

逆周期稳杠杆，不良资产规模高位趋稳

相关报告

⑤ 经济增长放缓，不良资产不断增加

不良资产增加的首要原因是经济进入下行周期，经济增长速度持续放缓，产能大量过剩，价格持续下跌，许多企业亏损甚至倒闭。

2016年以来，随着供给侧结构性改革的深入，煤炭、钢铁等产能过剩行业大力收缩产能，不良资产不断增加。

⑤ 逆周期调节力度加大，去杠杆加剧不良资产增加

经济持续下行，逆周期调节力度不断加大，供给侧结构性改革提出了“三去一降一补”五大任务，非金融企业去杠杆是去杠杆的重中之重，部分困难企业生产经营更加困难，不良资产大量增加。

⑤ 不良资产规模由快速增加到趋于稳定

截止今年二季度末，我国金融业不良资产合计约5万亿元左右，主要体现为银行业不良贷款和证券业股票质押形式存在的不良资产，其中，银行业不良贷款余额2.24万亿元，信托业风险项目规模3474亿元，股票质押业务风险规模约21467亿元，债券违约规模约1380亿元。

相对于总资产规模来看，金融业不良率较低，风险总体可控，但其中个别经营激进金融机构存在较大的风险。

从形成演进来看，证券公司和信托公司股票质押风险规模主要形成于2016年和2017年，2018年以来急剧萎缩。银行的股票质押风险主要形成于2017年和2018年上半年，2018年下半年以来大幅减少。2019年以来，股票质押风险形成规模很小，股票质押风险已得到有效控制。

分析师：郝大明
执业证书号：S1490514010002
电话：010-85556189
邮箱：haodaming@hrsec.com.cn

目录

一、经济增长放缓，不良资产不断增加	4
（一）经济放缓产能过剩，价格下跌企业亏损	4
（二）供给侧结构性改革深入，淘汰落后产能破产倒闭增加	5
二、逆周期调节力度加大，去杠杆加剧不良资产增加	6
（一）政策导向宏观稳杠杆，企业部门去杠杆	6
（二）资管新规进一步抑制企业融资渠道	7
（三）宏观杠杆率趋于稳定	8
三、不良资产规模由快速增加到趋于稳定	9
（一）银行业不良贷款余额 2.24 万亿元	9
（二）信托业风险项目规模 3474 亿元	9
（三）股票质押业务风险规模约 21467 亿元	10
（四）债券违约规模约 1380 亿元	11

图表目录

图表 1: 生产资料 PPI 大跌后尚未涨回 (2011.12=100)	4
图表 2: 2017 年底分行业规模以上工业企业个数与 2012 年底比较	5
图表 3: 银行对其他金融机构债权增速大幅回落	7
图表 4: 银行理财增速大幅回落	7
图表 5: 证券公司和基金公司专户资管业务规模减少	8
图表 6: 证券公司和基金公司专户资管业务规模增速由骤增转向骤降	8
图表 7: 二季度实体经济杠杆率再创新高	8
图表 8: 商业银行不良资产余额和不良率	9
图表 9: 信托业风险项目个数和风险规模不断攀升	10
图表 10: 股票质押风险规模测算	10

2013 年以来，随着中国经济增长持续放缓，产能过剩突显，不良资产不断增加。2016 年以来，随着逆周期稳杠杆调节力度的加大，金融业不良资产经历了由快速增加到逐渐趋于稳定的转变过程。到今年二季度末，金融业不良资产稳定在 5 万亿元左右，风险总体可控。

