

信用供需变化对资产价格有何影响？

引言：在疫情逐步消退、经济增长逐步恢复正常的背景下，货币政策以什么样的节奏回归正常，正在成为影响资产价格变化的主要因素。在两会“不急转弯”的定调下，货币整体保持稳定，那么信用收缩的结构和节奏如何，将会对市场预期和资产价格产生较重要的影响。我们在传统的信用分析框架下，对当前的信用周期进行的深入研究，并根据研究结论对当前资产价格做出展望。

一、传统信用分析框架——基于信用供需的角度

- 信用供给主要通过信贷、非标、债券、股票等融资方式来提供，最终通过商业银行的资产负债表体现。信用供给一方面反映央行货币政策基调，另一方面受到全社会信用体系发展程度的影响。
 - 目前，我国央行主要通过公开市场操作和 MLF 等货币政策工具来投放基础货币。
 - 金融监管通过限制货币乘数，对商业银行信用扩张形成约束。
- 信用变化还受到需求影响，表现为较明显的顺周期特征。
- 社融和 M2 变化是观察信用变化的两个主要指标，分别代表银行体系的资产端和负债端，为信用创造的一体两面。

二、2021 年信用边际收缩的方向比较确定

- 信用供弱需强，供给仍将收敛。
 - 高涨的企业融资需求对应“稳货币+紧信用”的政策导向，2021 年一季度信用市场呈供弱需强格局。
 - “稳杠杆、紧信用、严监管”政策组合下，信用供给仍将进一步收缩。
 - 一季度信贷超预期，后续信贷增速放缓或将成为信用收缩的主要特征。
- 后续信用需求如何演变？
 - 上半年融资需求仍将保持强劲，下半年融资需求将放缓。
 - 房地产行业面临的政策压力加大，相关资金需求受到限制。
 - 政府债券融资较去年减少 1.29 万亿元，财政资金需求有所缓解。
 - 地方债发行节点靠后，而全年新增规模与去年相差不多，预计后续地方债融资将快速回升。
 - “两压一降”为中心的信托行业监管趋严，叠加房地产融资受限和资管新规过渡期结束，信托融资压力加剧。

三、信用收缩周期下，资产价格如何演变？

- A 股：信用收缩背景下承压，但底部临近；当前影响 A 股的主要因素在于信用变化。
 - 历史上信用周期下行搭配货币政策偏紧时期，均对应 A 股熊市行情。
 - 从结构来看，信用收缩对高估值标的产生较大下行压力。
 - 当前来看，信用收缩的方向较为确定，但货币的总基调是“稳”。
 - 信用收缩最快的时期可能已经过去。
 - A 股阶段性低点接近，或者已经出现。
- 债券：利率债收益率区间震荡，信用债信用利差走阔。
 - 经济基本面预期是长端利率的核心影响因素，信用周期对经济趋势和长端利率具有领先作用；上半年长端利率或保持震荡态势。
 - 近两轮信用周期下行均引发信用债利差走阔；弱资质企业发债难度加大，市场风险偏好处于低位。
- 商品：工业品震荡走平概率较高。
 - 大宗商品价格与信用周期相关性不高，但信用周期所体现的总需求变化与商品价格存在一定的相关性。
 - 商品供需缺口将逐步收窄，预计整体大宗商品价格开始震荡走平。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn
杨海帆 联系人
yanghaifan@gjzq.com.cn

目录

引言	3
一、传统信用分析框架——基于信用供需的角度	3
二、2021 年信用边际收缩的方向比较确定	6
1、信用供弱需强，供给仍将收敛	6
2、后续信用需求如何演变？	7
三、信用收缩周期下，资产价格如何演变？	11
1、A 股：信用收缩背景下承压，但底部临近	11
2、债券：利率债收益率区间震荡，信用债信用利差走阔	12
3、商品：工业品震荡走平概率较高	14
风险提示	15

