

2021年08月23日

“宽信用”言之尚早

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

近期，市场“宽”信用预期有所升温。实际的信用环境，会否如大家预期那样的变化，从收缩到扩张的驱动是什么？本文梳理认为，信用“收缩”尚未结束。

● 从政策“退潮”到需求走弱，信用收缩仍在延续

社融大幅回落、财政发力期待下，近期“宽”信用预期有所升温。2020年11月以来，信用环境持续收缩，7月社融存量增速降至10.7%、为历史次低水平，距离历史最低仅0.4个百分点。伴随信用“收缩”对经济的影响逐步显现，市场对政策托底的期待较高；近期地方债发行的加快，进一步推升了“宽”信用预期。从政策“退潮”带来的融资收缩，到实体融资需求走弱，信用“收缩”仍在继续。本轮信用“收缩”，与企业及居民贷款回落、非标收缩、地方债发行偏慢等直接相关；背后的核心驱动，与我们2020年底以来反复提示的三条“收缩”逻辑一致，政府杠杆行为拉动减弱、地产调控的影响显现、通道业务压缩加快非标收缩。伴随经济回落，实体需求走弱，对信用环境的影响也逐步显现，票据冲量增多。

● 以史为鉴，信用“收缩”终结多伴随稳增长加码、地产政策放松

回溯历史，每一轮信用环境的收缩，均经历从政策调控下的“被动”收缩，到需求走弱下的“主动”收缩过程。2010年以来，信用环境经历了三轮信用“收缩”阶段，分别始于2010年初、2013年年中和2017年年中，其中，第一轮主因信贷政策收紧下贷款的回落，第二轮和第三轮均缘于监管加强下，非标融资大幅收缩；随后，地产下行周期融资收缩，及实体融资需求走弱等，进一步强化信用收缩。经验显示，信用环境从持续收缩到重回扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。随着信用“收缩”影响显现，经济下行压力加大，推升政策维稳的紧迫性；传统逆周期调控下，财政刺激加码、地产从调控转向放松，带动基建和地产融资明显增多，进而终结信用收缩，前两轮均是如此。第三轮信用环境从收缩到扩张，直接受益于财政加码下地方债放量，及棚改货币化和宽松外溢下地产温和扩张。

● 不同以往，本轮政策保持定力聚焦结构，信用收缩尚未结束

不同以往，本轮地方债务监管、地产调控等政策定力较强，对相关链条融资的影响或仍将持续。年初以来，关于地方债务的监管进一步加强，堵住城投债、信贷等新增隐性债务的渠道，进而约束了地方政府广义杠杆行为；而跨周期调节下，财政政策结构性发力为主、总量刺激有限。地产调控政策的定力，也明显强于传统周期；三条红线、贷款集中度等指标考核，对房企融资的影响尚在持续显性中。传统两大引擎受限的同时，实体融资需求的走弱，决定了信用“收缩”尚未结束，“宽”信用言之尚早。地方债务监管、地产调控等影响的加速显性化，及实体需求走弱带来的融资收缩，或进一步强化信用“收缩”，维持全年社融增速10%左右的判断。地方债供给放量、基数因素等，可能导致社融增速年底有所回升，但非标收缩、需求走弱等拖累下，代表企业中长期资金来源的有效增速或持续回落。

● **风险提示：**经济压力加大，债务风险暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-不要低估美国经济的韧性》-2021.8.22

《宏观经济专题-“因城施策”的脉络》-2021.8.19

《宏观经济点评-经济回落的四个信号》-2021.8.16

目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1、 从政策“退潮”到需求走弱，信用“收缩”仍在延续..... | 3 |
| 2、 以史为鉴，信用收缩多伴随稳增长加码、地产政策放松等..... | 5 |
| 3、 不同以往，本轮政策保持定力聚焦结构，信用收缩尚未结束..... | 7 |
| 4、 流动性与政策跟踪..... | 10 |
| 5、 风险提示..... | 11 |