一、经济增长放缓，不良资产不断增加

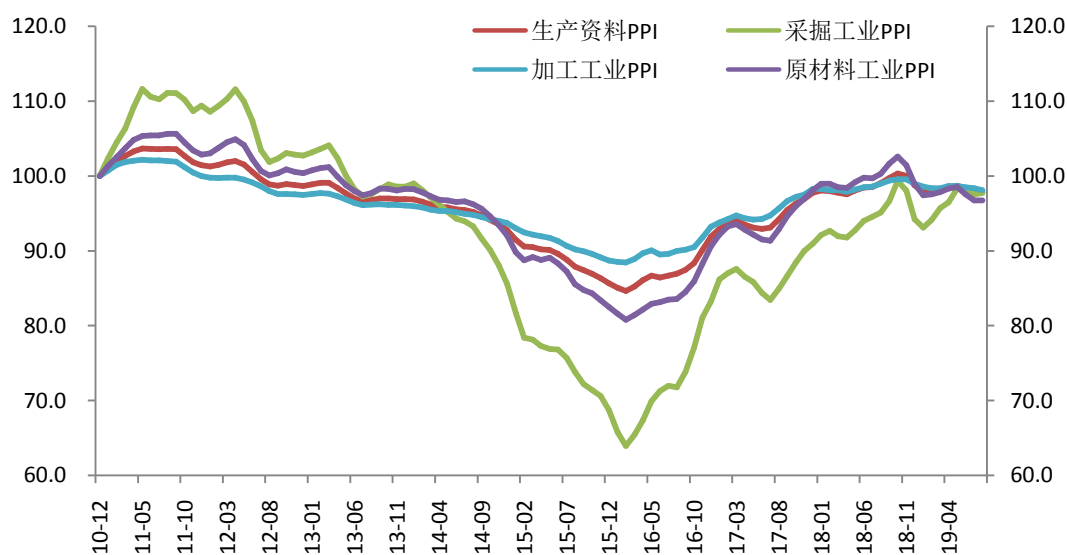
不良资产增加的首要原因是经济进入下行周期，经济增长速度持续放缓，产能大量过剩，价格持续下跌，许多企业亏损甚至倒闭。

（一）经济放缓产能过剩，价格下跌企业亏损

自 2010 年二季度起，中国经济增长持续放缓，从 2010 年一季度的 12.2%，持续放缓到今年二季度的 6.2%。经济增长持续放缓，总需求难以消化之前高投资增长形成的大量产能，产能过剩越来越严重，工业品价格大幅下跌。

自 2012 年 3 月到 2016 年 8 月，工业品价格 PPI 连续 53 个月同比下降，2012—2015 年，PPI 累计下降 12.0%，其中，生产资料行业 PPI 下降 15.5%，采掘行业 PPI 下降 37.2%，原料工业 PPI 下降 19.7%，加工工业 PPI 下降 11.4%，以煤炭、钢铁为代表的传统行业经营困难，不良资产大量增加。

图表 1：生产资料 PPI 大跌后尚未涨回（2011.12=100）



资料来源：Wind，华融证券整理。

(二) 供给侧结构性改革深入，淘汰落后产能破产倒闭增加

2016 年以来，随着供给侧结构性改革的深入，煤炭、钢铁等产能过剩行业大力收缩产能。2016 年 2 月，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》和《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出在近年来淘汰落后钢铁产能的基础上，从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿—1.5 亿吨；在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 年至 5 年的时间，退出煤炭产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。

根据中国统计年鉴的数据，全国规模以上煤炭开采企业在 2012 年底有 7869 家（图表 2），到 2017 年底减少到 4435 家，5 年减少 3434 家，下降 43.6%；同期，铁矿开采企业减少 1974 家，下降 56.4%；有色金属矿开采企业减少 620 家，下降 29.9%；钢铁企业减少 3168 家，下降 29.1%；石化烧焦企业减少 246 家，下降 12.1%；纺织企业减少 1709 家，下降 8.4%；造纸企业减少 500 家，下降 7.0%。

图表 2：2017 年底分行业规模以上工业企业个数与 2012 年底比较

	企业单位数（个）		增减	
	2017 年	2012 年	个	%
总计	372729	343769	28960	8.4
黑色金属矿采选业	1523	3497	-1974	-56.4
煤炭开采和洗选业	4435	7869	-3434	-43.6
有色金属矿采选业	1457	2077	-620	-29.9
黑色金属冶炼和压延加工业	7712	10880	-3168	-29.1
石油加工、炼焦和核燃料加工业	1790	2036	-246	-12.1
纺织业	18726	20435	-1709	-8.4
造纸和纸制品业	6628	7128	-500	-7.0
化学纤维制造业	1799	1873	-74	-4.0
非金属矿采选业	3305	3377	-72	-2.1
化学原料和化学制品制造业	23366	23694	-328	-1.4
纺织服装、服饰业	14600	14788	-188	-1.3
有色金属冶炼和压延加工业	6929	6954	-25	-0.4
铁路、船舶、航空航天和其他	4824	4761	63	1.3
木材加工和木、竹、藤、棕、草	8859	8498	361	4.2
皮革、毛皮、羽毛及其制品和	8293	7806	487	6.2
通用设备制造业	23655	22032	1623	7.4
农副食品加工业	24661	22356	2305	10.3
金属制品业	20562	18557	2005	10.8
橡胶和塑料制品业	18452	16356	2096	12.8
电气机械和器材制造业	23934	21055	2879	13.7
专用设备制造业	17760	15068	2692	17.9
医药制造业	7532	6387	1145	17.9

