

2020年11月11日

2021年，或为信用“收缩”之年

宏观研究团队

——宏观经济专题

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

信用修复最快阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道。受杠杆行为减弱、非标收缩和地产调控等影响，2021年社融和M2增速或双双在10%左右。

● 逻辑一：“后疫情”时代，政府杠杆行为对信用派生的拉动，可能趋于减弱

随着经济逐步修复、债务约束增强等，政府债券和平台融资放量或较难持续。疫情背景下，政府债券明显放量，地方债、国债和特别国债合计较2019年增加3.6万亿元至8.51万亿元；前9个月城投债和基建贷款合计较2019年同期增加超1.4万亿元。受此影响，地方债务率或抬升至92%左右、接近100%预警线，对地方举债空间压制增强。伴随经济逐步修复，特别国债和平台融资，或较难持续扩张。防风险重视度提升下，地方加杠杆的“冲动”也可能减弱。7月政治局会议指出，要“实现稳增长和防风险长期均衡”；财政部等多次强调，加强地方政府隐性债务常态化检查，有效遏制隐性债务增量等。随着政策重心向防风险倾斜，城投债净融资规模回落，募资注明用于“借新还旧”的比例有所回升，3季度达82%。

● 逻辑二：随着资管新规过渡期临近到期，非标融资或加速收缩，进而拖累社融

随着资管新规过渡期临近到期，资管产品收缩压力或趋于加大。资管新规落地后，券商定向资管、单一资金信托和基金子公司专户一对一规模持续收缩，2020年6月末分别较2017年末下降6.7万亿元、4.6万亿元和2.7万亿元。尽管资管新规过渡期延长至2021年底，不涉及监管标准变化，通道业务仍面临较大调整压力。情景分析显示，2020年下半年至2021年，通道产品收缩或在8-13万亿元左右。资管产品收缩，或加速非标融资的收缩。通道业务大多直接或间接投资非标债权类资产，券商通道业投向委托和信托贷款占比达22%，如果考虑嵌套，非标融资占比可能更高。通道业务等收缩，或加速非标融资收缩，进而影响信用环境。例如，2018年委托和信托贷款收缩2.3万亿元，拖累社融增速回落超1个百分点。

● 逻辑三：地产调控收紧、部分城市销售回归常态，对地产融资影响或逐步显现

地产调控收紧下，房地产开发贷和债券等融资承压。房地产开发贷、房企债券和居民住房贷款等，是年初以来信用扩张重要因素，其中前3个季度房地产开发贷和个人住房贷款合计4.3万亿元、占全部贷款的27%。地产调控收紧、尤其对房企“三道红线”约束，推动房企降杠杆，或拖累部分房地产开发贷和债券等融资。伴随部分热点城市地产调控效果逐步显现、普通三四线销售回归常态，地产销售对居民贷款的影响或逐步显现。5月以来，一线和部分热点二线城市得益于稳增长“外溢效应”等，销售“量价”齐升；普通三线及以下城市在“以价换量”提振下，销售面积也较快修复。8月以来，部分热点城市调控收紧，对销售的拖累或逐步显现；普通三、四线城市销售修复最快的阶段或已过去，逐步回归常态。

● **风险提示：**防风险措施升级，机构负债压力上升。

相关研究报告

《宏观深度报告-美国通胀或将归来》

-2020.11.10

《宏观经济专题-同业存单利率上行的原因》-2020.11.8

《宏观经济专题-美国大选最新全面跟踪》-2020.11.8

目 录

1、 “后疫情”时代，政府行为对信用派生的拉动或趋减弱.....	3
2、 随着资管新规过渡期临近，非标收缩拖累或显现.....	4
3、 地产调控收紧等，对相关融资的影响可能逐步显现.....	6
4、 研究结论：信用环境年底前后或逐步进入“收缩”通道.....	8
5、 风险提示.....	8

