

2021 年 01 月 12 日

信用“收缩”加速

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **社融增速首次超预期下滑，与非标融资加速收缩、企业债券融资低迷等有关** 社融增速超预期回落，非标和企业债券拖累显著。12 月，社融存量增速 13.3%、低于市场平均预期的 13.5%，较上月回落 0.3 个百分点；信贷余额增速 12.8%、与上月持平。增量来看，新增社融 1.72 万亿元、同比少增 4821 亿元；其中，信托贷款净减少 4601 亿元、同比多减 3509 亿元，表外票据净减少 2216 亿元，而 2019 年同期净增加 951 亿元；企业债券净融资 442 亿元、同比少增 2183 亿元。

非标收缩加速，或与政策“退潮”、防风险加强等有关；而永煤事件，对信用债融资的冲击尚未消退。政策托底下，上半年基建类信托净融资一度转正，随着政策回归常态、信托融资监管加强，及下半年信托到期的增多，信托融资收缩明显加速。企业债券净融资连续 2 个月低于 1000 亿元，或主要缘于永煤事件的影响，企业债券发行较前期大幅减少、但到期规模增加，企业再融资压力显著上升。

● **M1 增速结束连续 5 个月回升、M2 增速超预期回落，财政存款投放低于往年** M1 增速大幅回落、结束连续 5 个月回升，或与地产调控加强下房贷回落、结构性存款压降影响消退等有关。12 月，M1 增速较上月回落 1.4 个百分点至 8.6%，地产调控加强下，商品房销售和居民贷款的回落，或可一定程度解释 M1 下降；结构性存款压降接近尾声也是可能原因，结构性存款压降带来的定期存款活期化，是前期 M1 增速连续回升的重要推力。此外，M1 增速也受到高基数的拖累。

M2 增速超预期回落，或与财政存款投放偏慢等有关。 12 月，M2 增速较上月回落 0.6 个百分点至 10.1%，远低于市场平均预期的 10.7%。M2 增速的低预期，或与财政支出进度不及预期等有关；12 月财政存款仅投放 9540 亿元、较 2019 年同期少投放 1246 亿元，全年财政存款净增加 3931 亿元，高于 2019 年的 301 亿元。此外，打击资金空转背景下，同业派生的减少也可能对 M2 产生一定拖累。

● **重申观点：2021 年，或为信用“收缩”之年，信用“收缩”的影响不容忽视** 政策“退潮”下，信用“收缩”通道已然开启。影响信用“收缩”的三条逻辑包括：（1）从“加”杠杆到“稳”杠杆，政府行为对信用环境的拉动，或趋于减弱；（2）随着“防风险”加强、资管新规过渡期到期，通道产品等的压缩或加速非标融资收缩；（3）地产调控加强背景下，房企融资“三条红线”、房地产贷款集中度管理等政策影响逐步显现。中性情景下，2021 年社融存量增速或在 10% 左右。

2021 年，或为信用“收缩”之年，但信用“收缩”带来的影响或与 2018 年不同，结构分化会非常明显。 政策“退潮”、信用“收缩”预期收敛过程中，资金风险偏好或有所回落，对股市形成阶段性压制；但不同于以往，行业之间、公司之间的分化或非常明显。对债市而言，信用“收缩”开启时，利率债左侧时机就已到来，但操作难度较大；对于负债相对稳定的机构，左侧机会或相对较好把握。

● **风险提示：** 防风险措施升级，信用违约增多。

相关研究报告

《宏观经济专题-2021 年，主要部委的工作主线》-2021.1.11

《宏观经济专题-疫苗接种“竞赛”，一场与病毒的赛跑》-2021.1.8

《宏观经济专题-2020 年财政结余，对信用环境的影响》-2021.1.4

目 录

1、社融增速超预期下滑，非标融资加速收缩	3
2、M1 和 M2 增速双双回落，财政存款投放偏慢	4
3、重申观点：2021 年，或为信用“收缩”之年	5
4、风险提示	5

