

信用违约风险宏观影响几何？

核心观点

我们认为当前处于社融扩张的尾声，仍处于扩信用状态中，此时出现信用风险事件可能与经济逐渐向好、地方政府层面对风险的防范意识下降有关。**信用债市场风险事件可能对短端利率构成较大负面冲击**，13 日 DR007 继续上行，由于资金面趋紧，机构为缓解流动性压力，可能集中卖出流动性水平最高的 10 年期国债，10 年期国债收益率也将面临阶段性上行压力。但总体看，我们认为出现系统性信用收缩风险的概率不大，信用事件出现后，地方政府大概率也会采取相应政策措施进行托底。但我们将这样的小概率事件作为风险提示，一旦短期出现系统性信用收缩风险，我们认为可能对明年的货币政策产生较大影响，明年央行紧信用的节奏会受到扰动，主动的紧信用力度会有所减弱，甚至出现一定针对市场自发信用收缩的对冲工具。

□ 信用债市场风险事件可能对短端利率构成较大负面冲击

信用债市场风险事件短期对资金面及债券市场均会构成一定的负面冲击。资金面看，由于部分机构可能调整信用债质押入库名单，资金面将有所趋紧，本周 DR007 持续位于 7 天逆回购利率上方，12 日 DR007 大幅上行收于 2.58%，继 10 月末以来再次高出 7 天逆回购利率逾 30BP，13 日即使央行公开市场净投放 1600 亿流动性，但 DR007 仍攀上 2.6%。对于 10 年期国债收益率，由于资金面趋紧，机构为缓解流动性压力，可能集中卖出流动性水平最高的 10 年期国债，10 年期国债收益率也将面临阶段性上行压力。

□ 当前处于社融扩张的尾声，信用风险事件对年内扩信用节奏影响相对有限

我们认为当前处于社融扩张的尾声，仍处于扩信用状态中，此时出现信用风险事件可能与经济逐渐向好、地方政府层面对风险的防范意识下降有关。短期看，我们认为出现系统性风险的概率不大，信用事件出现后，地方政府大概率也会采取相应政策措施进行托底，因此其对 2020 年后两个月的扩信用节奏影响较为有限。2020 年社融主要靠信贷、政府债券及企业债券、股票两项直接融资的支撑，其中，信贷及政府债券贡献最大，2020 年前 10 个月，社融新增规模约 31 万亿，其中信贷+政府债券新增 24.6 万亿，占比 79%，企业债券融资新增 4.3 万亿，占比 14%。下半年随着信用债收益率上行，企业债券融资占社融的比重有所回落，6-10 月，企业债券融资新增 1.36 万亿，占社融新增量比重 10%。近几个月企业债券融资稳定在 2000 亿左右规模，未来两个月，预计信贷新增量约 3 万亿，政府债券支撑约 1.3 万亿，我们维持全年社融超 35 万亿的预测值，增速仍可维持高位。

□ 风险提示：若 2021 年信用风险进一步暴露，可能扰动货币政策调控节奏

我们认为短期出现系统性信用收缩的风险不大，但也需将这样的小概率事件作为风险提示，一旦短期出现系统性信用收缩，我们认为可能对明年的货币政策产生较大影响，明年央行紧信用的节奏会受到扰动，主动的紧信用力度会有所减弱，甚至出现一定针对市场自发信用收缩的对冲工具。此前我们指出后续的货币政策收紧将分为两个阶段：紧货币阶段、紧信用阶段，当前货币乘数过高，在货币政策收紧初期，往往基础货币收紧会超预期，若 DR007 持续性地位于 7 天逆回购利率上方，将意味着货币政策转向，时间窗口为 2020 年四季度。但基础货币收紧在银行流动性分层下较难持续，货币政策收紧第二阶段为压降货币乘数，提高准备金率较难，主要为压降贷款规模，进而使 M2 与社融增速回归与经济基本面更为匹配的水平，预计将在 2021 年初出现。我们认为，若短期出现较为严重的信用收缩风险，尤其是在 2021 年 1、3、4 月企业债到期量较大的月份，将对央行货币政策紧信用基调形成掣肘，央行将首要保证不发生大规模的信用收缩，保证企业资金链稳定，防止经济受到过大冲击。

风险提示：信用违约问题在 2021 年继续大规模爆发，货币政策调控受到扰动。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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_1438

