

2021 年 04 月 12 日

信用“收缩”再论

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）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

社融增速自 2020 年底高位明显回落，信用“收缩”的演绎，与 2020 年底我们提示的路径大致无二。信用环境，未来将如何演绎？本文再次系统梳理，供参考。

● 年初“抢”放贷，掩盖了信用结构收缩的加速

一季度社融“上蹿下跳”，或与年初“抢”放贷行为的强化、提前续贷等因素有关。新增社融，一季度总体有些超预期，前 2 个月尤其如此，是由贷款超增导致，大部分人认为是需求旺盛的表现，实际上忽视贷款节奏变化的干扰。年初银行一般“抢”放贷，房地产贷款集中度要求下，部分银行有较强动力去做大分母，“抢”放贷更加突出；部分贷款展期或提前续作、表外融资转表内等，也可能有影响。信用“收缩”已然开始，年初“抢”放贷等，掩盖了信用“结构”收缩的加速。政策“退潮”下，从“加”杠杆到“稳”杠杆，“低”效率杠杆行为逐步退出；伴随政策重心回归“调结构”、“防风险”，地产调控和金融监管等明显加强，对融资的影响已逐步显现。信托贷款等非标融资收缩，2020 年底以来明显加速，信用债融资告别快速扩张期、回归正常。房地产领域融资收缩，最近也在加快显现。

● 信用“收缩”三条逻辑显现，已进入加速通道

信用环境的演绎路径，大致沿着我们前期提示的三条“收缩”链演进：杠杆行为拉动减弱、非标收缩加快、地产调控等影响显现。在《2021 年，或为信用“收缩”之年》中，我们提出信用“收缩”或成为 2021 年主线，主要理由包括：（1）杠杆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收缩；（3）地产调控等政策影响的逐步显现。预测模型显示，3 月起信用环境进入快速收缩通道，维持全年社融增速 10%左右的判断。尽管广义财政赤字规模高于此前预期，“低”效率杠杆行为退出或加快；同时，债务风险、地产调控等，对信用环境的影响大于此前预期。结合最新变化，我们上修政府债券规模、下修信贷规模至 2020 年水平等，综合测算下来，中性情景下，社融增速年底或仍在 10%左右，3 月开始加速回落、四季度变化趋缓。

● 结构性政策、产业优化下，信用“收缩”影响分化

本轮政策“退潮”的结构性特征非常明显，精准直达操作有助于缓解信用“收缩”的影响。相较以往，本轮政策托底更加理性、克制，政策退出也及时、坚决，重心很快回归“调结构”、“防风险”；房地产、地方债务等监管持续加强的同时，政策继续定向支持中小微企业等薄弱环节，及加大对科技创新、制造业等的支持。财政、货币等直达操作，有助于缓解信用“收缩”对一些薄弱领域的冲击等。产业微观结构的持续优化下，信用“收缩”带来的影响，结构分化明显。政策加快经济转型下，近年来产业结构持续优化，传统高耗能、负债驱动型行业逐步收缩，而高技术制造业等贡献明显上升，或使得本轮信用“收缩”的影响，结构分化会明显。传统模式依赖度高的区域、行业，受到的冲击更大；而代表转型方向的新兴产业、传统行业中已基本完成出清过程的行业龙头，受到的冲击会非常小。

● 风险提示：金融风险加速释放，及监管升级。

相关研究报告

《宏观经济专题-出口形势，全景展望》-2021.4.11

《宏观经济点评-涨价传导，无需过虑》-2021.4.9

《宏观经济专题-二季度，CPI 不会成为市场核心因素》-2021.4.6

目 录

1、 年初“抢”放贷，掩盖了信用结构收缩的加速	4
2、 信用“收缩”三条逻辑显现，已进入加速通道	7
3、 结构性政策、产业优化下，信用“收缩”影响分化	10
4、 研究结论	13
5、 风险提示	14