图表目录

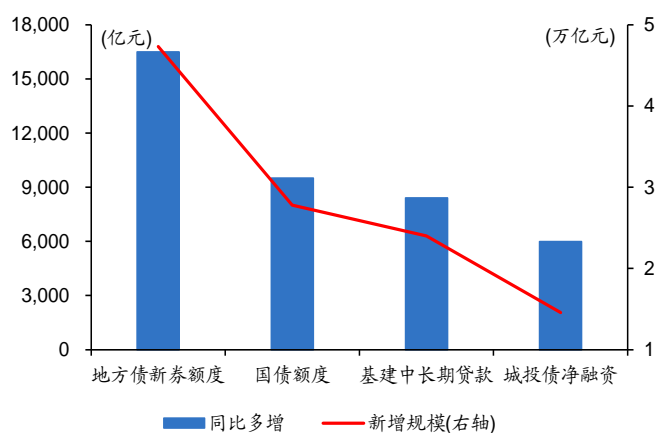
图 1： 2020 年政府债券、城投债和基建贷款等明显放量.....	3
图 2： 五大行交运和水利环境贷款增速抬升.....	3
图 3： 地方债务率的大幅抬升或掣肘地方政府举债空间.....	4
图 4： 土地成交的回落，或拖累土地财政.....	4
图 5： 城投债用于“借新还旧”比例有所回升.....	4
图 6： 前 10 个月委托贷款收缩放缓、表外票据实现净增.....	5
图 7： 信托贷款以产品到期收缩为主，没有明显加速.....	5
图 8： 券商定向资管、单一资金信托等规模收缩.....	5
图 9： 通道业务非标占比较高、面临较大的收缩压力.....	5
图 10： 券商通道业务主要投放委托、信托贷款等.....	6
图 11： 2018 年非标收缩拖累社融增速回落.....	6
图 12： 房地产开发贷增速回落放缓.....	6
图 13： 前 10 个月房地产债净融资显著高于 2019 年同期.....	6
图 14： 不满足“三条红线”的上市房较多、带息债务较大.....	7
图 15： 踩“三条红线”房企带息债务增速更高.....	7
图 16： 普通低线城市，商品房修复最快的阶段或已过去.....	7
图 17： 商品房销售影响居民中长期贷款.....	7
图 18： 中性情景下，2021 年社融存量增速或回落至 10%左右.....	8
表 1： 7 月以来，政策对地方债务风险的关注明显上升.....	4

信用修复最快阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道。受杠杆行为减弱、非标收缩和地产调控等影响，2021年社融和M2增速或双双在10%左右。

1、“后疫情”时代，政府行为对信用派生的拉动或趋减弱

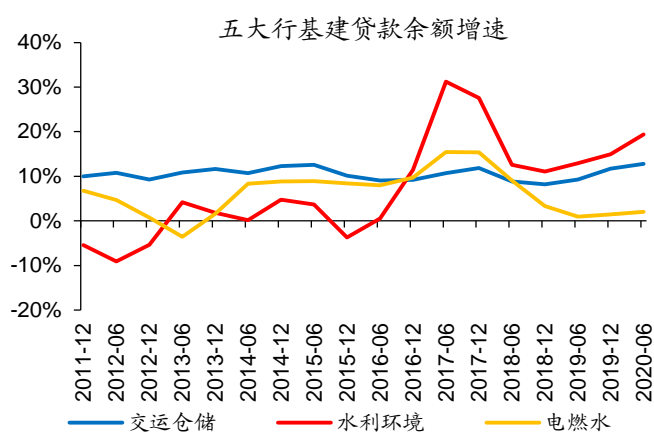
政策托底加码下，政府债券、城投平台融资明显放量。2020年广义财政赤字明显扩大，专项债、一般债、国债和特别国债合计达8.51万亿元，较2019年增加3.6万亿元，其中专项债和特别国债合计多增2.6万亿元。除了政府债券，城投债和基建贷款等融资也大幅增长，前9个月城投债净融资和基建中长期贷款分别达1.5万亿元和2.4万亿元，分别较2019年同期增加5995亿元和8408亿元。