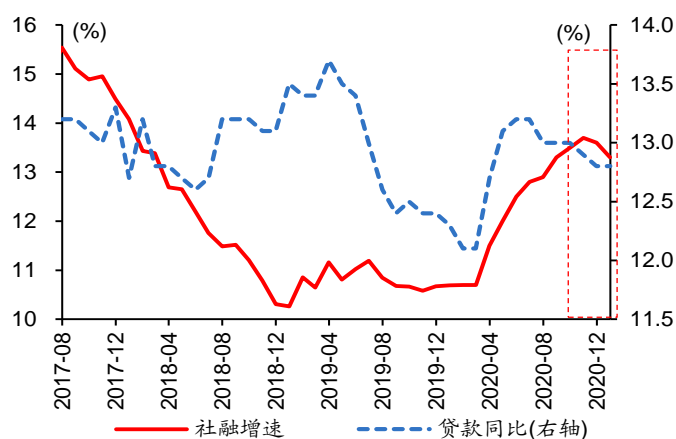
图表目录

图 1：社融增速大幅回落，贷款增速与上月持平	3
图 2：社融主要受非标融资和企业债券融资拖累	3
图 3：2020 年信托投资基建规模一度转正、后逐步收缩	3
图 4：信用事件冲击后，企业债券融资明显收缩	3
图 5：12 月，M1 与 M2 增速双双回落	4
图 6：12 月，居民中长期贷款增长放缓	4
图 7：12 月，企业存款大幅减少、财政存款同比多增	4
图 8：5 月以来，非银存款增长放缓、货基规模回落	4
图 9：中性情景下，社融增速或回落至 10%左右	5

1、社融增速超预期下滑，非标融资加速收缩

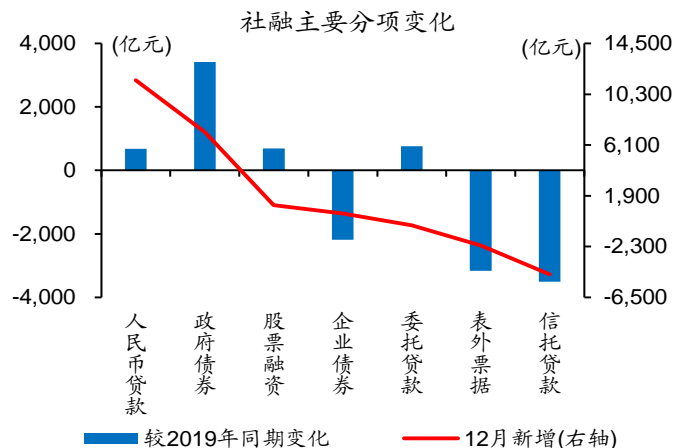
社融增速超预期回落，非标和企业债券拖累显著。12月，社融存量增速13.3%、低于市场预期预期的13.5%，较上月回落0.3个百分点；信贷余额增速12.8%、与上月持平。增量来看，新增社融1.72万亿元、同比少增4821亿元；其中，信托贷款净减少4601亿元、同比多减3509亿元，表外票据净减少2216亿元，而2019年同期净增加951亿元；企业债券净融资442亿元、同比少增2183亿元。

图1：社融增速大幅回落，贷款增速与上月持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

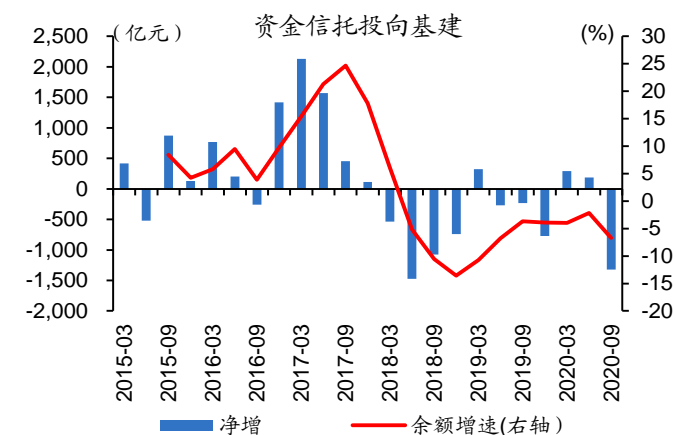
图2：社融主要受非标融资和企业债券融资拖累



数据来源：Wind、开源证券研究所

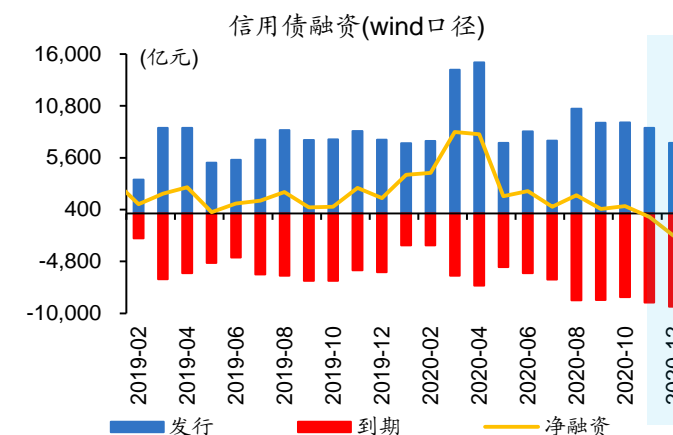
非标收缩加速，或与政策“退潮”、防风险加强等有关；而永煤事件，对信用债融资的冲击尚未消退。政策托底下，上半年基建类信托净融资一度转正，随着政策回归常态、信托融资监管加强，及下半年信托到期的增多，信托融资收缩明显加速。企业债券净融资连续2个月低于1000亿元，或主要缘于永煤事件的影响，企业债券发行较前期大幅减少、但到期规模增加，企业再融资压力显著上升。

图3：2020年信托投资基建规模一度转正、后逐步收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：信用事件冲击后，企业债券融资明显收缩

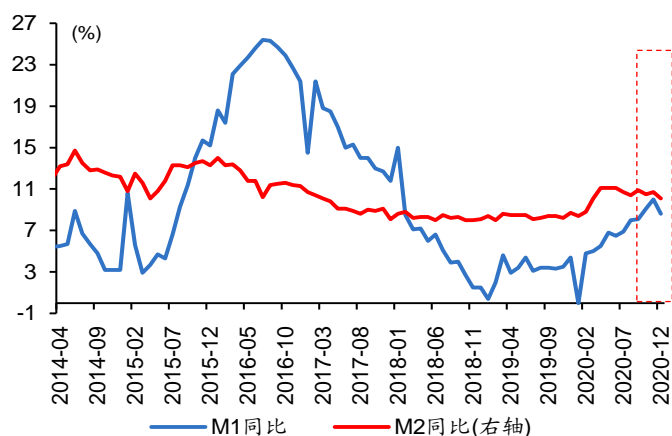


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、M1 和 M2 增速双双回落，财政存款投放偏慢

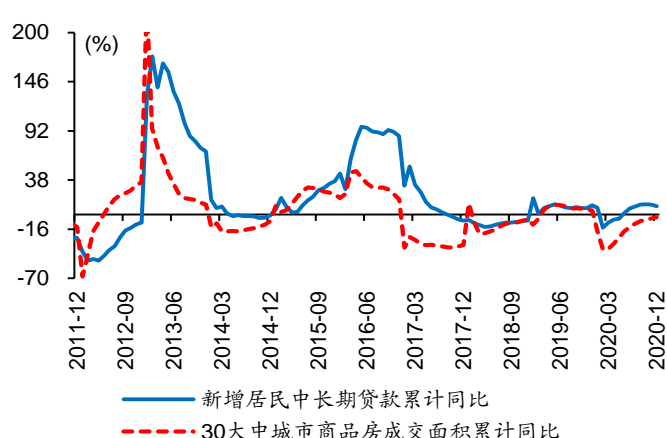
M1 增速大幅回落、结束连续 5 个月回升，或与地产调控加强下房贷回落、结构性存款压降影响消退等有关。12 月，M1 增速较上月回落 1.4 个百分点至 8.6%，地产调控加强下，商品房销售和居民贷款的回落，或可一定程度解释 M1 下降；结构性存款压降接近尾声也是可能原因，结构性存款压降带来的定期存款活期化，是前期 M1 增速连续回升的重要推力。此外，M1 下降也受到高基数的拖累。

图5：12 月，M1 与 M2 增速双双回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

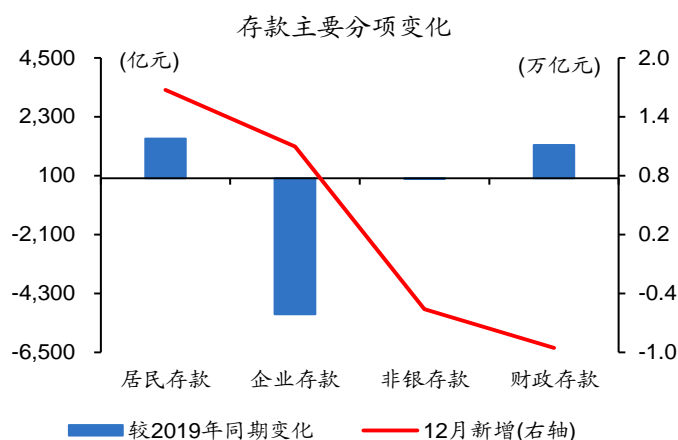
图6：12 月，居民中长期贷款增长放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