图表目录

图 1： 一季度贷款需求指数一般会季节性回升	4
图 2： 部分贷款需求指数回升阶段，对应贷款增速回落	4
图 3： 2 月社融显著高于 2020 年同期、3 月明显低于同期	4
图 4： 年初企业中长期贷款显著高于以往同期	4
图 5： 制造业中长期贷款规模和占比相对有限	5
图 6： 制造业 PMI 处于缓慢下移阶段	5
图 7： 一季度五大行贷款到期显著高于 2019 年同期	5
图 8： 信托贷款和企业中长期贷款显著背离	5
图 9： 2020 年底以来，信托贷款加快收缩	6
图 10： 信用债再融资压力明显上行	6
图 11： 2020 年底以来，信用违约增多	6
图 12： 2020 年底以来，信用债推迟或取消发行一度大增	7
图 13： 2021 年初信用债净融资，与 2019 年同期相当	7
图 14： 2021 年交通基建计划投资较 2020 年下降 8%	7
图 15： 2021 年广义赤字规模较 2020 年有所下降	8
图 16： 2021 年地方和中央政府债务增速预计超过 13%	8
图 17： 通道业务处于持续收缩中	8
图 18： 个人公积金贷款占委托贷款的比重越来越高	8
图 19： 踩“三条红线”房企带息债务增速更高	9
图 20： 2020 年以来，住户经营性贷款显著高于以往同期	9
图 21： 部分银行房地产贷款集中度接近或超过上限	9
图 22： 信用风险影响下，部分地区信用债融资持续收缩	10
图 23： 中低评级信用利差明显走阔	10
图 24： 中性情景下，社融存量增速年底或在 10% 左右，3 月开始加速回落	10
图 25： 房地产相关融资逐步收缩	11
图 26： 财政直达资金精准支持“六保”	11
图 27： 产业结构持续优化	12
图 28： A 股上市公司中高技术企业融资占比大幅提升	12
图 29： 2021 年一季度地产、采掘行业信用债融资缩量	12
图 30： 部分地区杠杆率较高、尤其是隐性债务杠杆率	12
图 31： “紧信用”环境，多对应“宽货币”	13
图 32： 信用“收缩”阶段，权益类资产估值多承压	13

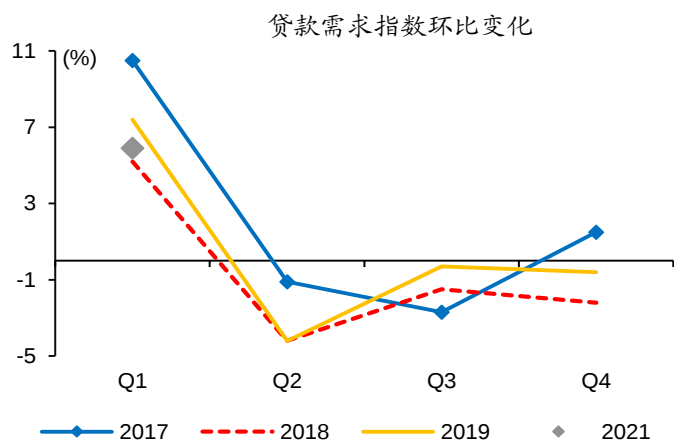
表 1： 信托等表外融资监管加强	6
表 2： 政策重民生、加强地方债务监管	7

表 3: 2020 年下半年以来地产调控政策逐步加强	9
表 4: 政策结构性支持中小微企业、制造业等	11
表 5: 财政政策和货币政策更加注重精准直达	11

1、年初“抢”放贷，掩盖了信用结构收缩的加速

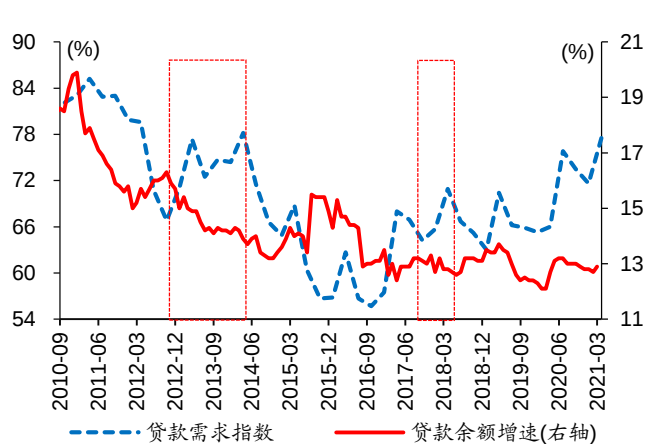
一季度贷款需求指数回升，存在非常强的季节性；回溯历史，贷款需求指数与信用环境关系并不稳定。2021年一季度贷款需求指数，较2020年四季度回升5.9个百分点至77.5%、创近年来新高，明显推升市场预期。实际上，贷款需求指数更多是一个环比概念、存在明显的季节性变化特征，一季度变化幅度低于2015年至2019年同期平均的6.6个百分点；过往经验显示，贷款需求指数回升或处于高位时，也并不代表信用环境扩张，典型时期如2014年和2018年上半年，信用明显收缩。