	企业单位数(个)		增减	
	2017年	2012年	2017年	2012年
非金属矿物制品业	34489	29121	5368	18.4
仪器仪表制造业	4507	3802	705	18.5
其他制造业	1849	1554	295	19.0
食品制造业	8862	7306	1556	21.3
酒、饮料和精制茶制造业	6714	5311	1403	26.4
计算机、通信和其他电子设备	16095	12328	3767	30.6
文教、工美、体育和娱乐用品	9085	6920	2165	31.3
汽车制造业	14908	11270	3638	32.3
废弃资源综合利用业	1584	1192	392	32.9
印刷和记录媒介复制业	5621	4189	1432	34.2
家具制造业	6149	4559	1590	34.9
电力、热力生产和供应业	7634	5614	2020	36.0
水的生产和供应业	1919	1259	660	52.4
燃气生产和供应业	1700	990	710	71.7

数据来源:《中国统计年鉴2018, 2013》。

2012年三季度起,银行业不良余额和不良率进入上升通道。根据银监会公布的数据,截至2019年二季度末,商业银行不良贷款余额为2.235万亿元,不良贷款率1.81%。其中,采矿业不良贷款余额2012年底为31.1亿元,2017年底增加到677.1亿元;制造业2012年底为1770.7亿元,2017年底为5478.4亿元。

二、逆周期调节力度加大,去杠杆加剧不良资产增加

经济持续下行,逆周期调节力度不断加大,供给侧结构性改革提出了“三去一降一补”五大任务,非金融企业去杠杆是去杠杆的重中之重,部分困难企业生产经营更加困难,不良资产大量增加。

(一) 政策导向宏观稳杠杆,企业部门去杠杆

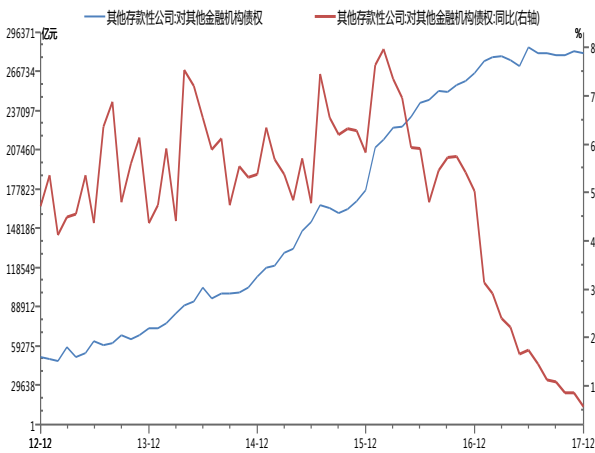
政策导向去杠杆。2016年12月,中央经济工作会议提出,“要在控制总杠杆率的前提下,把降低企业杠杆率作为重中之重”。2017年7月14日至15日,第五次全国金融工作会议提出,金融工作要围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务,及回归本源、优化结构、强化监管、市场导向等四大原则,并提出要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置。

2017年,银监会主导了非金融企业去杠杆过程。3月末开始“三违反、三套利、四不当、十乱象”检查,遏制“乱搞同业、乱加杠杆、乱做表外业务等严重干扰金融市场秩序的不规范行为”。2018年初金融业监管文件“四箭齐发”,对委托

贷款、债券业务、同业风险暴露、同业负债进行了详细监管规定，将重点围绕违反宏观调控政策、影子银行和交叉金融产品风险、侵害金融消费者合法权益、不当关联交易进行利益输送、违法违规展业、案件与操作风险等八个方面开展整治工作。