图1：2020年政府债券、城投债和基建贷款等明显放量¹



数据来源：Wind、财政部、中国人民银行、开源证券研究所

图2：五大行交运和水利环境贷款增速抬升

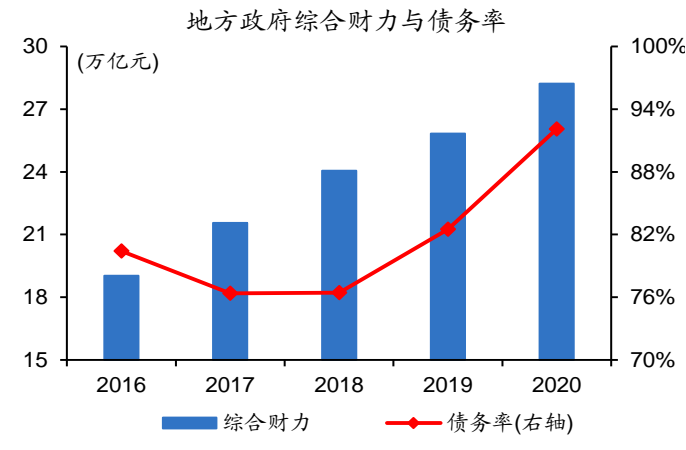


数据来源：Wind、上市银行年报和半年报、开源证券研究所

随着经济逐步修复、债务约束增强，政府债券和平台融资放量或较难持续。截至9月底，地方政府债务余额达25.6万亿元，较2019年底增加4.3万亿元；考虑到后续地方债发行与到期，预计2020年底地方政府债务余额或达到26万亿元左右，对应地方债务率或升至92%左右、接近100%的预警线。受土地成交的拖累，地方综合财力整体增长或相对有限；相应地，按照100%债务率推算的地方债增量空间低于4万亿元。伴随经济逐步修复，特别国债、城投债和基建贷款等，可能较难持续扩张。

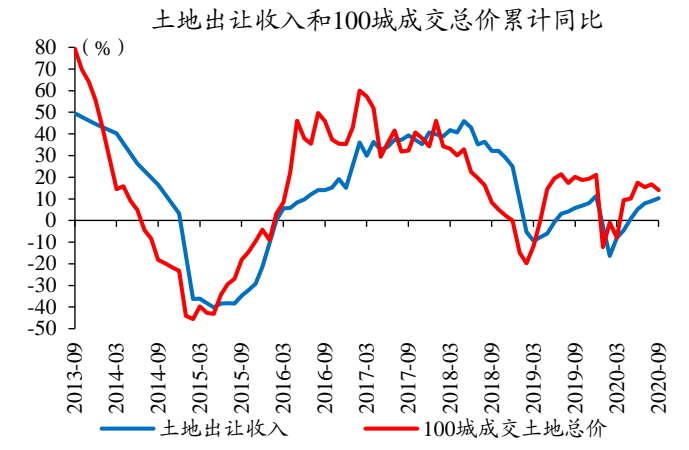
¹ 地方债新券额度、国债额度为2020年全年额度，基建中长期贷款和城投债净融资为2020年前三季度规模。