图1：一季度贷款需求指数一般会季节性回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

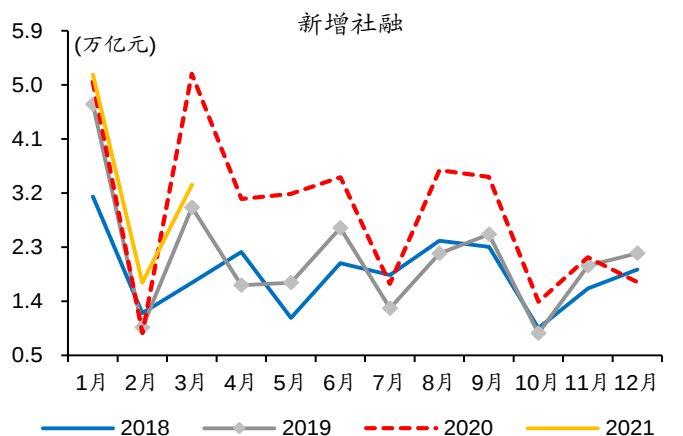
图2：部分贷款需求指数回升阶段，对应贷款增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

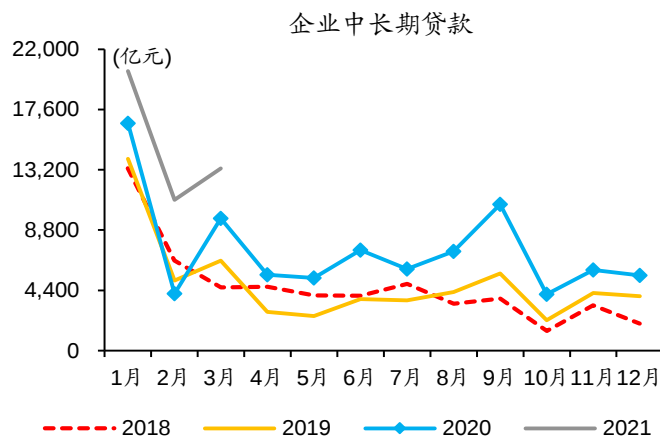
一季度社融的“上蹿下跳”，与企业中长期贷款直接相关，但并不能完全用实体需求变化来解释。新增社融，一季度总体有些超预期、前2个月尤其如此，是由贷款超增导致；一季度，社融同比少增8730亿元，其中企业中长期贷款同比多增1.43万亿元。贷款超增，大部分人认为是制造业等需求旺盛的原因。然而，1-2月制造业中长期贷款为3700亿元、只占全部企业中长期贷款的11.7%；1-2月固定资产投资增速剔除基数后是回落的，景气领先指标制造业PMI也并没有指向非常强的实体需求。