非银行金融机构去杠杆。一是银行体系投向非银金融机构资金减少，2018年1月，银行对其他金融机构债权最高达到29.2万亿元，到2019年6月，减少到25.3万亿元；2016年2月最高增速达到同比增长79.6%，2017年12月回落到5.8%，2018年12月下滑到-7.8%。二是抑制表外融资，银行理财从2016年底的29万亿元下降到2017年6月末的28.4万亿元，同比增速从2016年3月52.7%回落到2017年底的1.7%。三是金融部门资产方杠杆率从2016年底最高时的78.3%持续下降到2019年上半年末的58.7%。

图表 3：银行对其他金融机构债权增速大幅回落



数据来源：Wind，华融证券。

图表 4：银行理财增速大幅回落

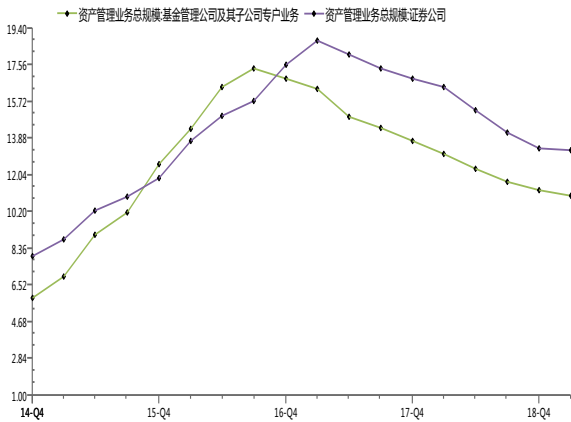


数据来源：Wind，华融证券。

(二) 资管新规进一步抑制企业融资渠道

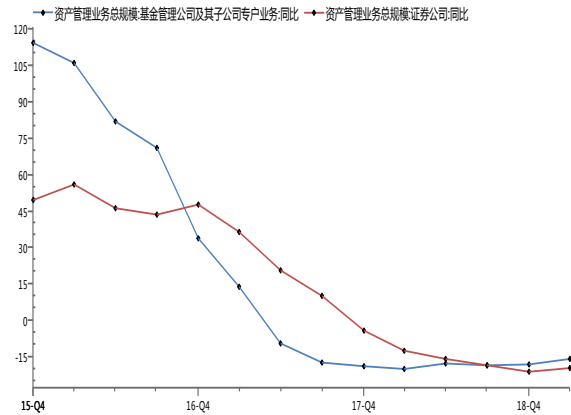
2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(资管新规)发布，证券公司和基金公司专户资管业务大幅收缩。证券公司资产管理规模由2017年一季度末高峰时的18.77万亿元减少到2019年一季度末的13.27万亿元，2年净减少5.5万亿元，下降29.3%；基金公司及其子公司专户资产管理规模由2016年三季度末高峰时的17.39万亿元减少到2019年一季度末的11.02万亿元，减少6.37万亿元，下降36.6%。企业融资渠道进一步收窄。