图表目录

图表 1：商业银行信用创造（货币创造）流程图	3
图表 2：公开市场操作是货币投放的主要渠道（亿元）	4
图表 3：银行超储率与信用扩张反向相关（%）	4
图表 4：存款准备金要求是货币乘数的重要影响因素（%）	4
图表 5：央行宏观审慎评估体系（MPA）	4
图表 6：实体经济融资表现出顺周期特征（%）	6
图表 7：企业短贷和票据融资同比大幅收缩（亿元）	6
图表 8：国股银票转贴现利率一度攀升至历史高位	6
图表 9：历史信贷投放进度（%）	7
图表 10：制造业投资主要受到终端需求拉动（%）	8
图表 11：石油和制造业中上游 PPI 环比涨幅较大（%）	8
图表 12：100 大中城市成交土地占地面积震荡回落（万平方米）	8
图表 13：政府债券融资减少主要源于特别国债停发（亿元）	9
图表 14：地方政府新增债券基本在 10 月前发行完毕（亿元）	9
图表 15：2017 年以来信托规模增速不断下滑（%）	10
图表 16：房地产和金融同业信托是主要压减项（%）	10
图表 17：委托贷款规模相对稳定（万亿元，%）	10
图表 18：表外票据融资受到票据贴现影响（亿元）	10
图表 19：股票价格和信用周期历史走势（点，%）	11
图表 20：信用收缩期不同估值指数涨跌幅表现	12
图表 21：10 年国债收益率和信用周期历史走势（点，%）	13
图表 22：近期国债利率小幅回落与银行间流动性修复有关（%）	13
图表 23：信用利差和信用周期历史走势（点，%）	14
图表 24：民营企业信用债净融资持续为负（%）	14
图表 25：信用债风险事件频发（家，只）	14
图表 26：取消发行债券规模保持高位（只，亿元）	14
图表 27：大宗商品价格和信用周期历史走势（点，%）	15

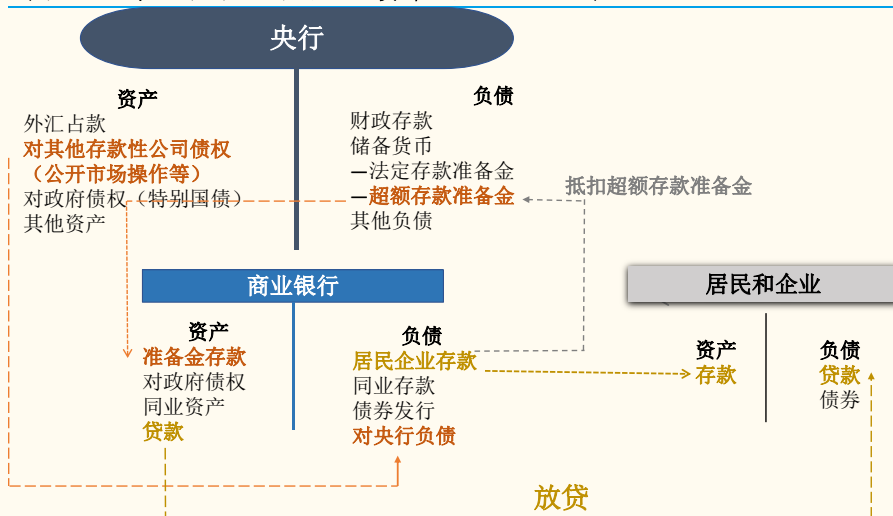
引言

在疫情逐步消退、经济增长逐步恢复正常的背景下，货币政策以什么样的节奏回归正常，正在成为影响资产价格变化的主要影响因素。在两会“不急转弯”的定调下，货币整体保持稳定，那么信用收缩的结构和节奏如何，将会对市场预期和资产价格产生较重要的影响。我们在传统的信用分析框架下，对当前的信用周期进行的深入研究，并根据研究结论对当前资产价格做出展望。

一、传统信用分析框架——基于信用供需的角度

信用供给主要通过信贷、非标、债券、股票等融资方式来提供，最终通过商业银行的资产负债表体现。信用供给一方面反映央行货币政策基调，另一方面受到全社会信用体系发展程度的影响。从流动性框架看，央行通过公开市场操作以及MLF等货币政策工具和外汇占款提供基础货币，再由商业银行在存款准备金和其他金融监管的约束下进行信用扩张并派生存款。比如，央行通过公开市场投放资金10万元，央行资产负债表中负债端“储备货币”和资产端“对其他存款性公司债权”同时增加10万元，商业银行体系的资产端“准备金存款”和负债端“对中央银行负债”也同时增加10万元，假设准备金率为10%，商业银行增加的这10万元准备金可以给企业提供贷款100万元，这100万元贷款随之变成企业的存款，将再增加其他商业银行的负债和资产。