图3：2月社融显著高于2020年同期、3月明显低于同期

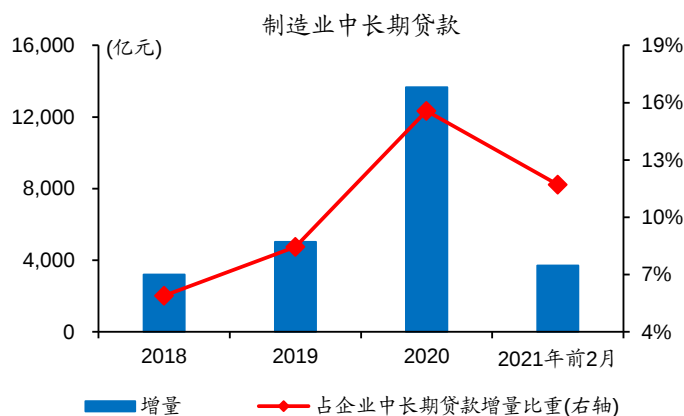


数据来源：Wind、开源证券研究所

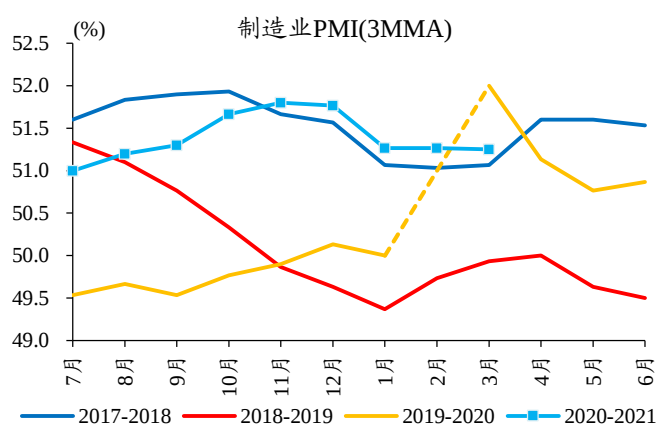
图4：年初企业中长期贷款显著高于以往同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：制造业中长期贷款规模和占比相对有限


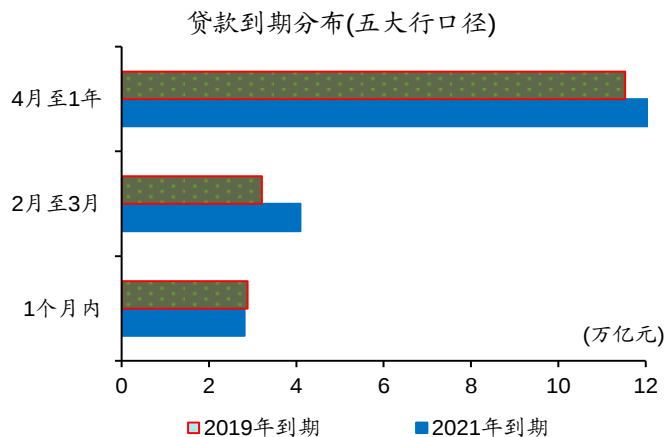
数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

图6：制造业 PMI 处于缓慢下移阶段


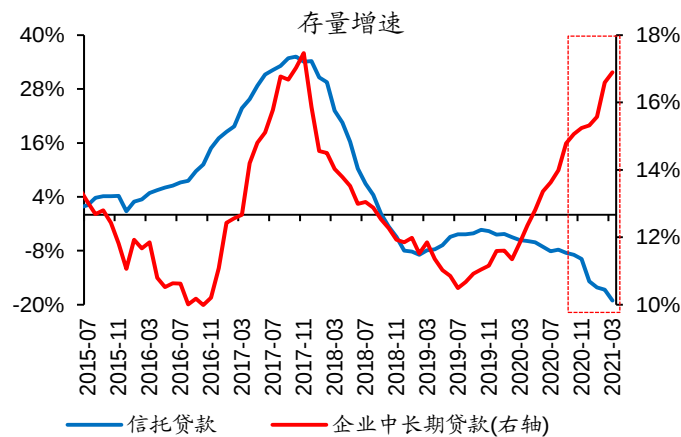
数据来源：Wind、开源证券研究所

企业中长期贷款的变化，或与年初“抢”放贷行为强化、提前续贷等因素有关。

年初银行一般“抢”放贷，房地产贷款集中度要求下，部分银行有较强动力去做大分母，“抢”放贷更加突出。疫情期间贷款展期，使得2-3月贷款到期明显高于正常水平，五大行2-3月贷款到期4.1万亿、较2019年同期多增0.9万亿元；部分贷款展期或提前续作，可能影响信贷投放节奏。监管趋严下，以信托贷款为代表的非标加快收缩，也可能推动部分表外融资转向表内（详情参见《社融超预期的几种猜想》）。

图7：一季度五大行贷款到期显著高于2019年同期


数据来源：银行年报、开源证券研究所

图8：信托贷款和企业中长期贷款显著背离


数据来源：Wind、开源证券研究所

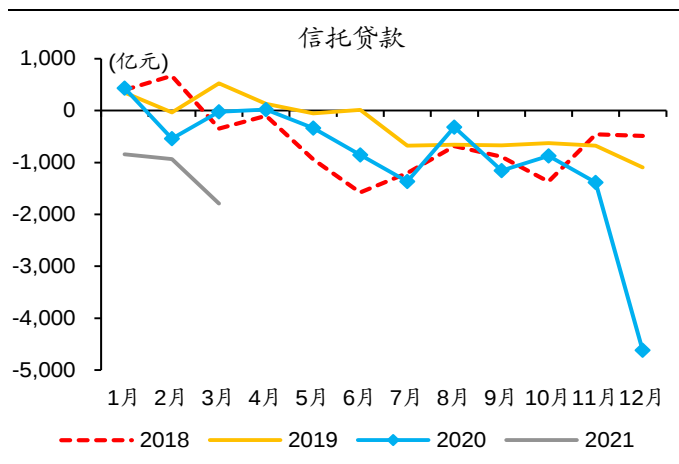
金融监管加强下，非标融资收缩已明显加速。伴随政策重心回归“调结构”、“防风险”，当局对信托等表外融资的监管明显加强，银保监会强调“对高风险影子银行业务的新形式新变种露头就打”；信托业协会强调，继续压降信托通道业务规模，2021年融资类业务规模在2020年基础多压降20%。不仅金融机构监管趋严，地方国企表外融资管控也明显加强。在此背景下，2020年底以来，信托贷款加速收缩，净收缩规模显著高于以往同期；用益信托网数据显示，融资类信托产品发行规模持续回落。

表1: 信托等表外融资监管加强

时间	文件/会议	主要内容
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	主要内容为, 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(信托、理财、基金资管产品、证券资管产品、期货资管产品)、金融租赁类数据等进行比对, 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。
2020年11月	银保监会	信托资产规模稳中有降, 通道业务连续11个季度下降, 金融同业通道业务规模4.22万亿元, 较年初减少1.49万亿元, 同比下降36.16%, 已连续11个季度下降, 较2017年末峰值下降近六成(57.98%)。监管套利、多层嵌套和资金空转现象大幅减少, 期限错配情况逐步纠正, 金融体系运转更加规范。
2021年1月	2021年中国银保监会工作会议	持续整治影子银行, 对高风险影子银行业务的新形式新变种露头就打, 对理财存量资产处置不力的机构加大监管力度, 依法将金融活动全面纳入监管, 对同类业务、同类主体一视同仁, 加强对银行保险机构与互联网平台合作开展金融活动的监管, 坚决遏制垄断和不正当竞争行为, 防止资本在金融领域的无序扩张和野蛮生长。
2021年1月	刘昆同志在全国财政工作会议上的讲话	2021年积极的财政政策“提质增效”主要从优化结构和加强管理着眼...确保财政资金用到基层急需以及急金利民领域, 提高财政支出效率...加强地方政府债务管理, 抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
2021年2月	2021年度信托监管工作会议	继续压降信托通道业务规模, 逐步压缩违规融资类业务规模, 加大对表内外风险资产的处置...要求各家信托公司认清形势, 不要有侥幸或者观望心理...融资类信托、违规金融同业通道、风险处置、房地产信托等方面均有明确的压降目标。
2021年3月	信托“两压一降”	信托融资类业务在2020年压降计划的基础上再降20%。
2021年3月	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》	加强对企业隐性债务的管控, 严控资产出表、表外融资等行为, 指导企业合理使用权益类融资工具, 对永续债券、永续保险、永续信托等权益类永续债和并表基金产品余额占净资产的比例进行限制。

资料来源: 中国政府网、新华社、银保监会、开源证券研究所

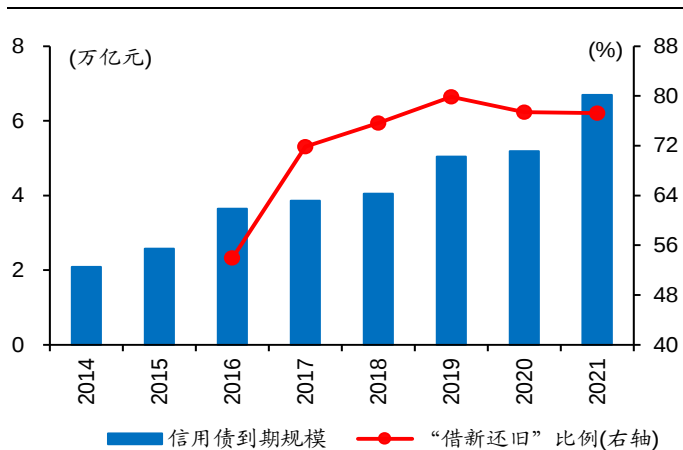
图9: 2020 年底以来, 信托贷款加快收缩



数据来源: Wind、开源证券研究所

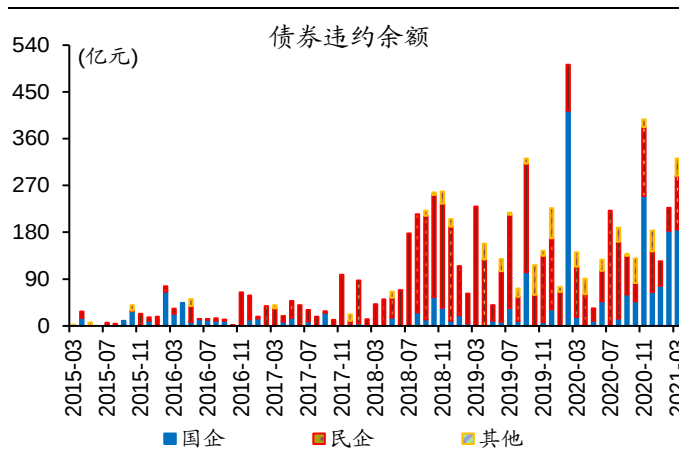
伴随债务压力等显现, 企业债券融资告别快速扩张、回归常态。疫情影响下, 企业债券超常规放量、贷款展期等, 加速债务压力的累积, 使得2021年信用债到期大幅增加、尤其在上半年较为集中。债务压力下, 信用违约增多, 进一步加大企业融资压力, 信用债取消或推迟发行增多。2021年前3个月, 信用债净融资月均2000亿元左右, 与2019年同期规模基本相当。

图10: 信用债再融资压力明显上行



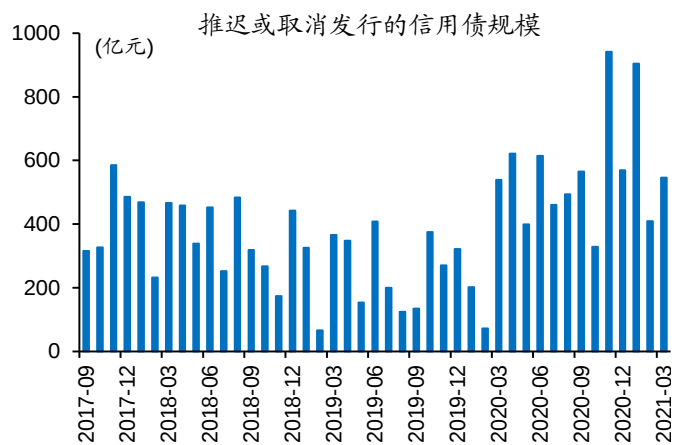
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2020 年底以来, 信用违约增多



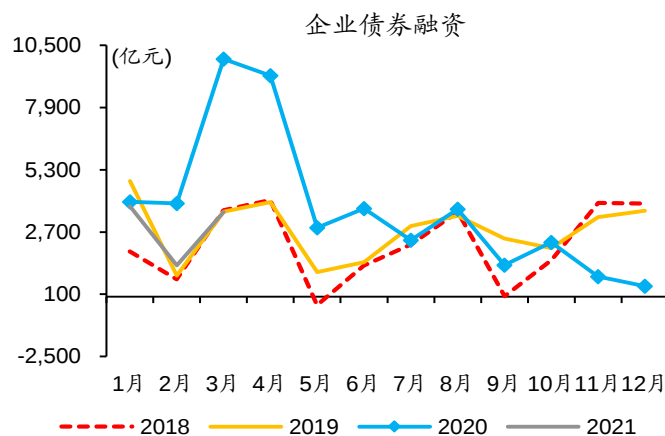
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2020 年底以来, 信用债推迟或取消发行一度大增



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2021 年初信用债净融资, 与 2019 年同期相当



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、信用“收缩”三条逻辑显现，已进入加速通道

信用环境的演绎路径，大致沿着我们前期提示的三条“收缩”链演进：杠杆行为拉动减弱、非标收缩加快、地产调控等影响显现。在报告《2021 年，或为信用“收缩”之年》中，我们提出信用“收缩”或成为 2021 年主线，主要理由包括：（1）杠杆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收缩；（3）地产调控等政策影响的逐步显现。

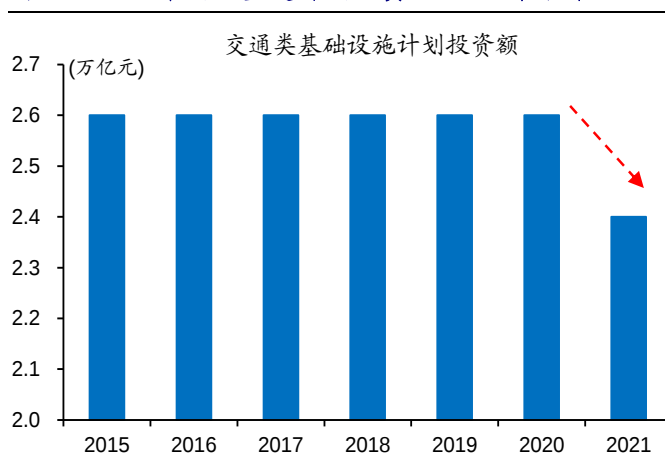
政策“不急转弯”下，广义财政赤字规模高于此前预期；但“防风险”加强、政府“降”杠杆要求下，“低”效率杠杆行为的退出或加快。2021 年广义财政赤字规模超过我们预期，尤其是专项债多出 0.65 万亿元，此前我们主要从债务角度去测算，而低估了地方财政收支压力。但政策“退出”方向明确，2021 年交通基建计划投资近年来首次下降，财政重在保就业民生，专项债优先支持在建项目。更重要的是，政策加大对地方债务、杠杆行为的监管，政府“降”杠杆要求或意味着，政府相关杠杆行为对信用“收缩”的影响仍不能忽视（详情参见《地方债务四十年沉浮》）。

表2: 政策重民生、加强地方债务监管

时间	会议/讲话	主要内容
1月1日	刘昆同志在全国财政工作会议上的讲话	加强地方政府债务管理，抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
1月5日	财政部部长答记者问	“给地方政府债务戴上‘紧箍咒’... 财政部门将积极采取‘开前门’和‘堵后门’并行、保障和规范并举等措施，进一步完善管理，强化监管，推进地方政府债务‘阳光化’，切实把债务风险关进笼子。”
2月1日	国新办发布会	加强债务风险防控，严控企业负债率，分行业确定负债率的警戒线、管控线，严禁企业超越财务承受能力盲目举债投资，短期防债违约。
3月1日	2020年中国财政政策执行情况报告	抓实化解地方政府隐性债务风险工作...做好重点领域风险防范化解工作，确保财政经济稳健运行、可持续。
3月1日	政府工作报告	处理好恢复经济与防范风险的关系...稳妥化解地方政府债务风险，及时处置一批重大金融风险隐患...坚持尽力而为、量力而行，加强普惠性、基础性、兜底性民生建设，重点仍是加大对保就业保民生保市场主体支持力度。
3月15日	国常会	抓紧已确定的财政、金融、就业等宏观政策落实，加快把扩大范围后的财政直达资金落到基层，突出用于保就业保民生保市场主体...保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。
3月26日	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》	加强国有企业债务风险管控工作，有效防范化解企业重大债务风险，坚决守住不引发区域性、系统性金融风险的底线...要把防范地方国有企业债务违约，作为债务风险管控的重中之重...对于已经发生债务违约的，切实履行属地责任，严禁恶意逃废债务行为。
4月7日	贯彻落实“十四五”规划纲要 加快建立现代财税体制发布会	合理确定政府债务规模，完善地方政府债务限额确定、偿债能力评估等机制。