图3: 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4: 土地成交的回落, 或拖累土地财政



数据来源: Wind、开源证券研究所

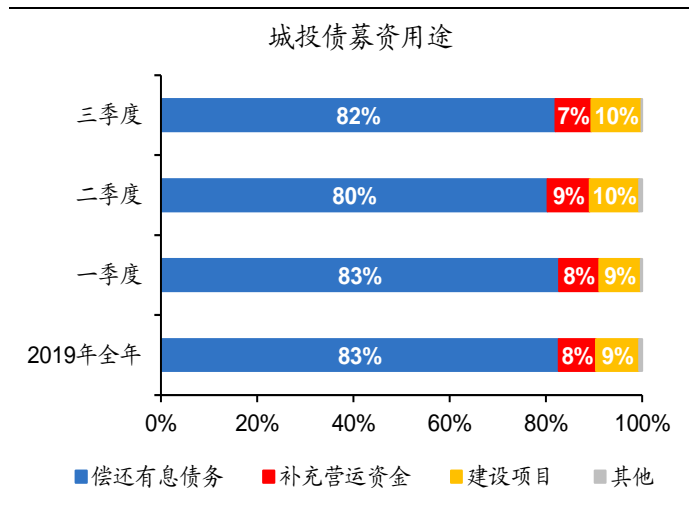
防风险重视度提升下, 地方加杠杆的“冲动”可能减弱。7月中央政治局会议强调, 要“实现稳增长和防风险长期均衡”。随后, 财政部、监管部门等在多个场合强调, 加强 PPP 管理、地方政府隐性债务常态化检查, 有效遏制隐性债务增量、严防地方政府债务风险等。随着政策重心向防风险倾斜, 城投债净融资规模回落, 募资注明用于“借新还旧”的比例有所回升、3 季度达 82%。

表1: 7月以来, 政策对地方债务风险的关注意识明显上升

时间	文件/事件	主要内容
2020年2月	2020年金融市场工作电视电话会议	为稳增长营造良好的货币金融环境, 提高货币市场稳健性, 进一步缓解小微企业融资难融资贵, 持续加大金融资源投入, 巩固脱贫攻坚, 确保高质量脱贫, 防范化解地方政府债务风险。
2020年2月	交通运输部财政部贯彻落实《关于深化农村公路管理养护体制改革的意见》的通知	地方各级财政、交通运输部门要加强资金使用监管, 严格防控债务风险 , 公共财政资金实施全过程预算绩效管理, 按规定对社会公开, 接受群众监督, 不断提升资金配置效率和使用效益。
2020年4月	地方政府新增专项债规模和强化对中小微企业普惠性金融支持有关情况发布会实录	对今年新增专项债, 允许地方在符合政策规定和防控风险的基础上, 适当提高用于符合条件的重大项目资本金比例。地方选择项目和中央有关部门审核把关的时候, 要求 所有的专项债项目都必须符合合规的, 必须符合专项债管理条件的, 确保在建项目取得实效的同时防范风险。
2020年7月	中央政治局会议	完善宏观调控周期设计和调节, 实现稳增长和防风险长期均衡。
2020年8月	十三届全国人大常委会第二十二次会议	健全地方政府隐性债务常态化监测机制, 统一口径、统一监管, 实现对所有隐性债务全覆盖, 完善制度建设, 堵塞监管漏洞, 及时发现和处置潜在风险, 指导和督促各地综合采取措施, 稳妥化解隐性债务存量, 强化监督问责, 从源头上治理乱象, 有效遏制隐性债务增量。
2020年8月	《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》	利率下行一致性预期强化后, 有可能助长杠杆交易和投机行为, 催生新一轮资产泡沫。一些地方的房地产价格开始反弹, 金融资源有可能再次向高风险领域集中。提升金融服务质效, 有序处置重点领域突出风险, 实现稳增长和防风险长期均衡。
2020年9月	关于做好修订后的预算法实施条例贯彻实施工作的通知	要进一步加强对地方政府债务管理, 严格执行地方政府债务的预算调整、转贷程序, 及时开展风险评估和预警工作, 切实防范和化解债务风险。
2020年10月	监管部门近期组织开展融资平台债务信息比对工作	将已录入监测平台的债务数据与金融部门掌握的银行信贷、信用债、各类资管产品、金融租赁贷款数据进行比对, 核实形成债权债务单位共同认可、真实准确的债务数据, 督促地方更正隐瞒、多报、少报、漏报、错报债务数据等问题。