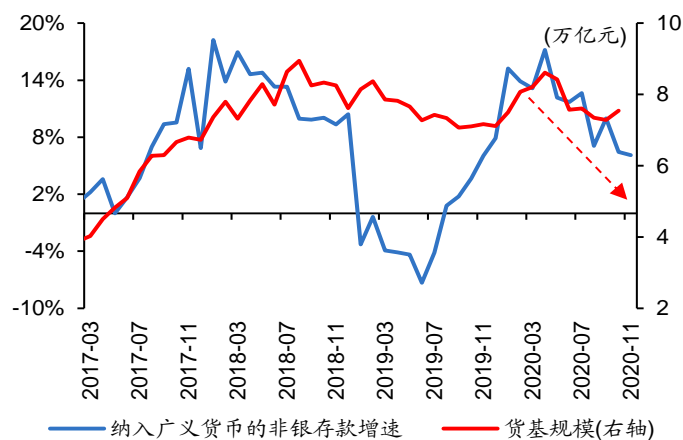
M2 增速超预期回落，或与财政存款投放偏慢等有关。12 月，M2 增速较上月回落 0.6 个百分点至 10.1%，远低于市场平均预期的 10.7%。M2 增速的低预期，或与财政支出进度不及预期等有关；12 月财政存款仅投放 9540 亿元、较 2019 年同期少投放 1246 亿元，全年财政存款净增加 3931 亿元，高于 2019 年的 301 亿元。此外，打击资金空转背景下，同业派生的减少也可能对 M2 产生一定拖累。

图7：12 月，企业存款大幅减少、财政存款同比多增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：5 月以来，非银存款增长放缓、货基规模回落



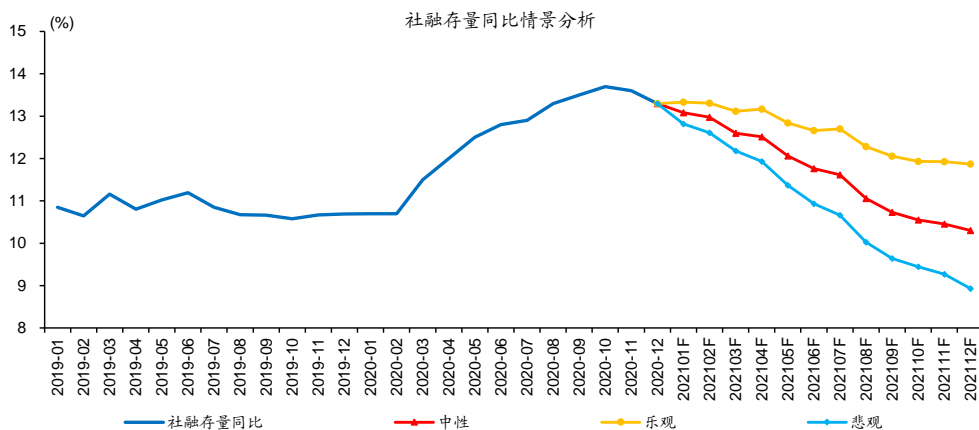
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、重申观点：2021 年，或为信用“收缩”之年

政策“退潮”下，信用“收缩”通道已然开启。影响信用“收缩”的三条逻辑包括：（1）从“加”杠杆到“稳”杠杆，政府行为对信用环境的拉动，或趋于减弱；（2）随着“防风险”加强、资管新规过渡期到期，通道产品等的压缩或加速非标融资收缩；（3）地产调控加强背景下，房企融资“三条红线”、房地产贷款集中度管理等政策影响逐步显现。中性情景下，2021 年社融存量增速或在 10% 左右。

2021 年，或为信用“收缩”之年，但信用“收缩”带来的影响或与 2018 年不同，结构分化会非常明显。政策“退潮”、信用“收缩”预期收敛过程中，资金风险偏好或有所回落，对股市形成阶段性压制；但不同于以往，行业之间、公司之间的分化或非常明显。对债市而言，信用“收缩”开启时，利率债左侧时机就已到来，但操作难度较大；对于负债相对稳定的机构，左侧机会或相对较好把握。

图9：中性情景下，社融增速或回落至 10% 左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

防风险措施升级，信用违约增多。

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_274

