

2020 年 12 月 10 日

信用“收缩”通道开启

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）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **社融增速见顶回落，主因企业债券和非标融资拖累，信用“收缩”通道开启**
社融增速见顶回落，主因企业债券和非标融资拖累、政府债券贡献也在下降。11 月，社融存量增速 13.6%、较上月回落 0.1 个百分点，为一年来首次回落；新增社融 2.13 万亿元、同比多增 1406 亿元。主要分项来看，企业债券融资大幅下降，信托贷款和表外票据明显收缩，三者合计较 2019 年同期少 4377 亿元，或与信用违约冲击、防风险加强等有关，而政府债券同比增幅和增速已连续 3 个月下降。

新增贷款略高于 2019 年同期，中长贷保持高位，短贷下降、非银贷款收缩，或与防风险加强等有关。11 月，新增贷款 1.43 万亿元、同比多增 456 亿元，贷款余额增速 12.8%、较上月回落 0.1 个百分点。其中，企业中长贷 5887 亿元、同比多增 1681 亿元，企业短贷同比少增超 900 亿元；新增居民中长贷和短贷均略高于 2019 年同期；非银贷款净减少 1042 亿元，而 2019 年同期为净增加 274 亿元。

● **M1 和 M2 增速均回升，M1 回升或与结构性存款压降、企业活动修复等有关**
M1 增速连续 5 个月回升，或与结构性存款压降、企业活动修复等有关。11 月，M1 增速较上月提高 0.9 个百分点至 10%、连续 5 个月回升，主要与单位活期存款持续、大幅增长有关，而单位定期存款增速 5 月以来逐步回落。两者增速的背离，或部分缘于结构性存款压降下，定期存款活期化；同时，政策托底和出口链改善等带动企业经营修复，及商品房销售回升带来的存款搬家等，推升活期存款。

M2 增速变化，或部分受“双 11”、防范资金空转等干扰。11 月，M2 增速较上月提高 0.2 个百分点至 10.7%，而上月回落 0.4 个百分点，或部分与“双 11”对非银存款干扰有关。防风险加强、打击资金空转下，非银金融机构同业往来的收缩，也对 M2 增速产生一定干扰，纳入广义货币的非银存款增速 5 月以来震荡回落，货币基金份额 5 月以来持续下降，非银贷款增量大多数时候低于 2019 年同期。

● **重申观点：从“加”杠杆到“稳”杠杆，信用“收缩”或成为 2021 年主逻辑**
随着政策逐步“退潮”，信用“收缩”通道已然打开，带来的影响不容忽视。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，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“三条红线”等政策影响。

2021 年，或为信用“收缩”之年，社融增速或回落至 10% 左右。政策“退潮”下，杠杆行为拉动减弱、非标加速收缩等，或成为 2021 年信用收缩的主要驱动力。中性情景下，信用环境的拐点将出现在 2020 年底前后；以社融增速为锚，2021 年或将回落至 10% 左右，较 2020 年显著回落 3 个百分点左右；M2 增速或将回落至 9% 以内，较 2020 年回落 2 个百分点左右（详情参见《抱朴守真》）。

● **风险提示：**防风险措施升级，信用“收缩”加速。

相关研究报告

《宏观经济专题-政策“退潮”的历史复盘》-2020.12.9

《宏观经济点评-出口链支撑的驱动“切换”》-2020.12.8

《宏观深度报告-2021 年中国宏观形势展望：

抱朴守真》-2020.12.2

目 录

1、社融增速见顶回落，企业债券和非标融资拖累显著.....	3
2、M1 连续回升，或与结构性存款压降、企业活动修复等有关.....	4
3、重申观点：2021 年，或为信用“收缩”之年.....	5
4、风险提示.....	6