图表1：商业银行信用创造（货币创造）流程图

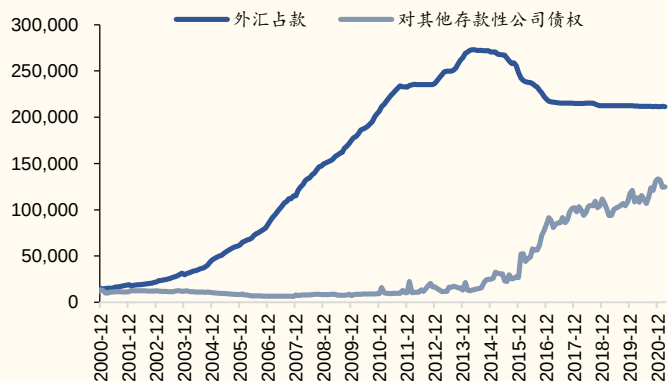


来源：Wind，国金证券研究所

目前，我国央行主要通过公开市场操作和MLF等货币政策工具来投放基础货币。过去，我国基础货币主要由外汇占款提供，央行甚至需要发行央票回笼多余资金；伴随近年来经常账户顺差收敛、人民币震荡贬值（去年除外），2013年后外汇占款先回落后小幅变动，对货币政策的影响大幅减弱，央行通过逆回购、借贷便利和抵押补充贷款等手段主动提供基础货币。财政存款对基础货币的影响主要体现在月度波动上，从全年来看变动较小，近5年的年均涨幅仅有2300亿元，几乎不影响中长期货币政策操作。央行投放的基础货币先变成银行准备金，由于法定存款准备金不能派生流动性，因此银行信用创造潜力主要看超额准备金。历史上，信用扩张期间多伴随超额准备金回落；不过，去年为缓解企业资金压力，贷款增