图表 5: 证券公司和基金公司专户资管业务规模减少



数据来源: Wind, 华融证券。

图表 6: 证券公司和基金公司专户资管业务规模增速由骤增转向骤降



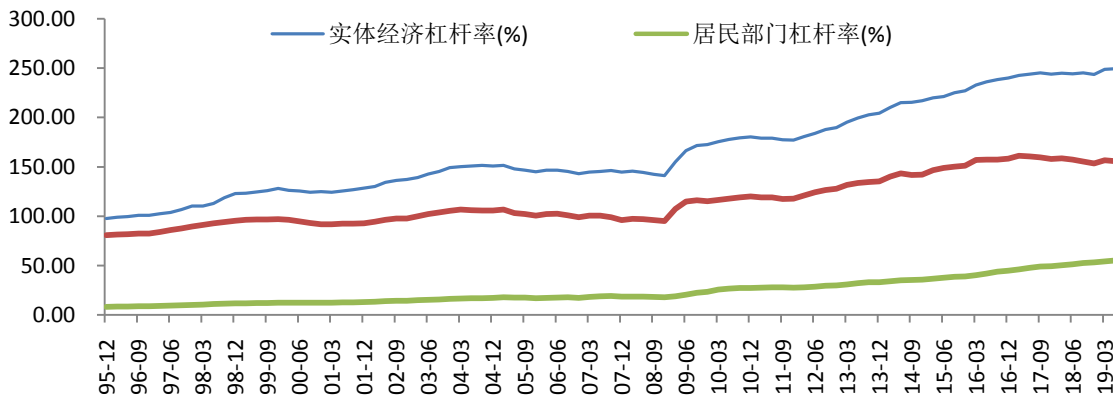
数据来源: Wind, 华融证券。

(三) 宏观杠杆率趋于稳定

二季度末中国宏观杠杆率为 249.53%，比一季度末上升 0.70 个百分点，再创历史新高；但相比一季度大幅上升 5.13 个百分点，二季度宏观杠杆率过快增长的势头得到控制；2019 年二季度末，宏观杠杆率仅比 2016 年底上升 9.38 个百分点，整体比较稳定。

非金融企业杠杆率一季度大幅攀升 3.33 个百分点，二季度下降 1.14 个百分点，总体看，自 2017 年下半年以来，仍呈现小幅下降趋势。

图表 7: 二季度实体经济杠杆率再创新高



资料来源: 国家资产负债表研究中心。

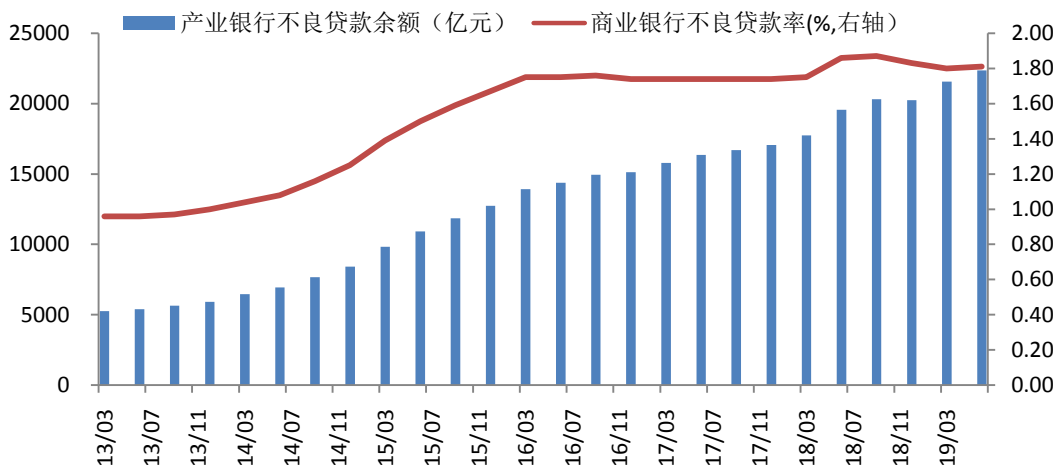
三、不良资产规模由快速增加到趋于稳定

截止今年二季度末，我国金融业不良资产合计约 5 万亿元左右，主要体现为银行业不良贷款和证券业股票质押形式存在的不良资产。

（一）银行业不良贷款余额 2.24 万亿元

根据中国银保监会的统计，2019 年二季度末，商业银行（法人口径）不良贷款余额 2.24 万亿元，比一季末增加 781 亿元；商业银行不良贷款率 1.81%，比一季末上升 0.01 个百分点。

图表 8：商业银行不良资产余额和不良率

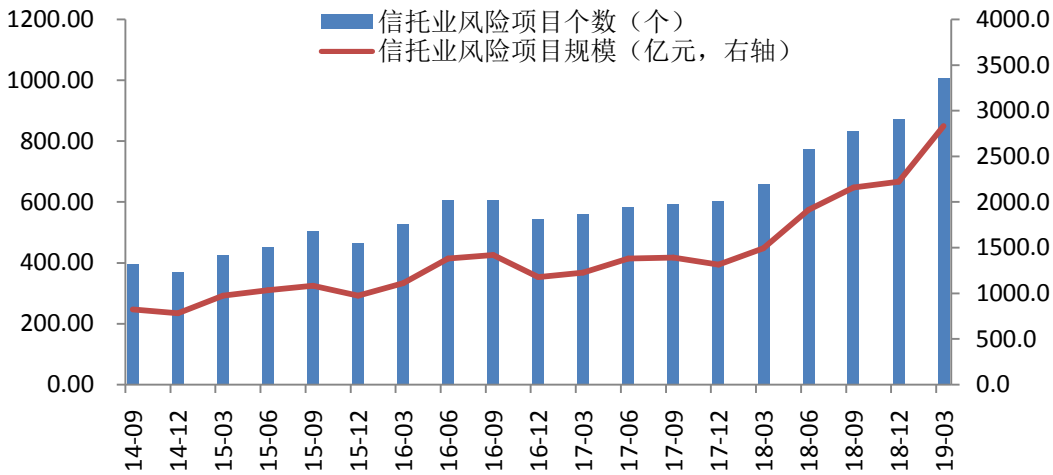


数据来源：Wind，华融证券。

（二）信托业风险项目规模 3474 亿元

截至 2019 年 2 季度末，信托行业风险项目 1100 个，规模为 3474.39 亿元，信托资产风险率为 1.54%，较 2019 年 1 季度末上升 0.28 个百分点。这主要源于去年金融“去杠杆、强监管”政策下，银行表外资金加速回表，同时平台公司举债受到限制，企业现金流相对紧张，部分信托公司展业比较激进，信用下沉较大，导致逾期甚至违约事件增多。

图表 9: 信托业风险项目个数和风险规模不断攀升



数据来源: Wind, 华融证券。

(三) 股票质押业务风险规模约 21467 亿元

按 9 月 11 日收盘价低于疑似平仓价 20% 以上为不良统计, 截止今年 6 月底, 股市股票质押风险规模为 21466.6 亿元, 其中, 2015 年积累的为 415.6 亿元, 2016 年为 6576.8 亿元, 2017 年为 9226.8 亿元, 2018 年为 5101.5 亿元, 2019 年上半年为 145.9 亿元。

按 9 月 11 日收盘价低于疑似平仓价 10% 以上为不良统计, 截止今年 6 月底, 股市股票质押风险规模为 26002.7 亿元。

按 9 月 11 日收盘价低于疑似平仓价 30% 以上为不良统计, 截止今年 6 月底, 股市股票质押风险规模为 17182.2 亿元。

图表 10: 股票质押风险规模测算

	低于疑似平仓价 10%以上 (亿元)	低于疑似平仓价 20%以上 (亿元)	低于疑似平仓价 30%以上 (亿元)
2015	1094.2	415.6	175.8
2016	7084.0	6576.8	5733.4
2017	10844.1	9226.8	7099.5
2018	6489.9	5101.5	4127.8
2019 上半年	490.5	145.9	45.7
合计	26002.7	21466.6	17182.2

数据来源: Wind, 华融证券。

按 9 月 11 日收盘价低于疑似平仓价 20% 以上为不良统计，截止今年 6 月底，股市股票质押风险规模为 21466.6 亿元，其中，证券公司 10232 亿元，占 47.7%，银行 4585 亿元，占 21.4%，信托公司 4039 亿元，占 18.8%；一般公司 2496 亿元，占 11.6%。

图表 10: 股票质押风险规模分布 (亿元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	合计	比重 (%)
合计	415.6	6576.8	9226.8	5101.5	145.9	21466.6	100.0
个人	3.2	10.2	50.8	40.7	9.7	114.6	0.5
信托公司	1.0	1184.3	2215.2	621.0	17.1	4038.6	18.8
一般公司	189.8	1049.3	803.9	406.6	46.3	2495.9	11.6
银行	128.0	931.0	1219.4	2282.3	24.7	4585.3	21.4
证券公司	93.7	3402.0	4937.5	1750.9	48.1	10232.1	47.7

数据来源：Wind，华融证券。

(四) 债券违约规模约 1380 亿元

截止 2019 年 6 月 30 日，债券市场到期未偿还债券（信用债）余额（包括部分偿还）共 201 只，未偿还债券余额 1380 亿元。

总体看，金融业不良资产规模在 5 万亿元左右，相对于总资产规模来看，不良率较低，风险总体可控，但其中个别经营激进金融机构存在较大的风险。

从形成演进来看，证券公司和信托公司股票质押风险规模主要形成于 2016 年和 2017 年，2018 年以来急剧萎缩。银行的股票质押风险主要形成于 2017 年和 2018 年上半年，2018 年下半年以来大幅减少。2019 年以来，股票质押风险形成规模很小，股票质押风险已得到有效控制。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

郝大明, 在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 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等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 11 层(100020)

传真: 010-85556155 网址: www.hrsec.com.cn