图表目录

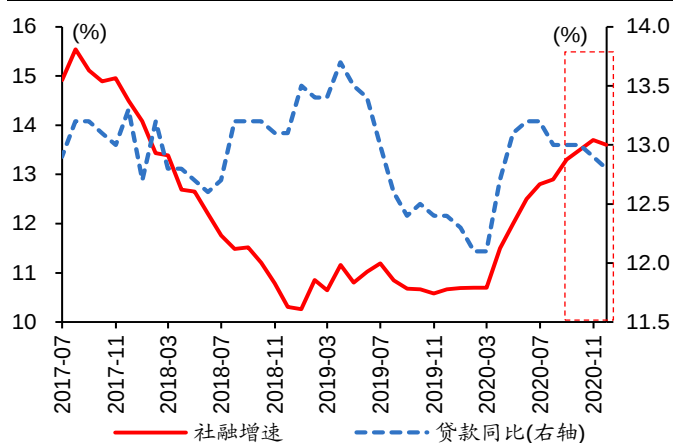
图 1：社融增速见顶回落、贷款增速延续回落.....	3
图 2：社融受企业债券、非标拖累明显.....	3
图 3：7 月以来，M1 增速连续回升.....	4
图 4：7 月以来，活期和定期存款增速持续背离.....	4
图 5：定期存款变化，与结构性存款变化存在一定关系.....	5
图 6：商品房销售与 M1 走势较为类似.....	5
图 7：4 月以来，非银贷款多数时候低于 2019 年同期.....	5
图 8：5 月以来，非银存款增长放缓、货基规模回落.....	5
图 9：地方债务率的大幅抬升或掣肘地方政府举债空间.....	6
图 10：通道剩余规模或超过 13.5 万亿元.....	6
表 1：信贷分项表(亿元).....	4

1、社融增速见顶回落，企业债券和非标融资拖累显著

社融增速见顶回落，主因企业债券和非标融资拖累、政府债券贡献也在下降。

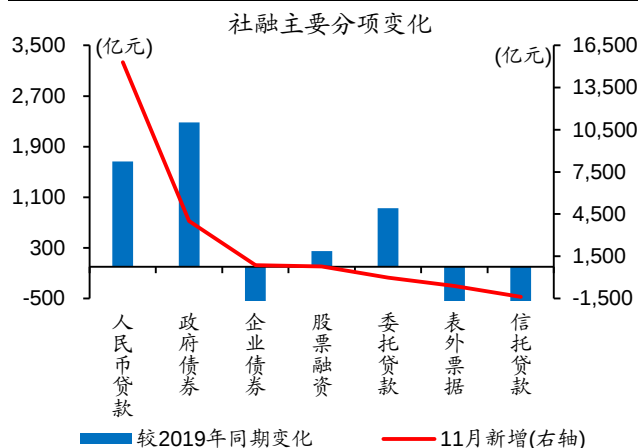
11月，社融存量增速13.6%、较上月回落0.1个百分点，为一年来首次回落；新增社融2.13万亿元、同比多增1406亿元。主要分项来看，企业债券融资大幅下降，信托贷款和表外票据明显收缩，三者合计较2019年同期少4377亿元，或与信用违约冲击、防风险加强等有关，而政府债券同比增幅和增速已连续3个月下降。

图1：社融增速见顶回落、贷款增速延续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：社融受企业债券、非标拖累明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

新增贷款略高于2019年同期，中长贷保持高位，短贷下降、非银贷款收缩，或与防风险加强等有关。11月，新增贷款1.43万亿元、同比多增456亿元，贷款余额增速12.8%、较上月回落0.1个百分点。其中，企业中长贷5887亿元、同比多增1681亿元，企业短贷同比少增超900亿元；新增居民中长贷和短贷均略高于2019年同期；非银贷款净减少1042亿元，而2019年同期为净增加274亿元。

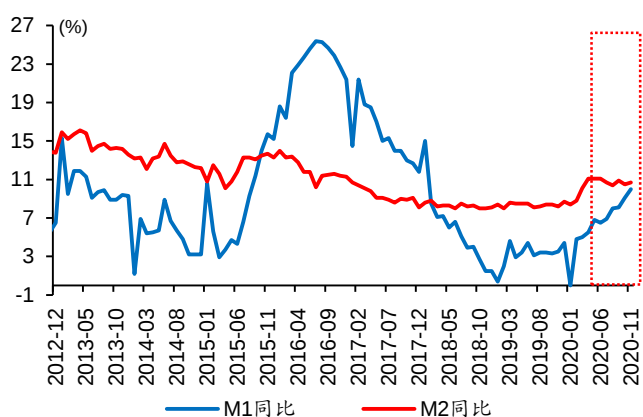
表1: 信贷分项表(亿元)

月份	新增 信贷	短期 信贷	票据 融资	中长期 信贷	企业中长 期信贷	居民中长 期信贷	企业短 期信贷	居民短期 信贷	非银贷 款
2019-11	13,844	3,785	624	8,895	4,206	4,689	1,643	2,142	274
2019-12	11,400	1,670	262	8,802	3,978	4,824	35	1,635	511
2020-01	33,400	6,550	3,596	24,091	16,600	7,491	7,699	-1,149	-1,567
2020-02	9,057	2,045	634	4,528	4,157	371	6,549	-4,504	1,786
2020-03	28,500	13,896	2,075	14,381	9,643	4,738	8,752	5,144	-1,948
2020-04	17,000	2,218	3,910	9,936	5,547	4,389	-62	2,280	404
2020-05	14,800	3,592	1,586	9,967	5,305	4,662	1,211	2,381	-660
2020-06	18,100	7,451	-2,104	13,697	7,348	6,349	4,051	3,400	-790
2020-07	9,927	-911	-1,021	12,035	5,968	6,067	-2,421	1,510	-270
2020-08	12,800	2,891	-1,676	12,823	7,252	5,571	47	2,844	-1,474
2020-09	19,000	4,668	-2,632	17,042	10,680	6,362	1,274	3,394	-201
2020-10	6,898	-565	-1,124	8,172	4,113	4,059	-837	272	382
2020-11	14,300	3,220	804	10,936	5,887	5,049	734	2,486	-1,042
较上月	7,402	3,785	1,928	2,764	1,774	990	1,571	2,214	-1,424
较 2019 年同期	456	-565	180	2,041	1,681	360	-909	344	-1,316

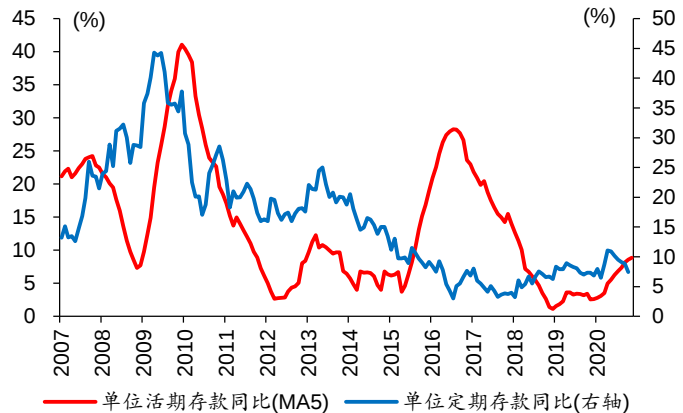
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、M1 连续回升，或与结构性存款压降、企业活动修复等有关

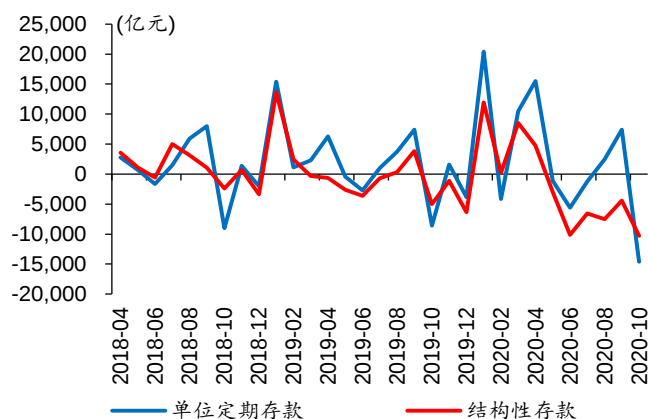
M1 增速连续 5 个月回升，或与结构性存款压降、企业活动修复等有关。11 月，M1 增速较上月提高 0.9 个百分点至 10%、连续 5 个月回升，主要与单位活期存款持续、大幅增长有关，而单位定期存款增速 5 月以来逐步回落。两者增速的背离，或部分缘于结构性存款压降下，定期存款活期化；同时，政策托底和出口链改善等带动企业经营修复，及商品房销售回升带来的存款搬家等，推升活期存款。

图3: 7 月以来，M1 增速连续回升


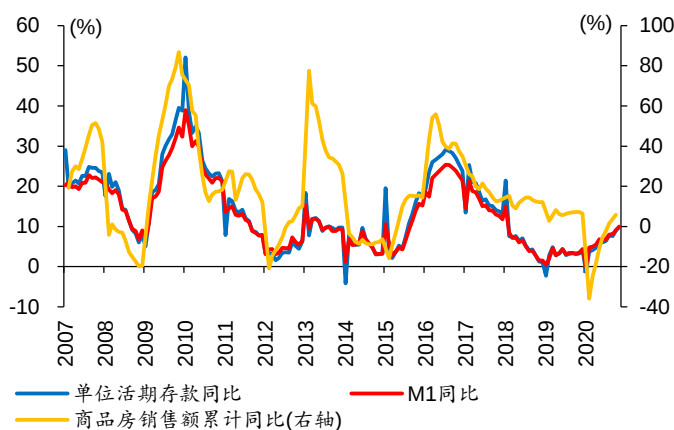
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 7 月以来，活期和定期存款增速持续背离


数据来源: Wind、开源证券研究所

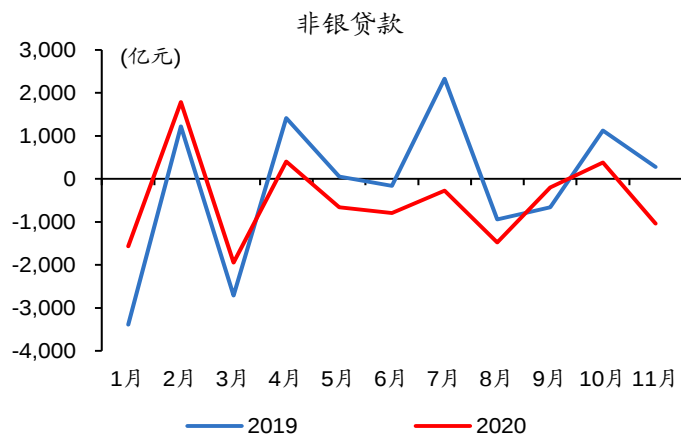
图5：定期存款变化，与结构性存款变化存在一定关系


数据来源：Wind、开源证券研究所

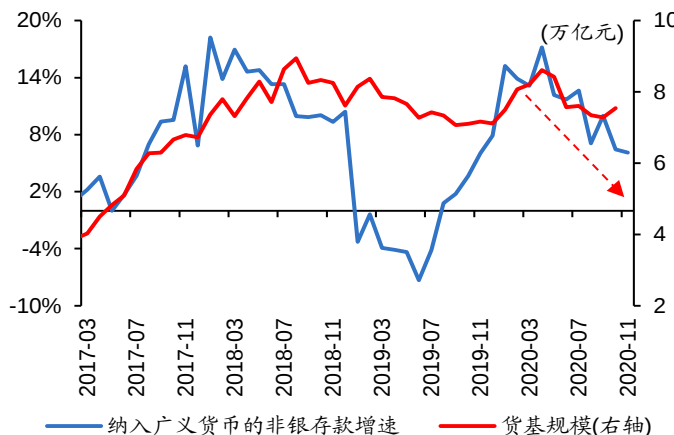
图6：商品房销售与 M1 走势较为类似


数据来源：Wind、开源证券研究所

M2 增速变化，或部分受“双11”、防范资金空转等干扰。11月，M2增速较上月提高0.2个百分点至10.7%，而上月回落0.4个百分点，或部分与“双11”对非银存款干扰有关。防风险加强、打击资金空转下，非银金融机构同业往来的收缩，也对M2增速产生一定干扰，纳入广义货币的非银存款增速5月以来震荡回落，货币基金份额5月以来持续下降，非银贷款增量大多数时候低于2019年同期。

图7：4月以来，非银贷款多数时候低于2019年同期


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

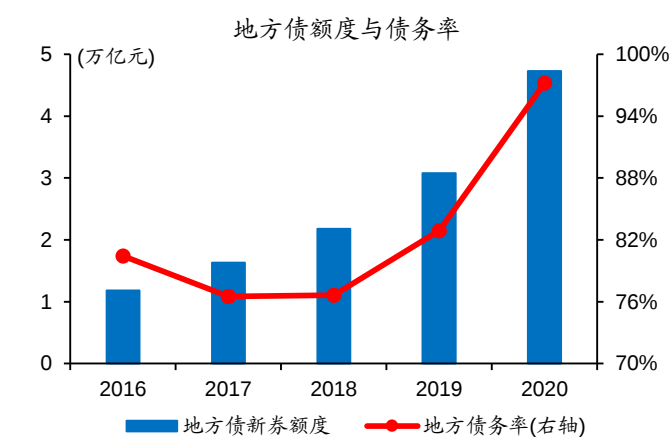
3、重申观点：2021年，或为信用“收缩”之年

随着政策逐步“退潮”，信用“收缩”通道已然打开，带来的影响不容忽视。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，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“三条红线”等政策影响。

2021年，或为信用“收缩”之年，社融增速或回落至10%左右。政策“退潮”下，杠杆行为的拉动减弱、非标规模的加速收缩等，或成为2021年信用收缩的主要驱动力。中性情景下，信用环境的拐点将出现在2020年底前后；以社融增速为锚，

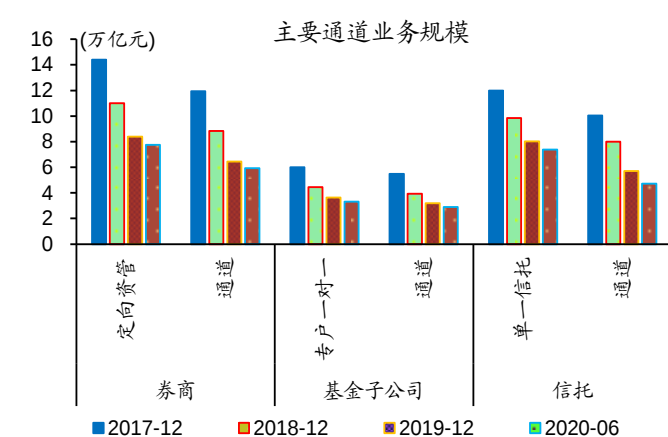
2021 年或将回落至 10%左右，较 2020 年显著回落 3 个百分点左右；M2 增速或将回落至 9%以内，较 2020 年回落 2 个百分点左右（详情参见《抱朴守真》）。

图9：地方债务率的大幅抬升或掣肘地方政府举债空间



数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

图10：通道剩余规模或超过 13.5 万亿元



数据来源：Wind、资管行业统计年鉴、中证网、开源证券研究所

4、风险提示

防风险措施升级，信用“收缩”加速。

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_945