资料来源: 中国政府网、中国人民银行、财政部、开源证券研究所

图5: 城投债用于“借新还旧”比例有所回升

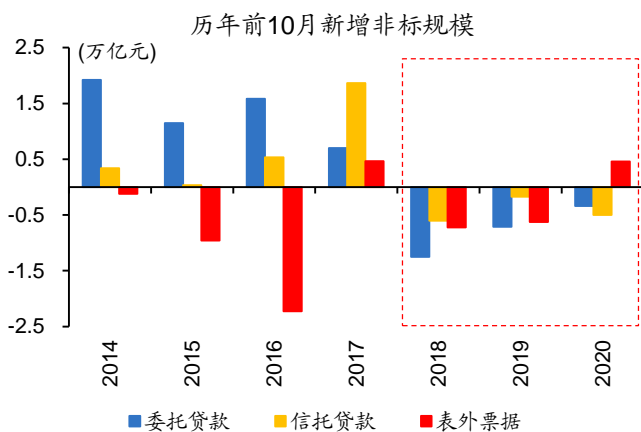


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、随着资管新规过渡期临近, 非标收缩拖累或显现

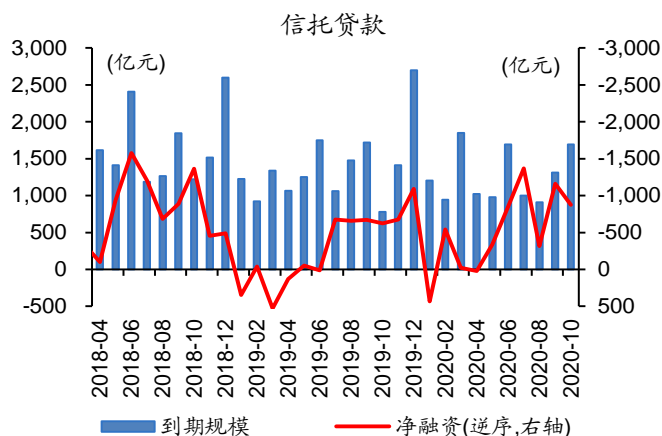
非标融资变化, 对信用环境的影响亦不能忽视。本轮信用扩张, 除了债券和贷款, 非标融资收缩放缓也有贡献, 前 10 个月非标融资净收缩 3788 亿元、较 2019 年同期少减 1.1 万亿元; 其中, 委托贷款和表外票据融资好于 2019 年同期, 信托贷款收缩规模略大于 2019 年同期。非标融资收缩的放缓, 或与疫情冲击下, 资管新规过渡期延长、债务延期偿付和货币流动性宽松等措施有关。