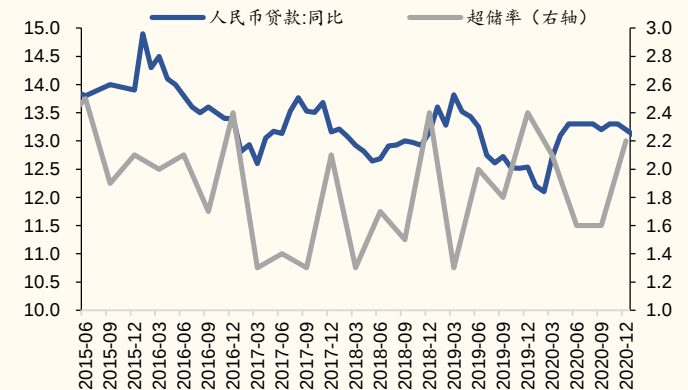
速大幅回升，引发银行间流动性压力增加、超储率一度回落至 1% 附近。

图表 2：公开市场操作是货币投放的主要渠道（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

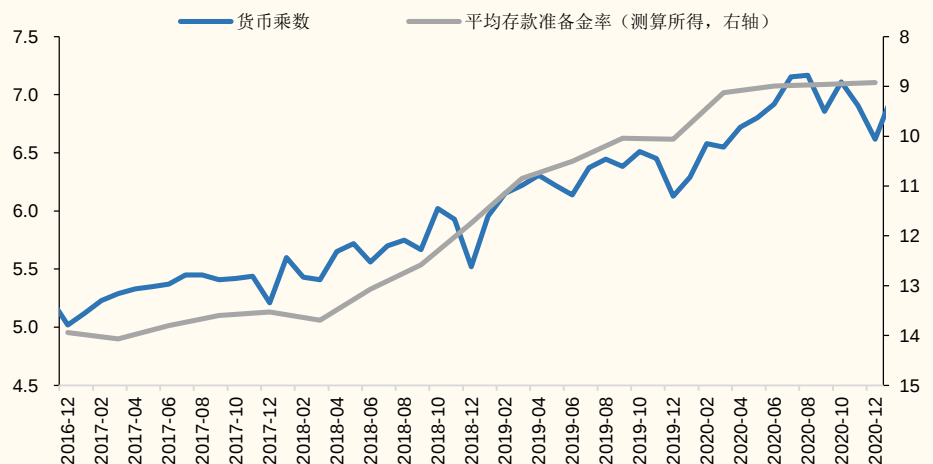
图表 3：银行超储率与信用扩张反向相关（%）



来源：Wind，国金证券研究所

金融监管通过限制货币乘数，对商业银行信用扩张形成约束。首先，现阶段存款准备金制度框架为“三档两优”，给中小银行和普惠小微贷款发放提供准备金优惠（2020 年央行实施三次降准，带动市场平均准备金率回落 1.14 个百分点至 8.92%）。其次，当前商业银行考核体系包括央行宏观审慎监管、“CAMELS+”评级和风险监管核心指标体系，对银行资本充足、流动性风险、资产质量、广义信贷等领域进行严格规范；由于缺乏稳定性负债来源，以及为了冲销不良的资本金，资本充足率、存款分流、包含同业资金和表外理财的广义信贷成为限制银行信用扩张的主要因素。伴随金融供给侧改革和资管新规持续推进，过去利用影子银行规避总量或结构调整的手段受限，货币政策传导效应明显改善。

图表 4：存款准备金要求是货币乘数的重要影响因素（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：央行宏观审慎评估体系（MPA）

七个方面	14 个指标	计算公式	评分标准		
			全国性系统重要性机构 (N-SIFIs)	区域性系统重要性机构 (R-SIFIs)	普通机构 (CFIs)

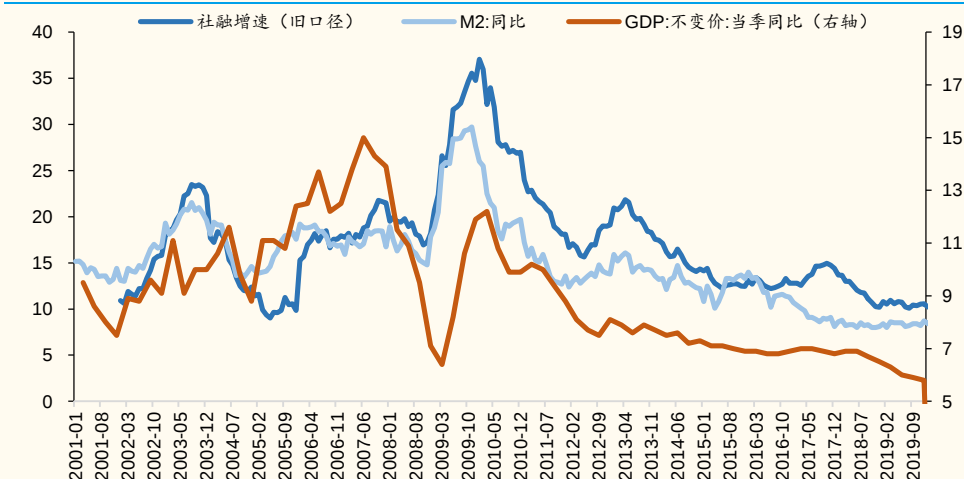
资本和杠杆	资本充足率 (80 分)	结构性参数*(最低资本充足率+储备资本+系统重要性附加资本+逆周期缓冲资本)	高于最低资本充足率 Ci:80 分；低于 Ci 但高于 Ci-4%:48-80 分；低于 Ci-4%:0 分		
	杠杆率 (20 分)	(一级资本-一级资本扣减项) / 调整后的表内外资产余额	4%及以上:20 分；低于 4%:0 分		
	总损失吸收能力	/	暂不纳入监管要求		
资产负债	广义信贷 (60 分)	广义信贷增速-目标 M2 增速	≤20%:60 分；否则 0 分	≤22%:60 分；否则 0 分	≤25%:60 分；否则 0 分
	委托贷款 (15 分)	委托贷款增速-目标 M2 增速	≤20%:60 分；否则 0 分	≤22%:60 分；否则 0 分	≤25%:60 分；否则 0 分
	同业负债 (25 分)	同业负债/总负债*100%	≤25%:60 分； (25,33]:15-25 分； 否则 0 分	≤28%:60 分； (28,33]:15-25 分； 否则 0 分	≤30%:60 分； (30,33]:15-25 分； 否则 0 分
流动性	流动性覆盖率 (40 分)	优质流动性资产储备/未来 30 日的资金净流出量	符合监管要求:40 分；否则 0 分		
	净稳定资金比例 (40 分)	银行一年以内可用的稳定资金/业务所需的稳定资金	100%及以上:20 分；低于 100%:0 分		
	遵守准备金制度情况 (20 分)	/	遵守准备金制度:20 分；否则 0 分		
定价行为	利率定价 (100 分)	一票否决指标	利率定价行为符合市场要求:100 分；否则 0 分		
资产质量	不良贷款率 (50 分)	(次级类贷款+可疑类贷款+损失类贷款) / 各项贷款	不高于同类型机构均值:50 分；高于均值但不高于 5%:30-50 分；高于 5%:0 分	不高于同地区、同类型机构均值:50 分；不高于均值 2 个百分点且不高于 5%:30-50 分；其余 0 分	
	拨备覆盖率 (50 分)	贷款损失准备/不良贷款余额	150%及以上:50 分；[100%,150%):30-50 分；低于 100%:0 分		
跨境融资风险	跨境融资风险加权余额 (100 分)	考察银行外债风险	跨境融资风险加权余额占 60 分；跨境融货币种结构占 20 分；跨境融资的期限占 20 分。		
信贷政策执行	信贷政策执行情况 (70 分)	/	根据信贷政策导向执行情况综合评估:0-70 分		
	央行资金运用情况 (30 分)	/	对按时还本付息、展业的贷款利率水平和资金投资等方面评估，基础分 20 分		