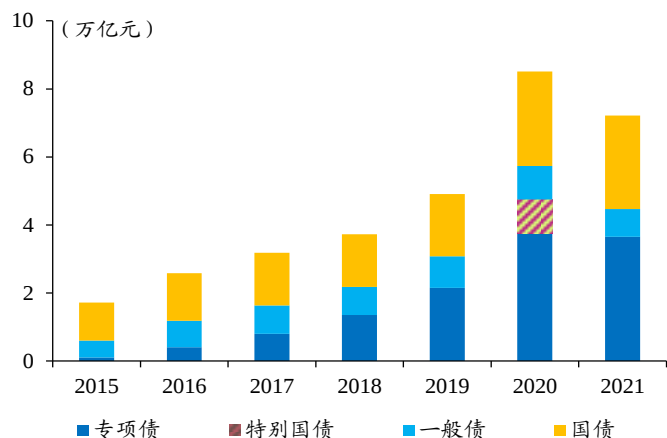
资料来源: 中国政府网、新华社、财政部、开源证券研究所

图14: 2021 年交通基建计划投资较 2020 年下降 8%



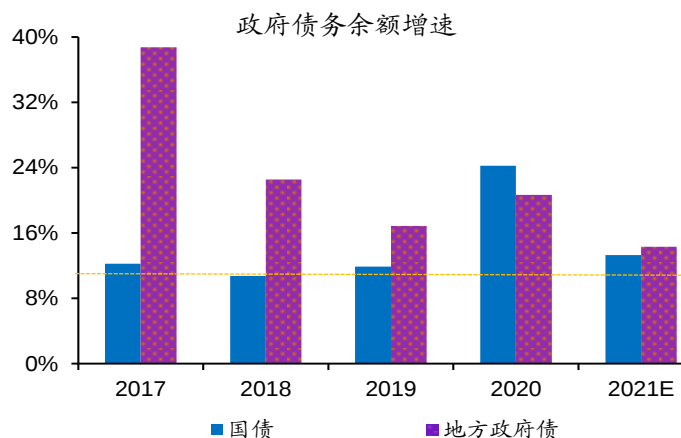
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2021年广义赤字规模较2020年有所下降



数据来源: Wind、财政部、开源证券研究所

图16: 2021年地方和中央政府债务增速预计超过13%



数据来源: Wind、财政部、开源证券研究所

伴随金融监管加强、资管新规过渡期临近，非标融资或仍将加速收缩。券商资管定向业务等数据显示，2020年通道业务收缩先放缓后加速，伴随“防风险”加强，四季度收缩明显加快，使得2020年收缩规模与2019年基本相当。信托等表外融资监管加强下，非标融资收缩幅度扩大的概率较高，尤其是信托贷款。资管新规过渡期临近，通道业务收缩会加快信托贷款和“假”委托贷款收缩；但个人公积金贷款对委托贷款的影响越来越大，会干扰整体委托贷款变化。综合考虑地产调控的加强、通道业务收缩，委托贷款收缩方向依然不变，变化幅度后续仍需要紧密跟踪。

图17: 通道业务处于持续收缩中

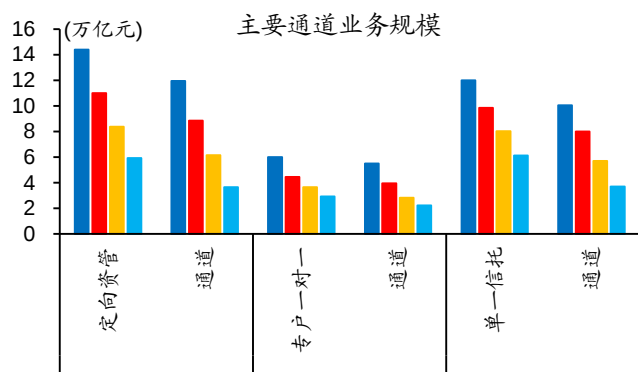
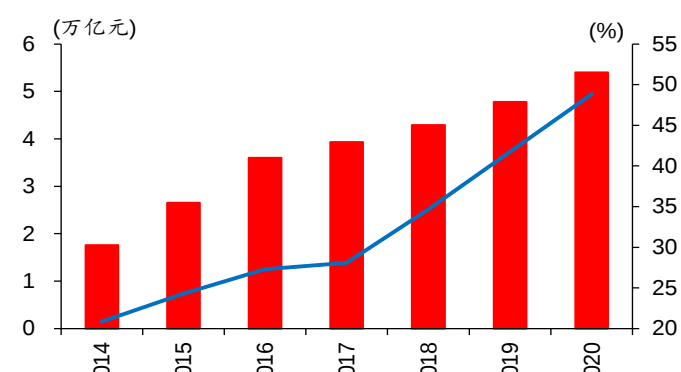


图18: 个人公积金贷款占委托贷款的比重越来越高



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_19198