图6: 前10个月委托贷款收缩放缓、表外票据实现净增



数据来源: Wind、开源证券研究所

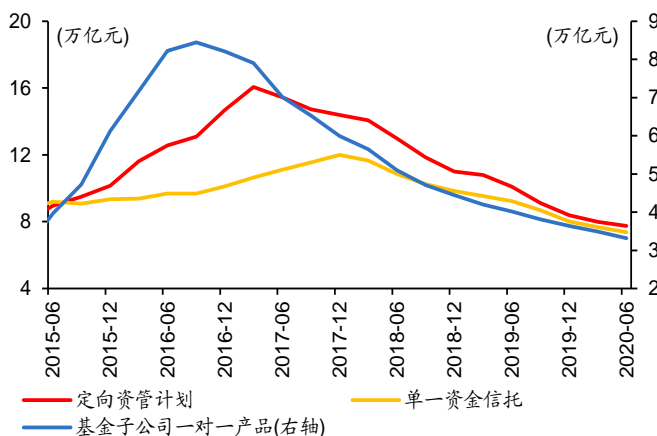
图7: 信托贷款以产品到期收缩为主, 没有明显加速



数据来源: Wind、开源证券研究所

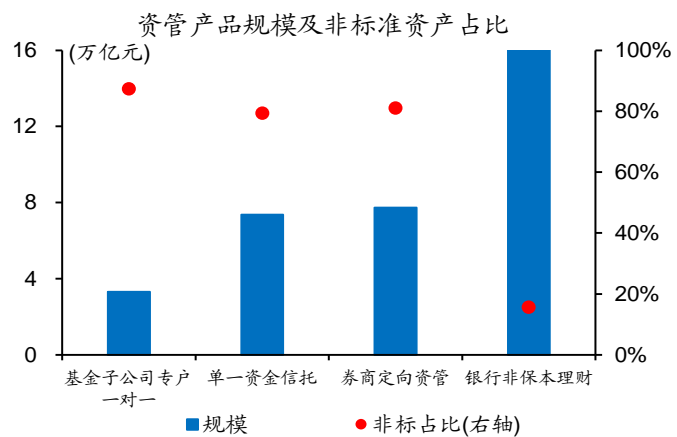
随着资管新规过渡期的临近, 资管产品收缩压力或趋于加大。资管新规落地后, 券商定向资管、单一资金信托和基金子公司专户一对一规模持续收缩, 2020年6月末分别较2017年末下降6.7万亿元、4.6万亿元和2.7万亿元。尽管资管新规过渡期延长至2021年底, 不涉及相关监管标准的变动, 券商定向资管、单一资金信托等以通道业务为主的产品调整压力较大。情景分析显示, 2020年下半年至2021年, 券商资管、信托和基金子公司通道相关产品收缩规模或在8-13万亿元左右。

图8: 券商定向资管、单一资金信托等规模收缩



数据来源: Wind、开源证券研究所

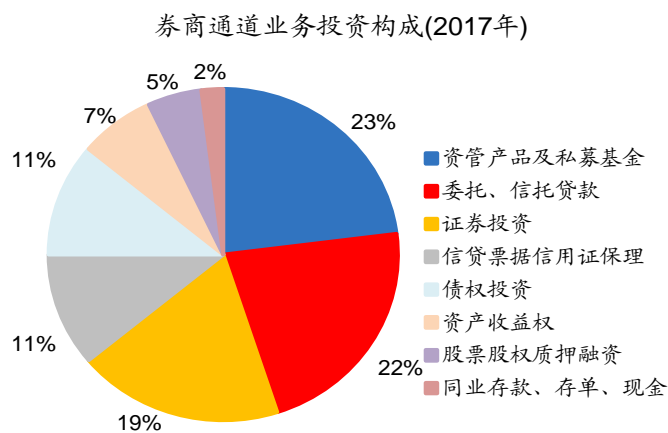
图9: 通道业务非标占比较高, 面临较大的收缩压力



数据来源: Wind、开源证券研究所

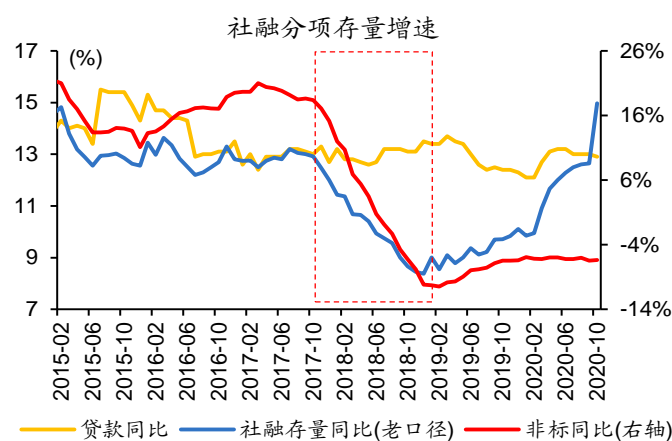
资管产品收缩, 可能加速非标融资的收缩。券商资管、信托和基金子公司通道业务, 大多直接或间接投资非标债权类资产, 2017年券商通道业投向委托贷款和信托贷款占比达22%, 如果算上多层嵌套的资管产品, 非标融资的占比可能更高。通道业务的进一步收缩, 或加速非标融资收缩, 进而影响信用环境。例如, 2018年委托和信托贷款收缩2.3万亿元, 拖累社融增速回落超1个百分点。