来源：国金证券研究所

信用变化还受到需求影响，表现为较明显的顺周期特征。虽然信用供给受到逆周期的货币政策影响，但银行作为盈利机构，放贷行为需根据风险收益情况做出决策，因此信用变化并不完全由央行决定，在市场有效需求的影响下表现出较为明显的顺周期特征。以 2018 年“宽货币+紧信用”格局为例，央行全年实施四次降准，但在供给侧结构性改革的约束下，经济增长动能减弱，信用扩张遇阻。可见，实体融资是由供给和需求共同决定。从历史走势来看，金融数据表现领先经济表现 6 个月左右，具有顺周期特征。

社融和 M2 变化是观察信用变化的两个主要指标，分别代表银行体系的资产端和负债端，为信用创造的一体两面。社融为企业融资需求，相对 M2 还包括股票融资、非银机构持有的债券和非标融资等，M2 则为非银机构存款。多数时候社融和 M2 走势趋于一致，少部分时候在口径不同的影响下出现背离。为避免“大水漫灌”，当前货币政策目标要求 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配。

图表 6：实体经济融资表现出顺周期特征 (%)



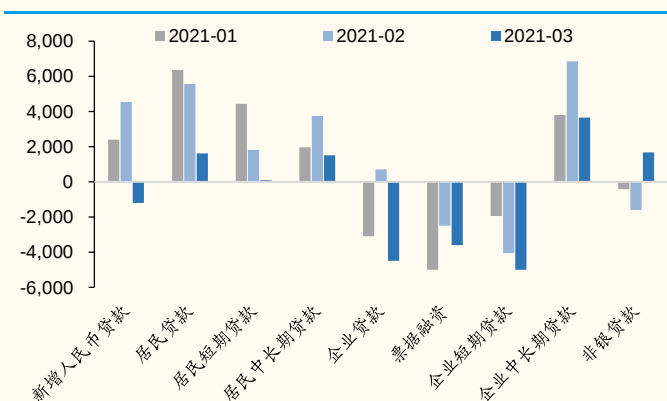
来源：Wind，国金证券研究所

二、2021 年信用边际收缩的方向比较确定

1、信用供需强弱，供给仍将收敛

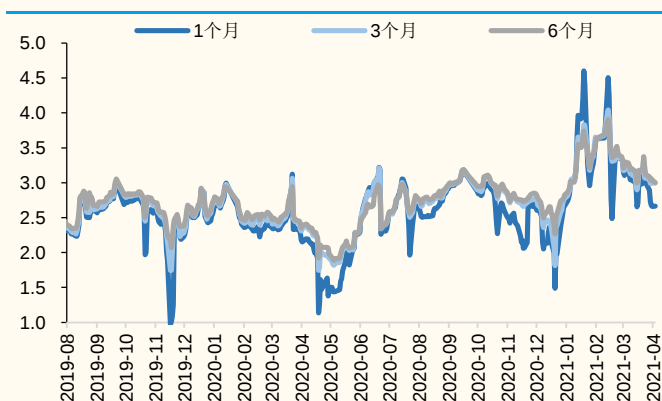
高涨的企业融资需求对应“稳货币+紧信用”的政策导向，2021 年一季度信用市场呈供弱需强格局。从今年前 3 月的金融数据来看，一季度新增人民币贷款 7.67 万亿元，同比多增 5743 亿元，各项贷款余额同比和社融存量增速均冲高回落。信贷结构方面，企业中长期继续大幅多增，外贸表现强劲和经济深度修复的背景下，企业补库和投资扩产意愿较强使得融资需求提升，一季度贷款需求指数为近五年新高；企业短期贷款和票据融资是主要缩减项，由于票据融资规模可以通过价格和二级市场交易调整，且属于表内信贷，因此是银行协调自身放贷意愿和逆周期信贷规模的重要工具，可见银行采用压降票据融资和企业短期贷款的方式控制信贷总量，导致一季度国股银票转贴现利率攀升至历史高位，指向当前信用市场供弱需强。