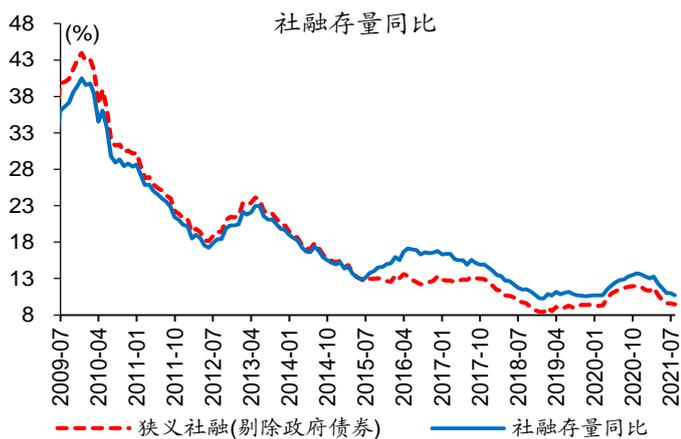
图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 7 月社融增速大幅回落至历史低位..... | 3 |
| 图 2: 地方债发行开始加快..... | 3 |
| 图 3: 2021 年前 7 月，居民贷款逐步减少、非标收缩加快..... | 3 |
| 图 4: 2020 年底以来，实体杠杆下降..... | 3 |
| 图 5: 房地产相关贷款同比增速屡创新低..... | 4 |
| 图 6: 通道业务处于持续收缩中..... | 4 |
| 图 7: 2020 年年中以来，基建、地产投资与销售先后回落..... | 4 |
| 图 8: 2021 年年中以来，票据融资连续 2 个月冲量..... | 4 |
| 图 9: 2010 年来，信用环境经历三轮从收缩到扩张阶段..... | 5 |
| 图 10: 第一轮信贷明显走弱，第二、三轮非标压缩显著..... | 5 |
| 图 11: 2014 至 2015 年，2018 年以后非标融资明显收缩..... | 5 |
| 图 12: 每轮信用收缩到半程，票据开始明显增长..... | 5 |
| 图 13: 信用收缩过程中，经济下行压力逐渐凸显..... | 6 |
| 图 14: 伴随经济下行压力加大，稳增长加码..... | 6 |
| 图 15: 伴随稳增长加码，信用环境转向“扩张”..... | 6 |
| 图 16: 前两轮信用“扩张”，地产从调控转向放松..... | 6 |
| 图 17: 2021 年，交通类基建计划投资规模下降..... | 7 |
| 图 18: 专项债对基建领域支持有所减弱..... | 7 |
| 图 19: 专项债项目资金大多来自于财政..... | 7 |
| 图 20: “三条红线”约束下，房企有息债务增速回落..... | 8 |
| 图 21: 贷款集中度考核下，按揭贷投放也受到限制..... | 8 |
| 图 22: 中性情境下，社融存量增速或回落至 10% 左右..... | 8 |
| 图 23: 有效社融或持续回落..... | 8 |
| 图 24: 上周(8 月 16 日-8 月 22 日)资金净回笼..... | 10 |
| 图 25: 本周(8 月 23 日-8 月 29 日)有 500 亿元资金到期..... | 10 |
| 图 26: 上周(8 月 16 日-8 月 22 日)货币市场利率多数回落..... | 10 |
| 图 27: 上周(8 月 16 日-8 月 22 日)SHIBOR 多数回落..... | 10 |
| 表 1: 地方债务监管明显加强..... | 7 |
| 表 2: 上周重点政策概览(8 月 16 日-8 月 22 日)..... | 11 |

1、从政策“退潮”到需求走弱，信用“收缩”仍在延续

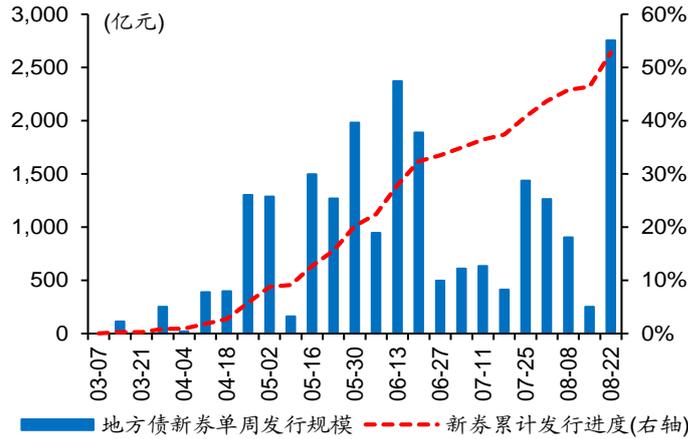
社融大幅回落、财政发力期待下，近期“宽”信用预期有所升温。2020年11月以来，信用环境持续收缩，7月社融存量增速降至10.7%、为历史次低水平，距离历史最低仅0.4个百分点。伴随信用“收缩”对经济的影响逐步显现，市场对政策托底的期待较高；近期地方债发行的加快，进一步推升了“宽”信用预期。