图10: 券商通道业务主要投放委托、信托贷款等



数据来源: 2017年资管行业统计年鉴、开源证券研究所

图11: 2018年非标收缩拖累社融增速回落

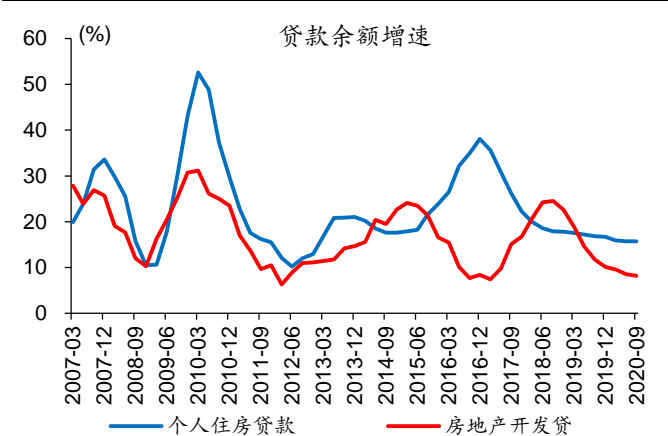


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、地产调控收紧等，对相关融资的影响可能逐步显现

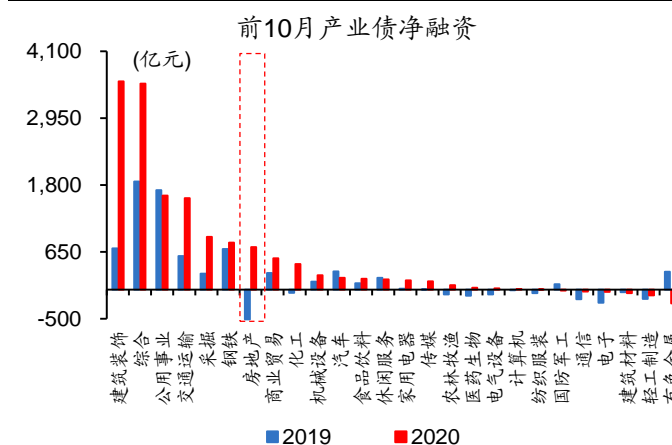
房地产相关融资增长，也是年初以来信用扩张的重要因素。房地产相关融资包括房地产开发贷、房企债券和非标融资、股权融资和个人住房贷款等，其中贷款和债券融资规模较大。房地产开发贷余额增速，自2018年3季度以来持续回落，但幅度放缓，2020年三季度较2019年底回落1.9个百分点至8.2%，而2019年同期回落近11个百分点；个人住房贷款增速，前3个季度一直保持接近16%的水平。前3个季度，房地产开发贷和个人住房贷款合计4.3万亿元、占全部贷款的27%。房企债券融资明显改善，前10个月房地产债净融资733亿元，而2019年同期净减少509亿元。

图12: 房地产开发贷增速回落放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 前10个月房地产债净融资显著高于2019年同期

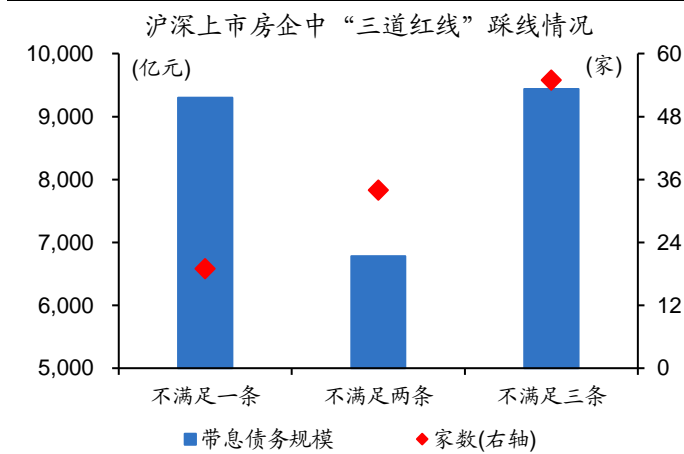


数据来源: Wind、开源证券研究所

随着地产调控收紧，房企降杠杆，或拖累部分房地产开发贷和债券等融资。年中以来，房地产融资监管加强，二季度货币政策执行报告强调，要实施好房地产金融审慎管理制度；8月住建部和央行召开重点房地产企业座谈会，表示已经形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，对房企杠杆等设定“三道红线”约束。2019年