图表 7：企业短贷和票据融资同比大幅收缩 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：国股银票转贴现利率一度攀升至历史高位



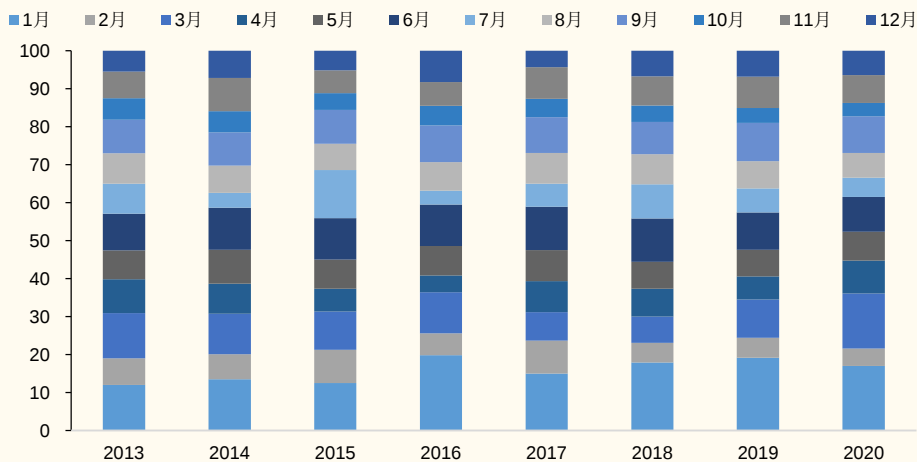
来源：Wind，国金证券研究所

“稳杠杆、紧信用、严监管”政策组合下，信用供给仍将进一步收缩。2020 年超宽松的政策环境引发宏观杠杆率抬升，部分企业债务风险累积，中小银行资本金

也有待补充，经济深化修复后逆周期的货币政策逐步退出。2021 年，稳杠杆、紧信用、严监管的政策导向较为明确。从央行操作来看，至今没有实施降准也没有大额公开市场投放（2015-2020 年间央行均于一季度实施降准，今年前 3 月公开市场净回笼资金 5505 亿元）。3 月 25 日召开的中国人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度例会中，对国内经济描述更加积极，“发展动力不断增强，积极因素明显增多”，不再提到“不急转弯”，对货币政策表述更加中性。伴随去年 3-6 月信用大幅扩张，后续社融、信贷和 M2 将继续趋于回落。

一季度信贷投放超预期，后续信贷增速放缓或将成为信用收缩的主要特征。基于历年银行信贷投放节奏，我们可以对后续人民币信贷投放力度进行大致评估。历年一季度新增人民币贷款占全年比例主要集中于 30%-35% 区间，近 5 年均值为 33.67%，今年一季度新增贷款 7.67 万亿元，占比 30%、33.67% 和 35% 所对应的全年新增贷款规模分别为 25.57、22.78 和 21.91 万亿元，均明显高于去年的 19.64 万亿元。可见，在紧信用的货币政策得到落实的情况下，后续信贷增速大概率出现较快下降。

图表 9：历史信贷投放进度 (%)

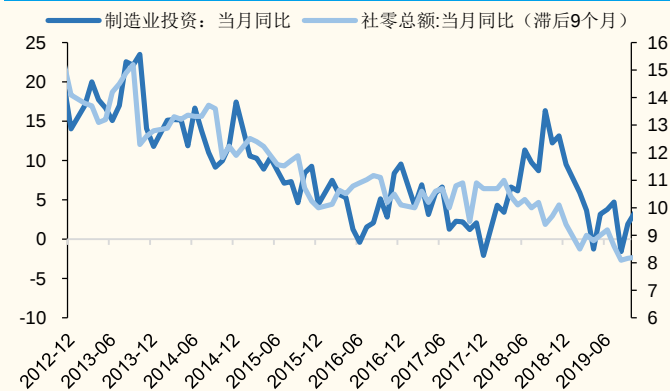


来源：Wind，国金证券研究所

2、后续信用需求如何演变？

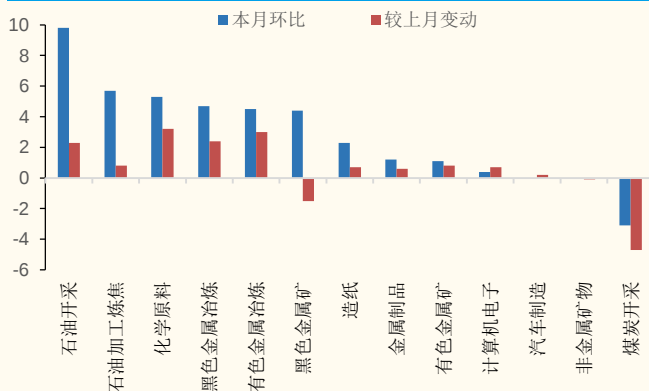
上半年融资需求仍将保持强劲，下半年融资需求将放缓。企业融资需求具有顺周期特征：经济景气程度高时，企业投资回报率高于资金成本，才会提升融资需求。一季度经济数据显示，实际 GDP 增速为 18.3%，虽季调环比 0.6% 低于季节性规律，当整体经济增长动能依然较为强劲；从结构来看，三架马车中出口表现依然强劲，中国出口替代效应虽持续消退，但整体外需依然较强；居民消费明显修复，复合增速有所回升，与进口数据表现一致；制造业投资表现亮眼，虽然原材料价格上涨对中下游制造业利润形成一定抑制，但需求扩张依然形成支撑；地产投资上半年依然相对较强，但逐步下行趋势较为确定；基建投资依然稳定。整体来看，未来企业融资需求应关注内外需的变动情况，伴随地产投资趋弱、出口结构性拖累效应变强，居民消费和制造业投资是主要支撑项。考虑到上半年出口优势仍存叠加消费加速释放，企业融资需求将保持强劲；下半年经济修复节奏进一步放缓，经济增速恢复至潜在水平附近，企业融资将逐步回归常态。

图表 10：制造业投资主要受到终端需求拉动 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

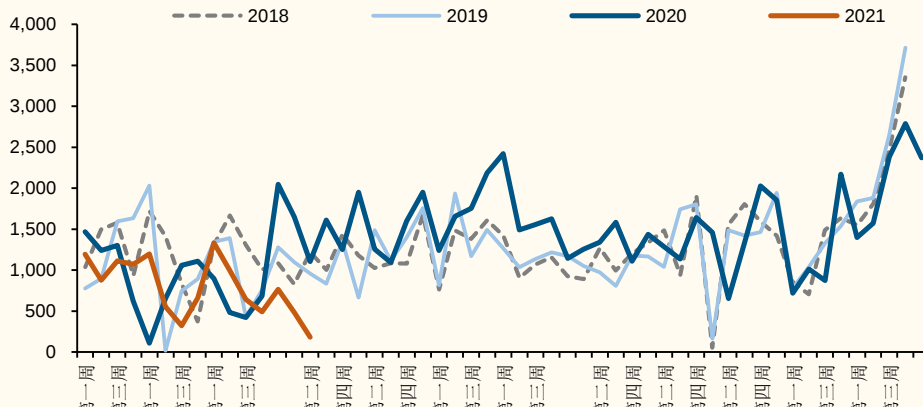
图表 11：石油和制造业中上游PPI环比涨幅较大 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

房地产行业面临的政策压力加大，相关资金需求受到限制。为促进房地产市场长期健康发展，融资新规“三条红线”旨在推动房地产行业金融去化并逐步降低负债，部分企业高杠杆高周转的经营模式进一步承压；2020 年末出台的银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度对房地产贷款占比和个人住房贷款占比做出限制。根据已公布的 2020 年年报数据，建设银行、邮储银行、中信银行、招商银行、兴业银行等多家中大型银行涉房贷款超标需要压降。由于房地产链条很长，金融监管不仅会限制房企的资金来源，上下游产业如水泥、玻璃、家具均面临承压，居民中长期贷款后劲不足。自 2020 年末以来，居民房贷审批明显收紧，多家银行额度不足，房贷利率趋于上行，未来居民中长期贷款增速或有所下降。

图表 12：100 大中城市成交土地占地面积震荡回落 (万平方米)



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_19400