图1：7月社融增速大幅回落至历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

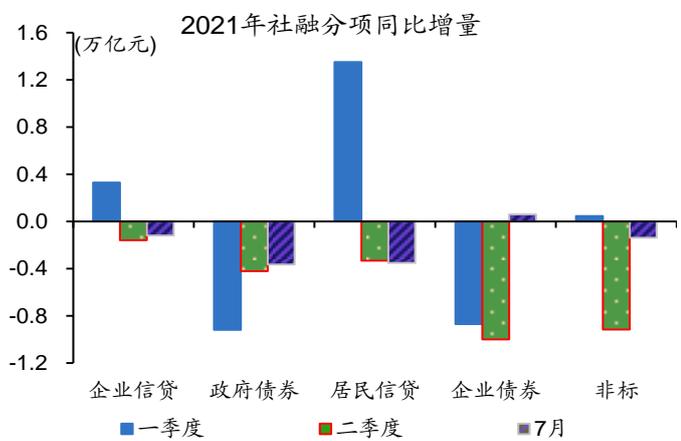
图2：地方债发行开始加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

本轮信用收缩，基本沿着我们前期提示的三条逻辑在演绎：政府杠杆行为拉动减弱、地产调控影响显现、非标收缩加快等。本轮信用“收缩”，与企业贷款回落、非标收缩、地方债发行偏慢等直接相关；背后的核心驱动，与我们2020年底以来反复提示的三条“收缩”逻辑一致。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）政府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。

图3：2021年前7月，居民贷款逐步减少、非标收缩加快



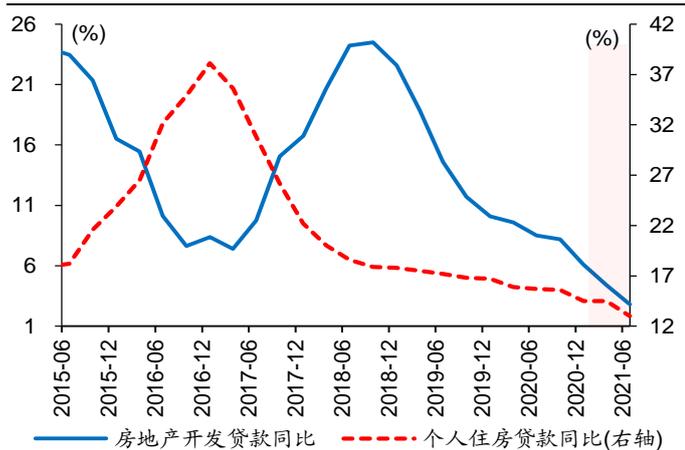
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020年底以来，实体杠杆下降



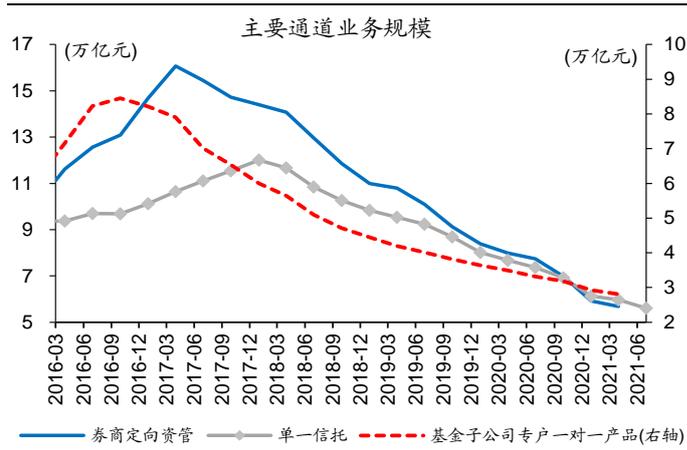
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5: 房地产相关贷款同比增速屡创新低



数据来源: Wind、开源证券研究所

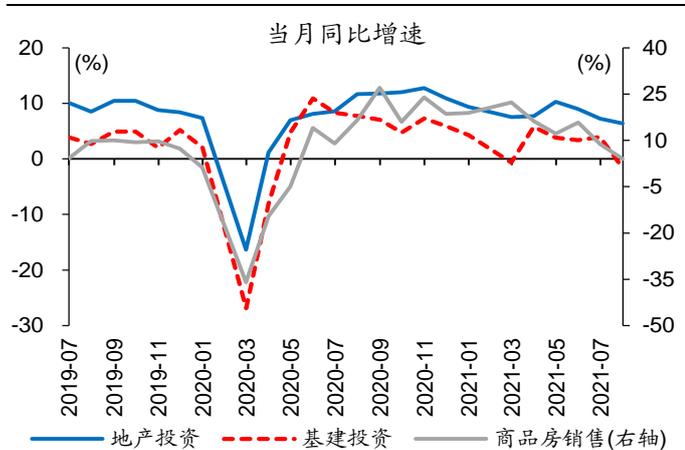
图6: 通道业务处于持续收缩中



数据来源: Wind、开源证券研究所

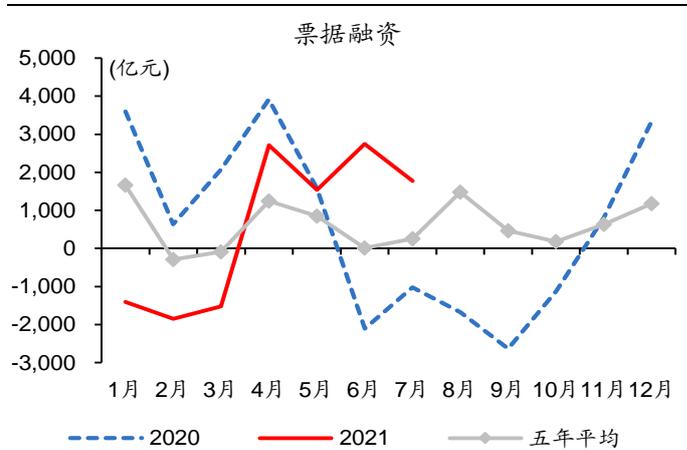
从政策“退潮”带来的融资收缩，到实体融资需求走弱，信用“收缩”仍在路上。伴随经济逐步修复，政策重心回归“防风险”、“调结构”，对地产调控和地方债务监管明显加强，前期修复加快的基建、地产投资等先后回落。而疫情反复对线下活动的干扰，及出口支撑的逐步减弱等，导致实体需求进一步走弱。票据融资已连续两个月大幅冲量、票据转贴利率大幅回落，指向实体融资需求走弱的迹象越来越显著（详情参见《信用“收缩”远未结束》）。

图7: 2020年年中以来，基建、地产投资与销售先后回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2021年年中以来，票据融资连续2个月冲量

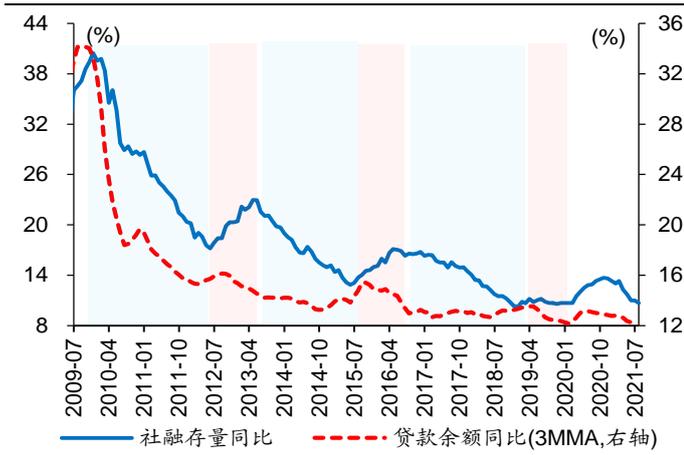


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、以史为鉴，信用收缩多伴随稳增长加码、地产政策放松等

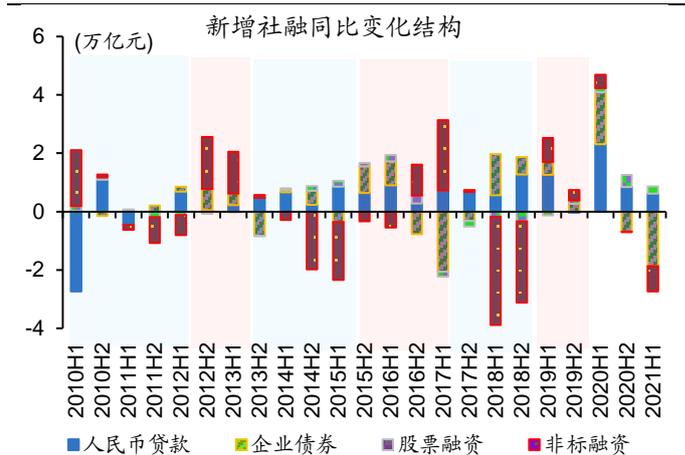
回溯历史，信用环境从收缩到扩张阶段，呈现收缩持续时间长、扩张时间相对短的特征。2010年以来，信用环境经历了三轮完整的从收缩到扩张阶段，分别始于2010年初、2013年年中和2017年年中，均经历长达2年以上的收缩过程中，第一轮主因贷款回落，第二轮和第三轮缘于非标融资大幅收缩；信用扩张时长多较短，尤其是前两轮、仅10个月左右，第三轮受益于疫后政策托底、持续时间相对较长。

图9：2010年来，信用环境经历三轮从收缩到扩张阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

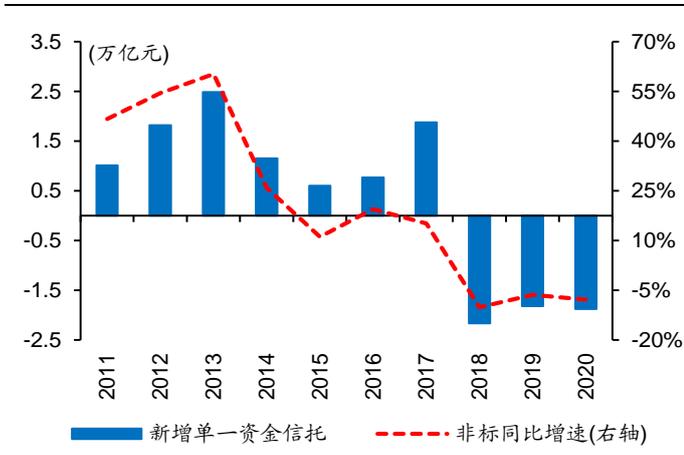
图10：第一轮信贷明显走弱，第二、三轮非标压缩显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

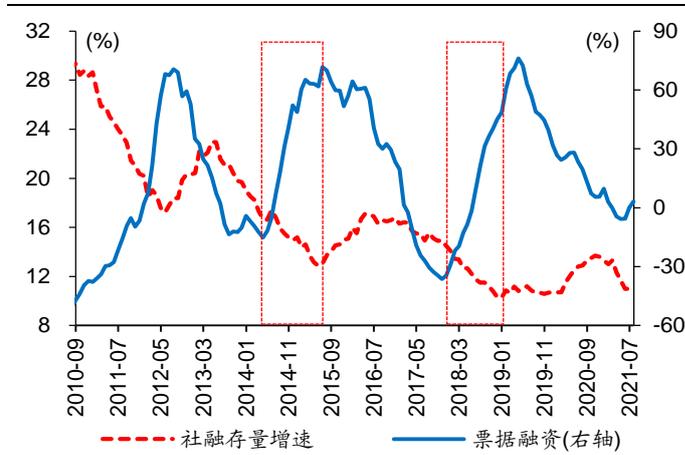
每一轮信用环境的收缩，均经历从政策调控下的“被动”收缩，到需求走弱下的“主动”收缩过程。2010年以来的三轮信用收缩，均直接缘于政策收紧，例如，经济过热下，2010年信贷政策全面收紧导致贷款大幅下降、上半年同比大减少超过2.7万亿元；2014年至2015年银行与非银同业业务监管加强，及2018年“资管新规”后统一监管，均导致信托贷款等非标融资大幅收缩。地产调控收紧下，地产相关融资的收缩，及实体融资需求走弱等，进一步强化了信用收缩。

图11：2014至2015年，2018年以后非标融资明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

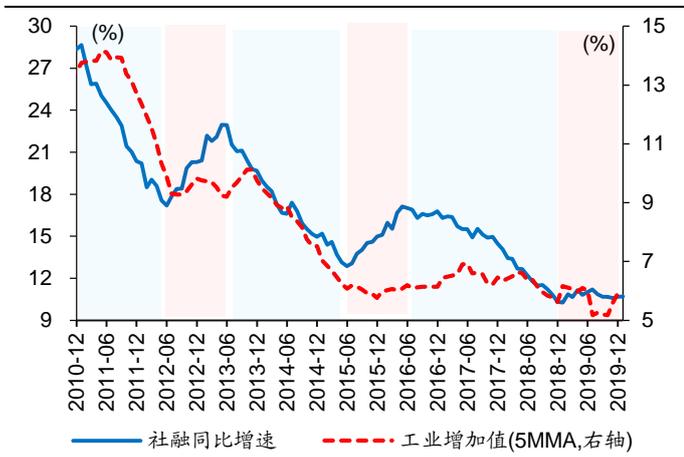
图12：每轮信用收缩到半程，票据开始明显增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

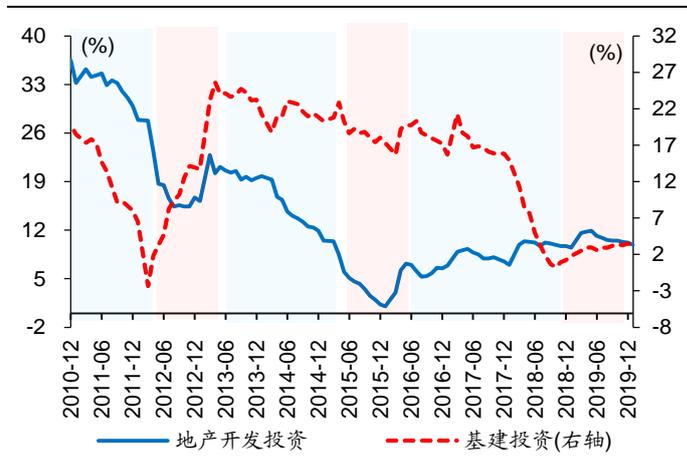
信用环境从持续收缩到重回扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。随着信用“收缩”影响显现，经济下行压力加大，推升政策维稳的紧迫性；传统逆周期调控下，财政刺激加码、地产从调控转向放松，带动基建和地产相关融资明显增多，进而终结信用收缩，前两轮均是如此。第三轮信用环境从收缩到扩张，直接受益于财政加码下的地方债明显放量，及棚改货币化和宽松外溢下地产温和扩张。

图13: 信用收缩过程中，经济下行压力逐渐凸显



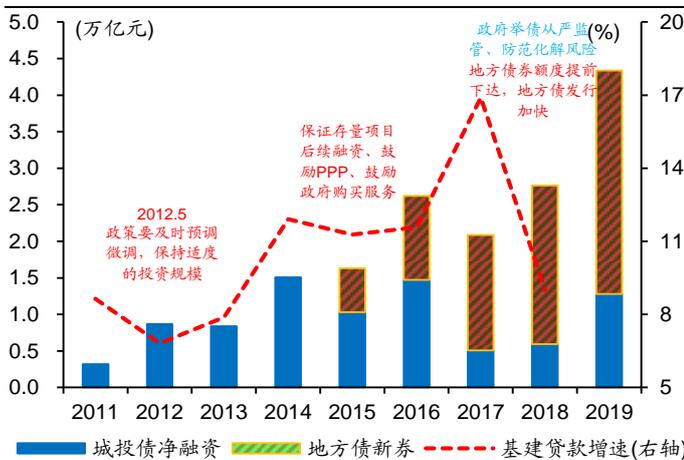
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 伴随经济下行压力加大，稳增长加码



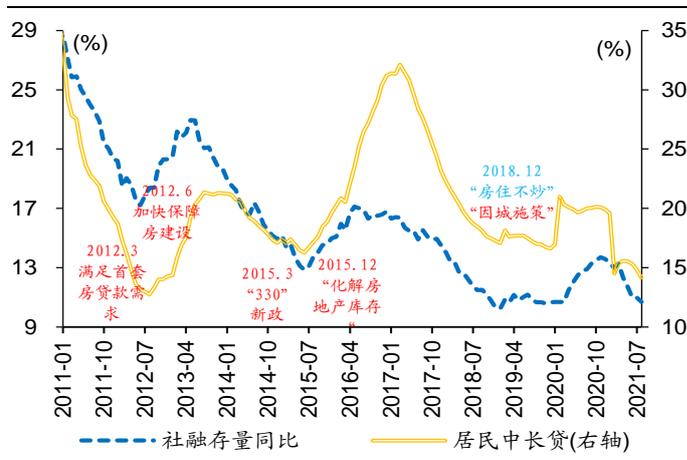
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 伴随稳增长加码，信用环境转向“扩张”



数据来源: Wind、政府网站、开源证券研究所

图16: 前两轮信用“扩张”，地产从调控转向放松



数据来源: Wind、政府网站、开源证券研究所

3、不同以往，本轮政策保持定力聚焦结构，信用收缩尚未结束

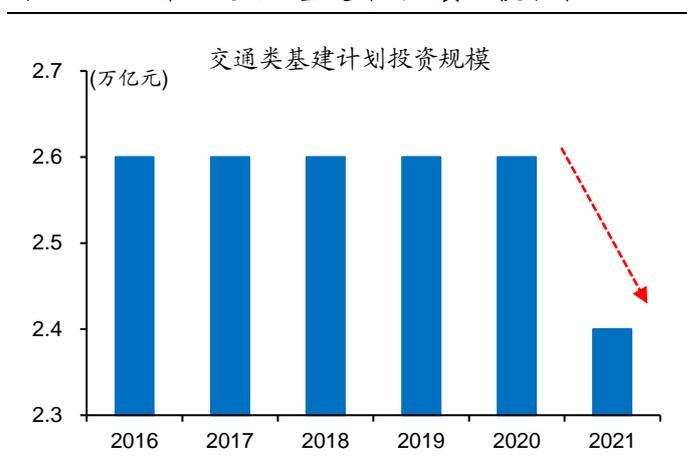
不同以往，当前对隐性债务的强监管，约束了政府广义杠杆行为；而跨周期调节下，财政结构性发力为主、总量刺激有限。疫后政策托底下，地方政府和城投平台等杠杆的大幅抬升，加快了债务压力的显性化、信用风险频现，使得当局对地方债务的重视度明显上升（详情参见《政策跟踪第1期：从地方债务说起》）。2021年年初以来，关于地方债务的监管进一步加强，堵住城投债、信贷等新增隐性债务的渠道，进而约束了地方政府广义杠杆行为。跨周期调节下，财政政策注重提升效能、结构性发力为主，而项目质量、债务压制下，财政资金撬动的杠杆也有限（详情参见《财政“后置”，对经济的影响》）。

表1：地方债务监管明显加强

| 时间 | 文件/会议 | 主要内容 |
|---------|--|---|
| 2021年3月 | 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。 |
| 2021年3月 | 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。 |
| 2021年3月 | 《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》 | 把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩，坚决遏制隐性债务增量...严禁地方政府通过金融机构违规融资或变相举债...决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子。 |
| 2021年4月 | 政治局会议 | 要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。 |
| 2021年4月 | 《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》 | 1、加强预算控制约束和风险控制，实施项目全生命周期管理...强化中期财政规划对年度预算的约束，加强财政运行风险防控，加强重大政策、重大政府投资项目等财政承受能力评估...健全地方政府依法适度举债机制。 2、完善常态化监控、核查、督查机制，对各类隐性债务风险隐患做到早发现、早处置。 |
| 2021年7月 | 《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》 《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》 | 1、主要城市建设企业申报发行公司债券时，应符合地方政府性债务管理的相关规定，不得新增地方政府债务。 2、募集资金用于偿还公司债券以外存量债务的，发行人应披露拟偿还的存量债务明细，并承诺所偿还的存量债务不涉及地方政府隐性债务。 3、城投企业总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA（含）的，应结合自身所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿债能力，审慎确定公司债券申报方案，并采取调整本次公司债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化发行人偿债保障能力。 |

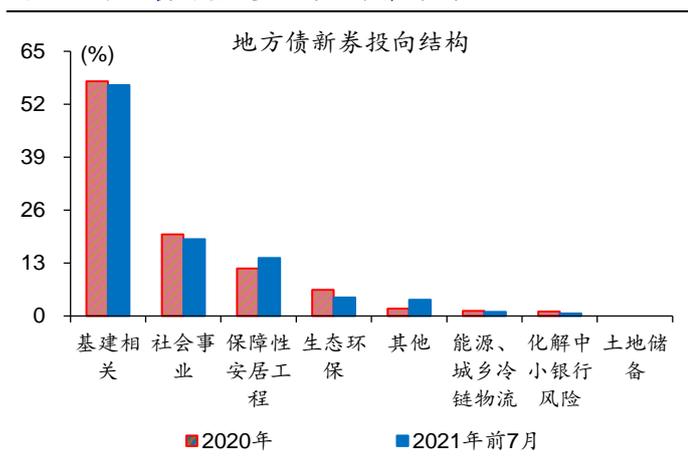
资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

图17：2021年，交通类基建计划投资规模下降



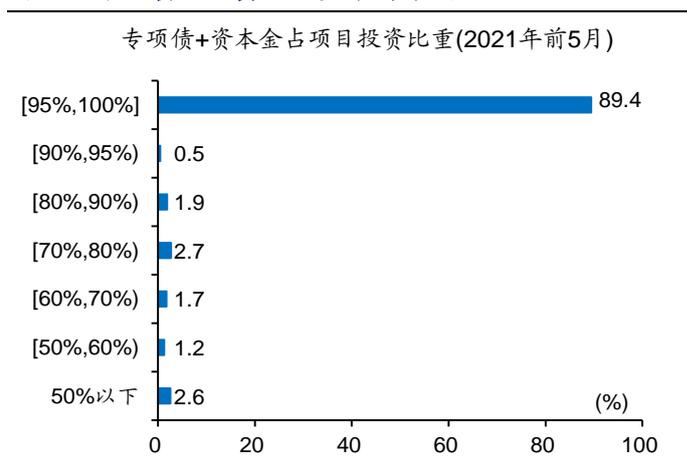
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：专项债对基建领域支持有所减弱



数据来源：Wind、中国债券信息网、开源证券研究所

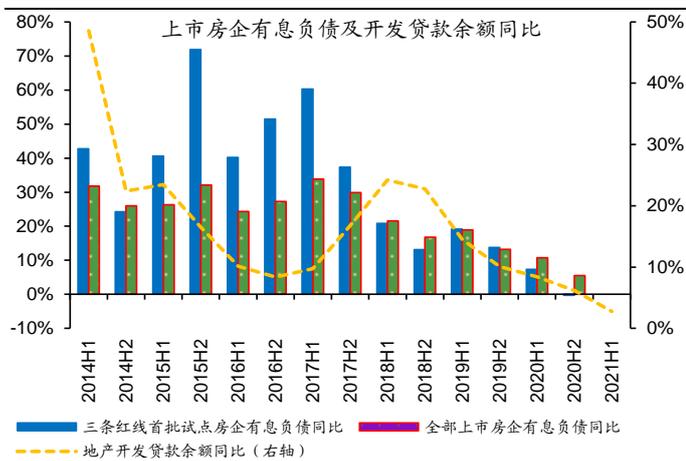
图19：专项债项目资金大多来自于财政



数据来源：Wind、中国债券信息网、开源证券研究所

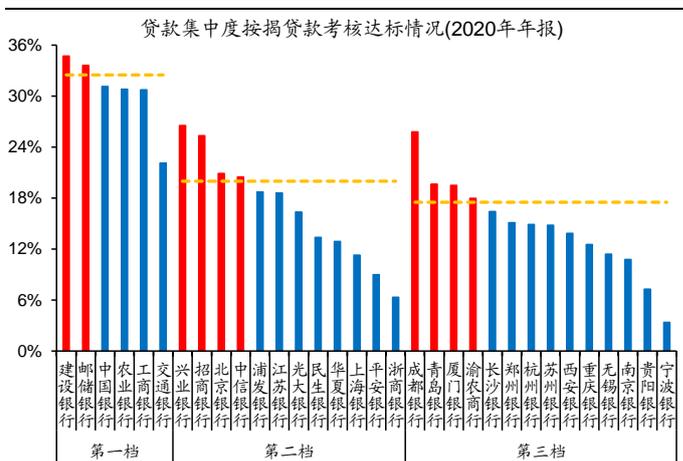
地产调控的定力也明显强于以往，对房企融资的硬性考核指标，决定了相关融资收缩尚未结束。相较于以往，本轮地产调控手段更加侧重房企融资监管（详情参见《地产调控，这次不一样》），从非标、银行开发贷款、按揭贷等多方面，加强房企债务风险的控制，导致相关融资明显收缩。地产调控政策的定力，也明显强于传统周期；三条红线、贷款集中度等指标考核，对房企融资的影响尚在持续显性中。

图20：“三条红线”约束下，房企有息债务增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：贷款集中度考核下，按揭贷投放也受到限制



数据来源：银行年报、开源证券研究所

传统两大引擎受限的同时，实体融资需求的走弱，决定了信用“收缩”尚未结束，“宽”信用言之尚早。地方债务监管、地产调控等影响的加速显性化，及实体需求走弱带来的融资收缩，或进一步强化信用“收缩”，维持全年社融增速10%左右的判断。地方债供给放量、基数因素等，可能导致社融增速年底有所回升，但非标收缩、需求走弱等拖累下，代表企业中长期资金来源的有效增速或持续回落。

图22：中性情境下，社融存量增速或回落至10%左右

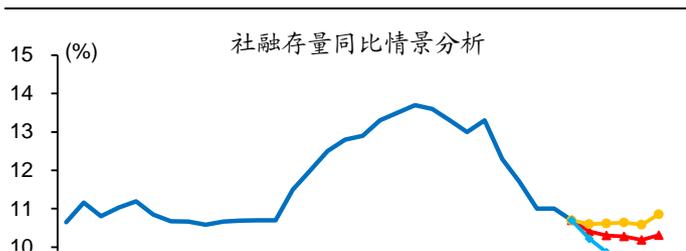
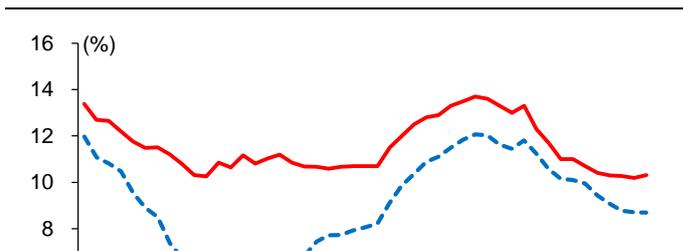


图23：有效社融或持续回落



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_25391



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn