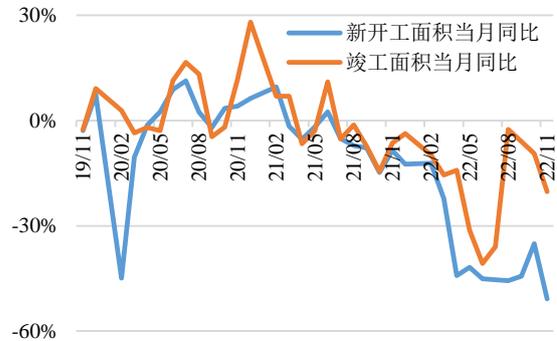
四、行业信用风险观察

1. “保交楼”进度有所放缓，房企资金面压力有所加大

房地产销售端降幅继续扩大，“保交楼”进度有所放缓。2022年以来，各地区、各部门坚持“房住不炒”，积极推进因城施策，用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，加大保交楼力度，促进房地产市场稳定发展。5月以来商品房销售面积和销售额降幅波动向上修复，10月开始降幅转为扩大，11月降幅均再次扩大10个百分点左右至33.26%和32.22%；房地产投资端持续下探，房企对于拿地、新开工十分谨慎，11月房屋新开工面积同比降幅大幅扩大近15个百分点至50.82%；11月房屋竣工面积降幅扩大近10个百分点至20.23%，“保交楼”进度有所放缓。

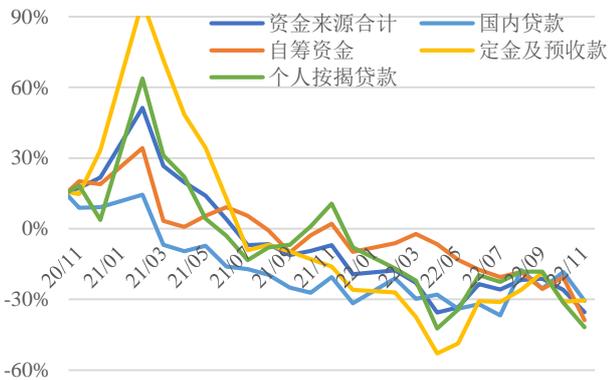
图23. 房地产销售情况


注：2021 年数据为两年平均增速

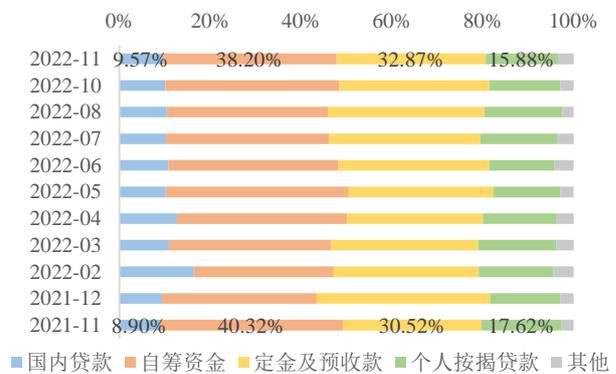
图24. 房屋新开工、竣工情况


数据来源：Wind，联合资信整理

房企资金来源降幅扩大，资金面压力有所加大。从房地产资金面来看，11月房地产企业到位资金1.08万亿元，同比降幅再次扩大9.38个百分点至35.38%，资金面压力有所加大。分项来看，国内贷款、自筹资金和个人按揭贷款同比降幅大幅扩大，只有定金及预收款同比降幅基本持平上月。结构上看，国内贷款和定金及预收款占比下降明显，其他资金来源占比相应上升。未来在政策支持下地产销售有望缓慢修复，但回暖的过程中可能还有波动与反复。目前行业仍处在磨底阶段，实质性的改善尚需等待，在地产销售明显改善之前，尾部房企资金面或将持续承压，信用风险仍需关注。

图25. 房地产资金来源当月同比增速情况


数据来源：Wind，联合资信整理

图26. 房地产各项资金来源当月占比情况


2. 地方财政继续承压，弱资质城投企业的偿债压力仍然较大

财政承压或对城投企业的经营回款和债务偿付产生负面影响。2022年1-11月累计，全国一般公共预算收入18.55万亿元，扣除留抵退税因素后增长6.1%，按自然口径计算下降3%，其中地方一般公共预算本级收入9.98万亿元，扣除留抵退税因素后增长5.4%，按自然口径计算下降3%；全国一般公共预算支出22.73万亿元，比上年同期增长6.2%。2022年1-11月累计，全国政府性基金预算收入6.02万亿元，比上年同期下降21.5%，其中地方政府性基金预算本级收入5.63万亿元，比上年同期下降22.8%，国有土地使

用权出让收入 5.12 万亿元，比上年同期下降 24.4%；同期全国政府性基金预算支出 95961 亿元，比上年同期增长 5.5%。政府收入下降而支出刚性增长，土地财政明显承压，城投企业来自政府的经营回款困难增大，同时获得政府支持的力度减弱，或对城投企业债务偿付产生负面影响。从样本城投企业³的现金收入比来看，2022 年前三季度现金收入比出现明显下降，城投企业整体获现能力下滑，其中 AAA 和 AA 及以下的城投企业降幅较大，AA+降幅较小；三季度整体有所改善，AAA 和 AA+企业的现金收入比恢复至近 1 倍的水平，而 AA 及以下的企业现金收入比仍然较低，根据 10 月以来地方政府财政收支形势，这种情况在 11 月可能更为严重。

图27. 地方财政收支累计同比增长情况 (%)

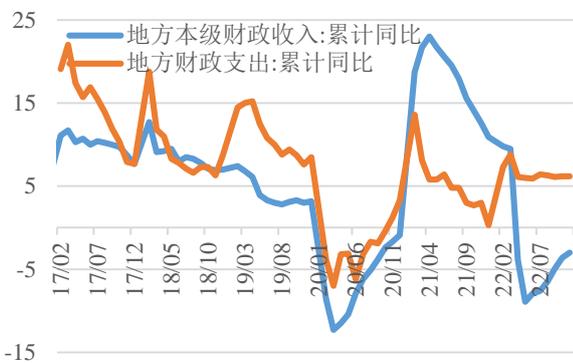
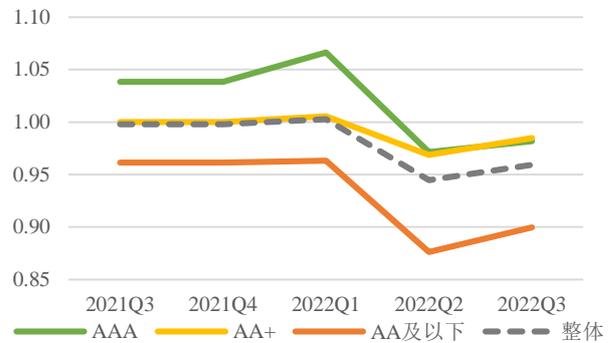


图28. 城投企业现金收入比中位数情况 (倍)

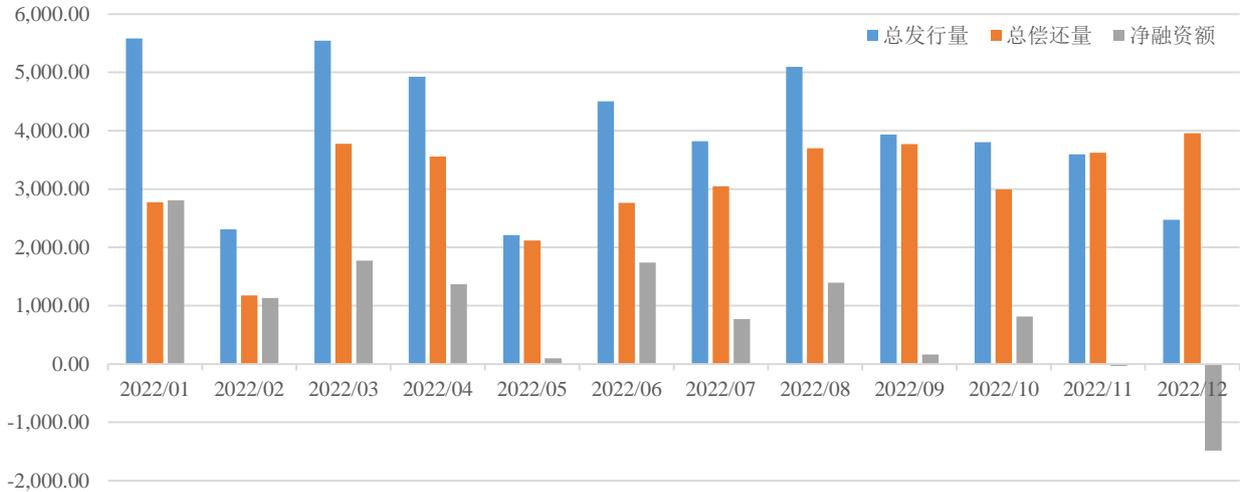


数据来源：Wind，联合资信整理

城投行业再融资环境仍然较为紧张，偿债压力较大。2022 年 11 月，政策方面延续对地方政府隐性债务“控新增化存量”的管控基调，城投行业再融资环境仍然较为紧张，城投债发行仍然低迷；根据 wind 口径统计，9 月以来城投债发行规模及净融资额趋于收缩，在 11 月净融资为-31.47 亿元，12 月总偿还量为 3957.23 亿元，为年内偿还量高峰，由于再融资环境仍然较为紧张，偿债压力仍然较大。在财政承压或对城投企业的经营回款产生负面影响、融资环境紧张、而城投债到期偿还量仍然较大的背景下，部分弱区域、弱资质城投企业面临较大的债务偿付压力，信用风险值得关注。

³ 样本为截至 2022 年 10 月底有存续债且公布 2022 年三季报的城投企业，样本数量为 1286 家。

图29. 城投债发行到期情况



注：采用 wind 城投口径，12 月发行量为截至 21 日数据。

数据来源：wind，联合资信整理

商票逾期城投公司信用风险值得关注。根据上海票据交易所票据信息披露平台信息，2022 年 11 月共有 24 家城投公司商票逾期，较 10 月增加 6 家，近五年内发生电子商票逾期的发债城投公司达到 62 家。这些公司主要分布山东、贵州、江苏等省，主要为区县级弱资质城投公司。商票逾期城投公司面临融资环境的紧缩，债券融资、银行贷款以及非标融资等传统渠道可能都受到了一定限制，现金流压力正明显加大，其信用风险值得关注。

免责声明

本报告涉及的内容仅供参考，不构成对某种决策的最终操作建议，更不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。联合资信评估股份有限公司就本报告涉及的内容不对接收方做出任何担保，对于本报告涉及内容导致的任何直接的或者间接的投资盈亏等后果，联合资信评估股份有限公司不承担任何责任。

本报告涉及的内容版权仅为联合资信评估股份有限公司所有。如引用发布，需注明出处为联合资信评估股份有限公司，且不得对本报告涉及的内容进行有悖原意的（包括但不限于）引用、删节和修改。

DISCLAIMER

The content provided in this report is for reference only; therefore it does not constitute any final operational advice for certain decision, and is less able to be served as the basis for investment research decisions, as well as any moral, liable or legal basis or evidence, with or without warranty of any kind, either express or implicit. **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** assumes no guarantee for the content in the report, nor bears any liability or responsibility for any investment gains and losses, either directly or indirectly, arising from or in reliance upon the content of the report.

The copyright of the content contained in this report are solely owned and reserved by **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** A reference to **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** shall be made in any citation, and no citation, abbreviation and modification may be made to the content against the original meaning.