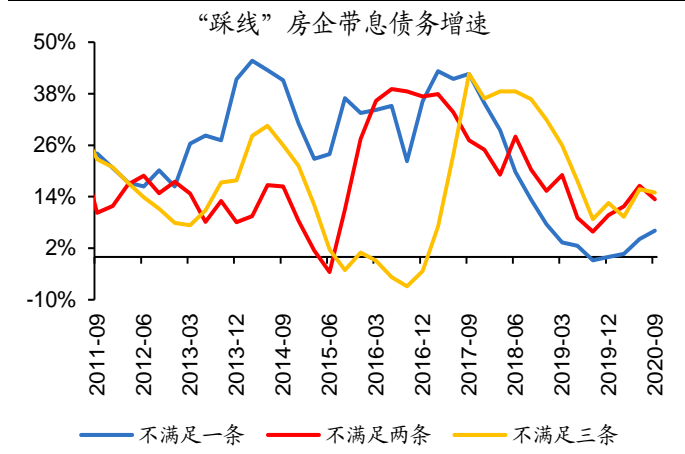
A股上市房企年报数据显示，“三道红线”²中不满足一条、两条和三条的房企分别为19家、34家和55家，截至2020年3季度末的带息债务增速分别为6%、13%和15%，后两类显著高于监管要求的5%和0%限制。

图14: 不满足“三条红线”的上市房较多、带息债务较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 踩“三条红线”房企带息债务增速更高



数据来源: Wind、开源证券研究所

伴随部分热点城市地产调控效果逐步显现、普通三四线城市销售回归常态，地产销售对居民贷款的影响或逐步显现。5月以来，商品房销售快速修复，不同地区驱动逻辑不同、修复进度也有差异。一线和部分热点二线城市得益于稳增长“外溢效应”等，销售“量价”齐升，例如一线城市9月销售增速高达82%、前三季度累计同比-3%。普通三线及以下城市在“以价换量”提振下，销售面积也较快修复、前三季度同比增速达0.2%。8月以来，部分前期房价上涨较快的热点城市陆续收紧调控，对销售的拖累或逐步显现；普遍三、四线城市销售修复最快的阶段或已过去，逐步回归常态。

图16: 普通低线城市，商品房修复最快的阶段或已过去

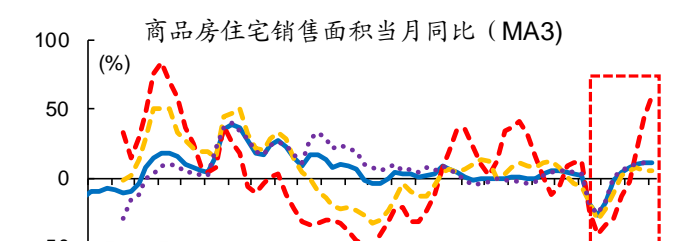
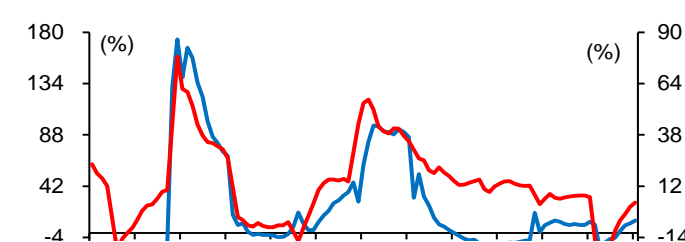


图17: 商品房销售影响居民中长期贷款



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_1492



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn