2021 年 04 月 12 日

信用“收缩”再论

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@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

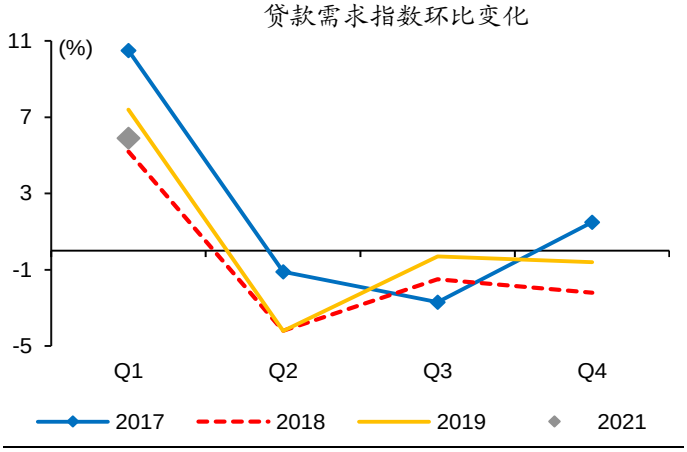
表 1: 信托等表外融资监管加强 6
表 2: 政策重民生、加强地方债务监管 7

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

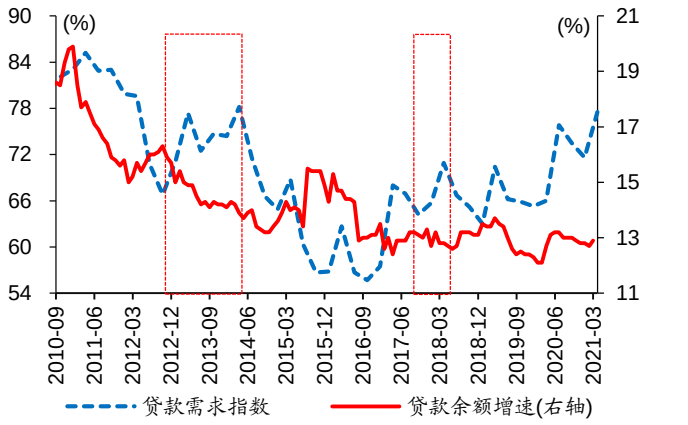
一季度贷款需求指数回升，存在非常强的季节性；回溯历史，贷款需求指数与信用环境关系并不稳定。2021 年一季度贷款需求指数，较 2020 年四季度回升 5.9 个百分点至 77.5%、创近年来新高，明显推升市场经济预期。实际上，贷款需求指数更多是一个环比概念、存在明显的季节性变化特征，一季度变化幅度低于 2015 年至 2019 年同期平均的 6.6 个百分点；过往经验显示，贷款需求指数回升或处于高位时，也并不代表信用环境扩张，典型时期如 2014 年和 2018 年上半年，信用明显收缩。

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

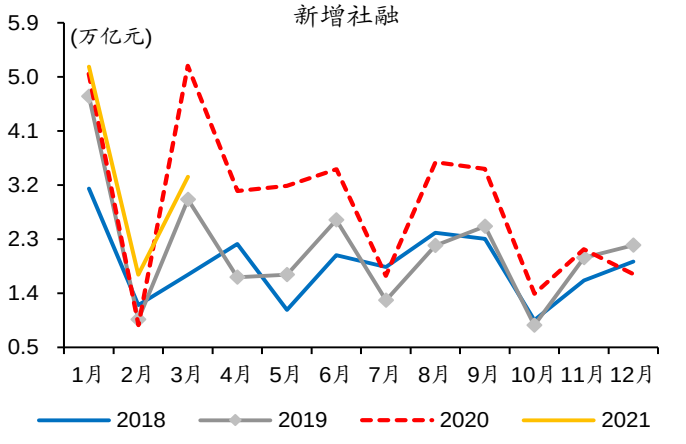
图2：部分贷款需求指数回升阶段，对应贷款增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

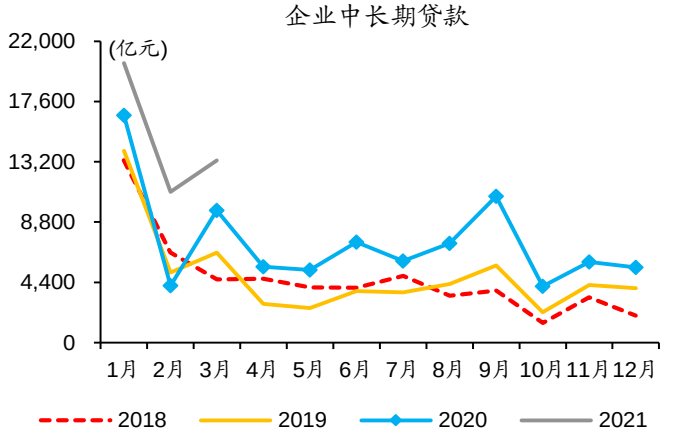
一季度社融的“上蹿下跳”，与企业中长期贷款直接相关，但并不能完全用实体需求变化来解释。新增社融，一季度总体有些超预期、前 2 个月尤其如此，是由贷款超增导致；一季度，社融同比少增 8730 亿元，其中企业中长期贷款同比多增 1.43 万亿元。贷款超增，大部分人认为是制造业等需求旺盛的原因。然而，1-2 月制造业中长期贷款为 3700 亿元、只占全部企业中长期贷款的 11.7%；1-2 月固定资产投资增速剔除基数后是回落的，景气领先指标制造业 PMI 也并没有指向非常强的实体需求。

图3：2 月社融显著高于 2020 年同期、3 月明显低于同期



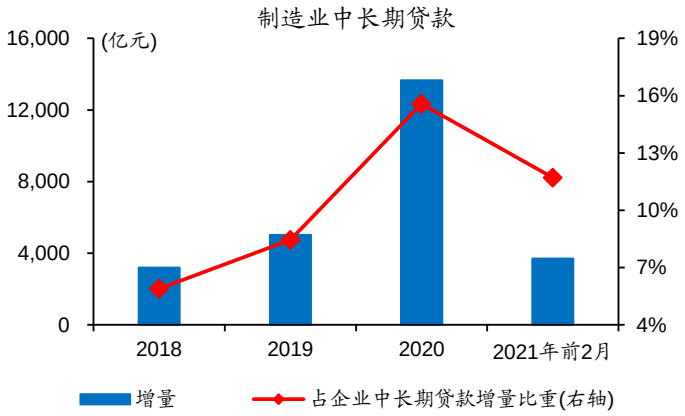
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：年初企业中长期贷款显著高于以往同期



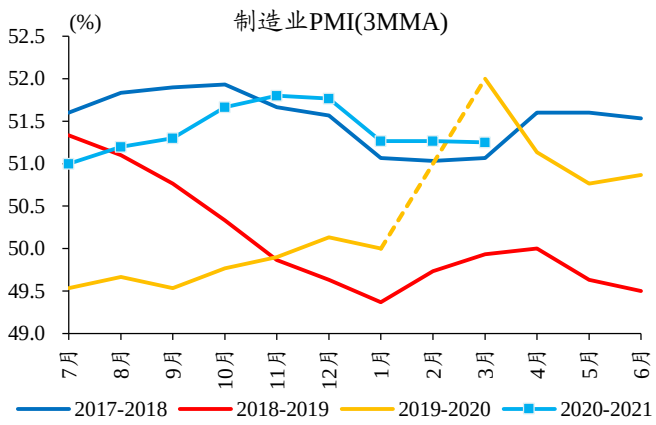
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

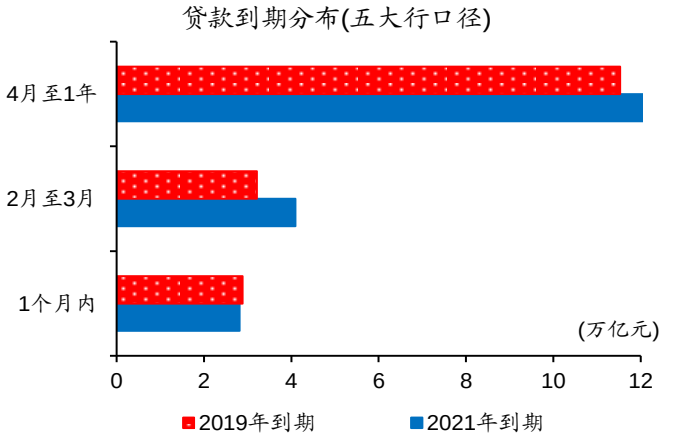
图6：制造业 PMI 处于缓慢下移阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

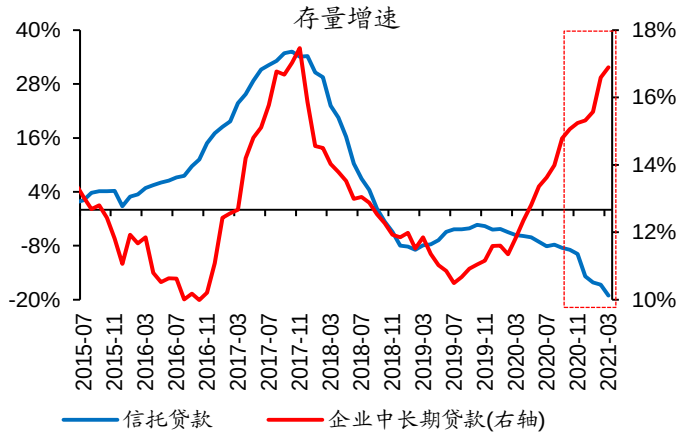
企业中长期贷款的变化，或与年初“抢”放贷行为强化、提前续贷等因素有关。年初银行一般“抢”放贷，房地产贷款集中度要求下，部分银行有较强动力去做大分母，“抢”放贷更加突出。疫情期间贷款展期，使得 2-3 月贷款到期明显高于正常水平，五大行 2-3 月贷款到期 4.1 万亿、较 2019 年同期多增 0.9 万亿元；部分贷款展期或提前续作，可能影响信贷投放节奏。监管趋严下，以信托贷款为代表的非标加快收缩，也可能推动部分表外融资转向表内（详情参见《社融超预期的几种猜想》）。

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

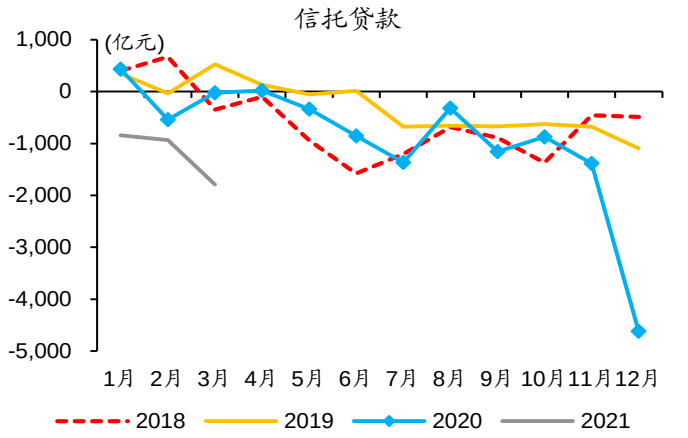
金融监管加强下，非标融资收缩已明显加速。伴随政策重心回归“调结构”、“防风险”，当局对信托等表外融资的监管明显加强，银保监会强调“对高风险影子银行业务的新形式新变种露头就打”；信托业协会强调，继续压降信托通道业务规模，2021 年融资类业务规模在 2020 年基础多压降 20%。不仅金融机构监管趋严，地方国企表外融资管控也明显加强。在此背景下，2020 年底以来，信托贷款加速收缩，净收缩规模显著高于以往同期；用益信托网数据显示，融资类信托产品发行规模持续回落。

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）**、金融租赁类数据进行比对，核实形成债权债务单位共同认可、真实准确可靠的债务数据...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个季度缩降**，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年末峰值压降近六成**（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惠企利民领域，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、房地产信托等各个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

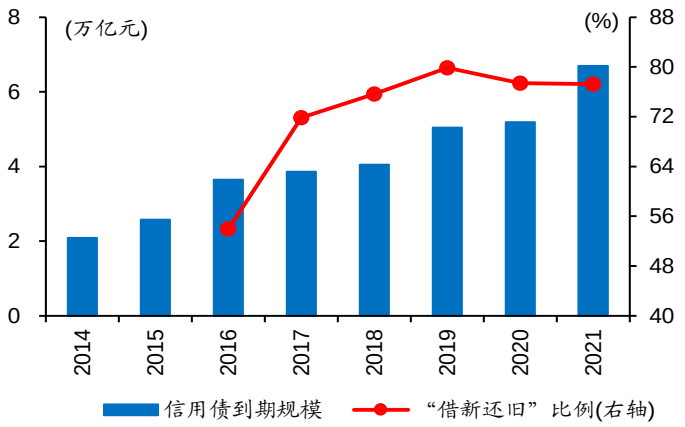
图9：2020 年底以来，信托贷款加快收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

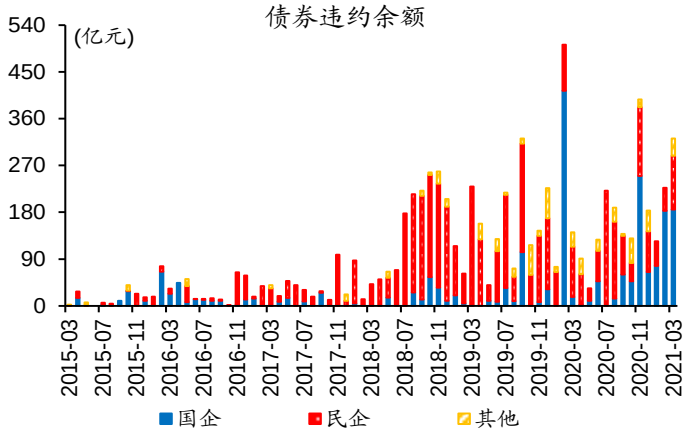
伴随债务压力等显现，企业债券融资告别快速扩张、回归常态。疫情影响下，企业债券超常规放量、贷款展期等，加速债务压力的累积，使得 2021 年信用债到期大幅增加、尤其在上半年较为集中。债务压力下，信用违约增多，进一步加大企业融资压力，信用债取消或推迟发行增多。2021 年前 3 个月，信用债净融资月均 2000 亿元左右，与 2019 年同期规模基本相当。

图10：信用债再融资压力明显上行



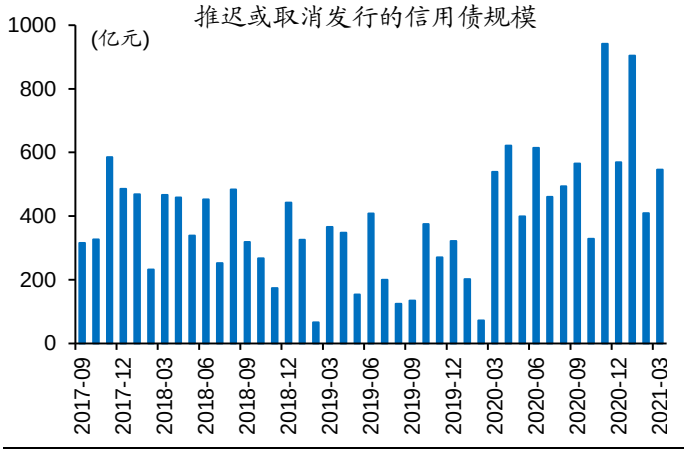
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020 年底以来，信用违约增多



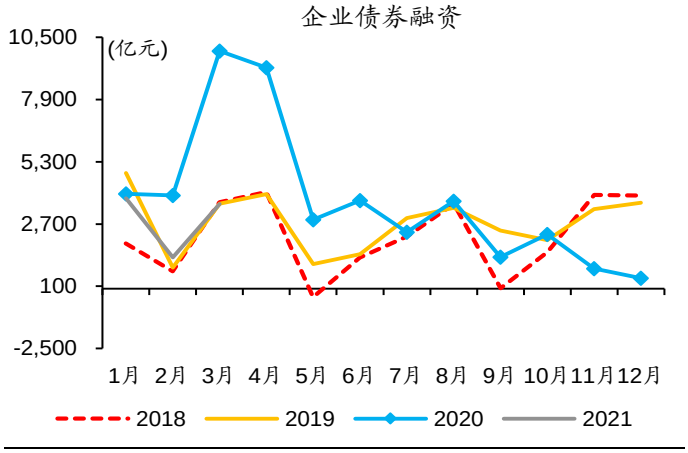
数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

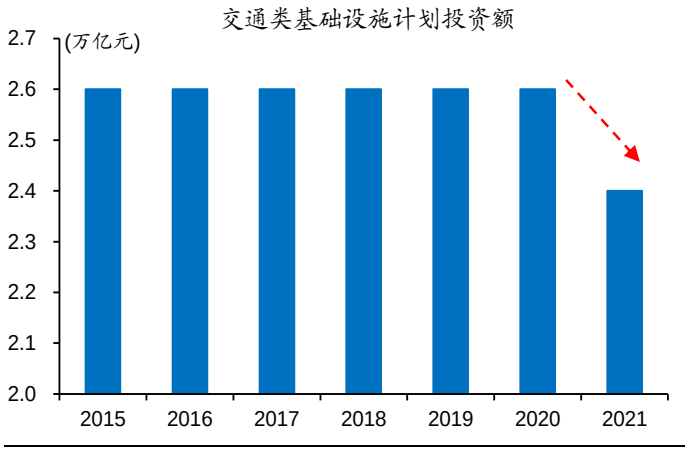
政策“不急转弯”下，广义财政赤字规模高于此前预期；但“防风险”加强、政府“降”杠杆要求下，“低”效率杠杆行为的退出或加快。2021 年广义财政赤字规模超过我们预期，尤其是专项债多出 0.65 万亿元，此前我们主要从债务角度去测算，而低估了地方财政收支压力。但政策“退出”方向明确，2021 年交通基建计划投资近年来首次下降，财政重在保就业民生，专项债优先支持在建项目。更重要的是，政策加大对地方债务、杠杆行为的监管，政府“降”杠杆要求或意味着，政府相关杠杆行为对信用“收缩”的影响仍不能忽视（详情参见《地方债务四十年沉浮》）。

表2：政策重民生、加强地方债务监管

时间	文件/会议	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里。**
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，**短期防债券违约。**
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的支持力度。**
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券违约，作为债务风险管控的重中之重**…对于已经发生债券违约的，切实履行属地责任，**严禁恶意逃废债行为。**
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。

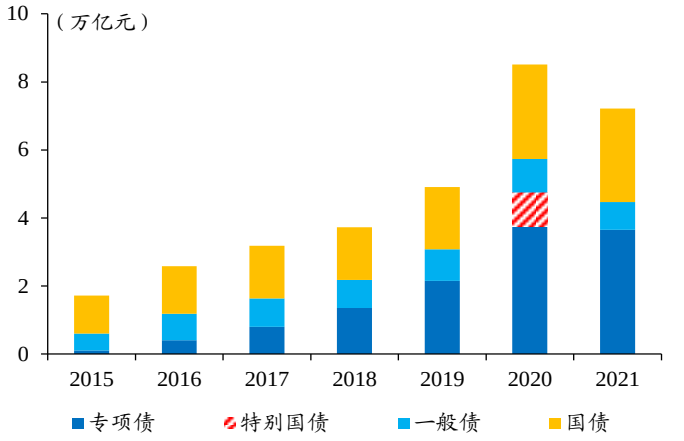
资料来源：中国政府网、新华社、财政部、开源证券研究所

图14：2021 年交通基建计划投资较 2020 年下降 8%



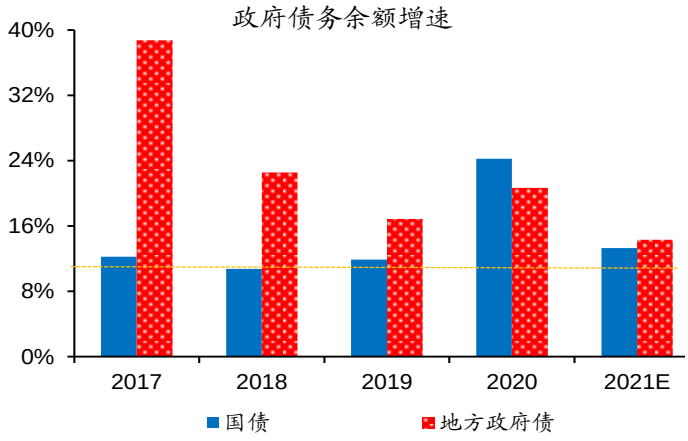
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

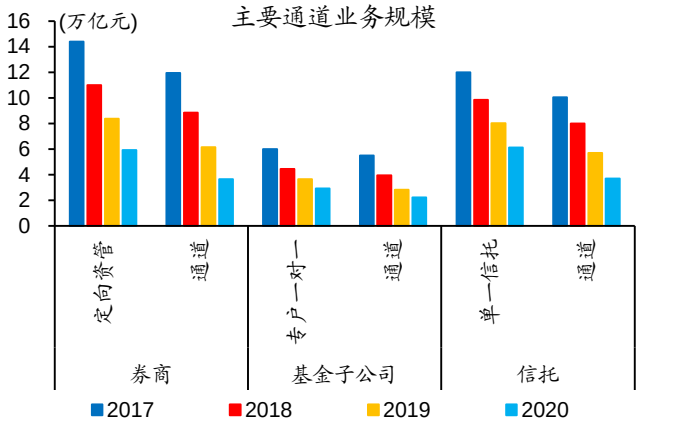
图16：2021 年地方和中央政府债务增速预计超过 13%



数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

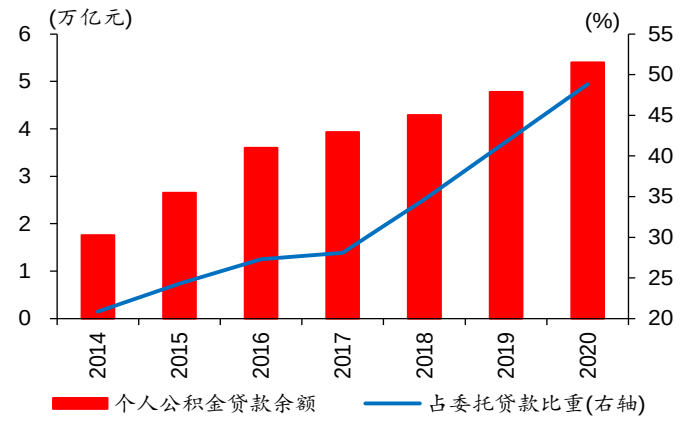
伴随金融监管加强、资管新规过渡期临近，非标融资或仍将加速收缩。券商资管定向业务等数据显示，2020 年通道业务收缩先放缓后加速，伴随“防风险”加强，四季度收缩明显加快，使得 2020 年收缩规模与 2019 年基本相当。信托等表外融资监管加强下，非标融资收缩幅度扩大的概率较高，尤其是信托贷款。资管新规过渡期临近，通道业务收缩会加快信托贷款和“假”委托贷款收缩；但个人公积金贷款对委托贷款的影响越来越大，会干扰整体委托贷款变化。综合考虑地产调控的加强、通道业务收缩，委托贷款收缩方向依然不变，变化幅度后续仍需要紧密跟踪。

图17：通道业务处于持续收缩中



数据来源：Wind、中国证券基金业协会、开源证券研究所

图18：个人公积金贷款占委托贷款的比重越来越高



数据来源：Wind、住建部、开源证券研究所

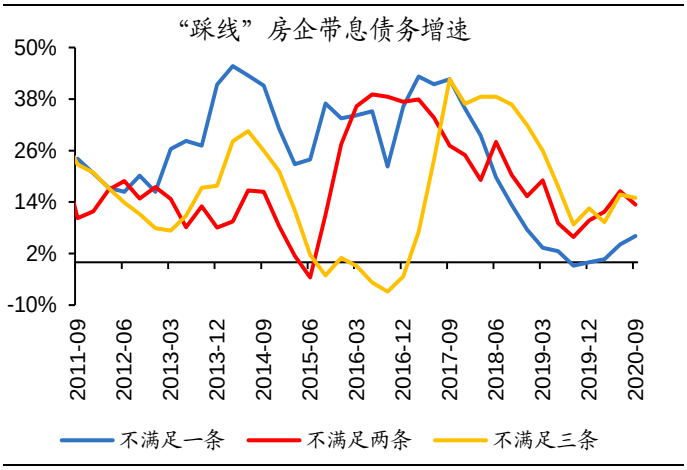
地产调控逐步加码，或使得地产相关融资收缩，对信用环境的影响大于此前预期。作为信用“收缩”逻辑之一，地产调控对相关融资的影响，在我们前期测算在并没有赋予较高权重；房企债务“三道红线”之后，金融机构、政府和居民房地产相关行为监管也明显加强，或对信贷增长产生明显拖累，进一步强化信用“收缩”的逻辑。后续需紧密跟踪商品房销售和居民贷款变化，对信用“收缩”幅度和节奏的影响。

表3：2020 年下半年以来地产调控政策逐步加强

时间	文件/会议	主要内容
2020年8月	《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》	**房地产泡沫是威胁金融安全的最大"灰犀牛"**…**严防资金违规流入房地产市场**…利率下行一般性预期强化后，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**。
2020年8月	住建部和人行召开重点房企座谈会	**开启"三道红线"管理**，形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，控制房地产企业有息债务的增长。
2020年9月	住建部印发政务公开工作要点	**坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，**落实城市主体责任，稳地价、稳房价和稳预期。
2020年11月	"财经年会2021：预测与战略"	坚决防范和化解系统性金融风险，持续拆解高风险影子银行业务，**严查严控资金违规流入房地产领域**，积极配合防控地方政府隐性债务的风险。
2020年12月	郭树清"完善现代金融监管体系"	**把握好金融创新的边界…管好货币总闸门…房地产是现阶段我国金融风险方面最大的"灰犀牛"**…健全宏观审慎、微观审慎、行为监管三支柱。
2020年12月	房地产贷款集中度管理制度	综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，**分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限**，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。
2021年2月	城市住宅集中供地	按照住宅用地分类调控文件要求，重点城市实施"两集中"：①集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；②集中组织出让活动。主要包括北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、苏州、厦门等22个重点城市。
2021年3月	全国主要银行信贷结构优化调整座谈会	总量上要"稳字当头"，保持贷款平稳增长、合理适度，把握好节奏…**坚持"房子是用来住的、不是用来炒的"定位，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度**…
2021年3月	关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知	各银保监局、地方住房和城乡建设部门、人民银行分支机构要**开展一次经营用途贷款违规流入房地产问题专项排查，于2021年5月31日前完成排查工作**，并加大对违规问题督促整改和处罚力度…对企业成立时间或受让企业股权时间短于1年，以及持有被抵押房产时间低于1年的借款人，要进一步**加强借款主体资质审核**…密切关注借款人第一还款来源，不得因抵押足value而放松对真实贷款需求的审查…期限超过3年的经营用途贷款，要进一步加强风险管理…各银行业金融机构要制定各类中介机构准入标准，加强对合作类业务的监测**就计，对与单家中介机构合作业务快速增长的情况要重点加强分析检查…**对使用房产抵押的贷款，**重点审查房产交易完成后组期内申请经营用途贷款的融资需求合理性。**

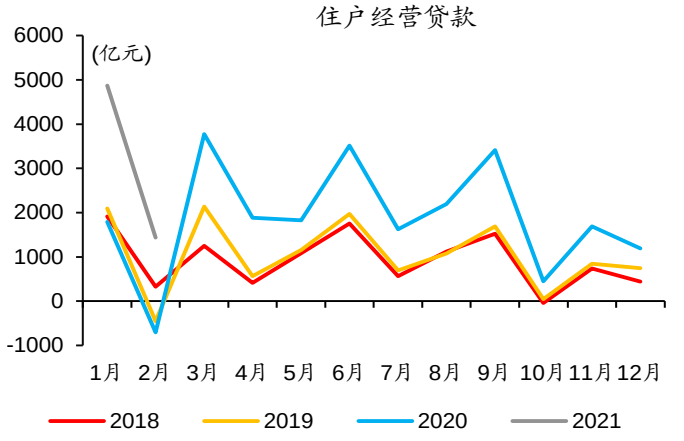
资料来源：中国政府网、新华社、中国人民银行、开源证券研究所

图19：踩"三条红线"房企带息债务增速更高



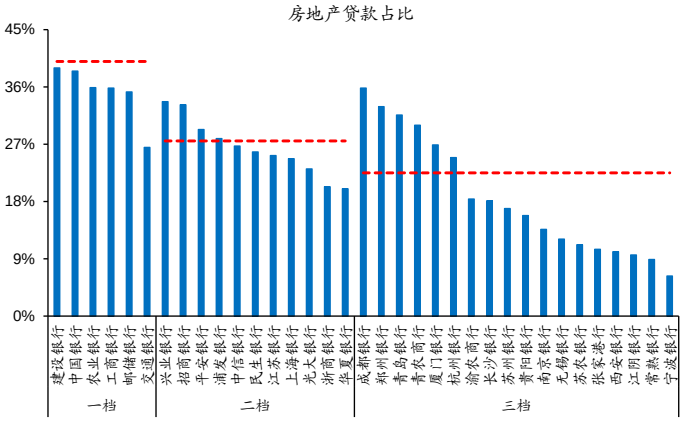
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2020 年以来，住户经营性贷款显著高于以往同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

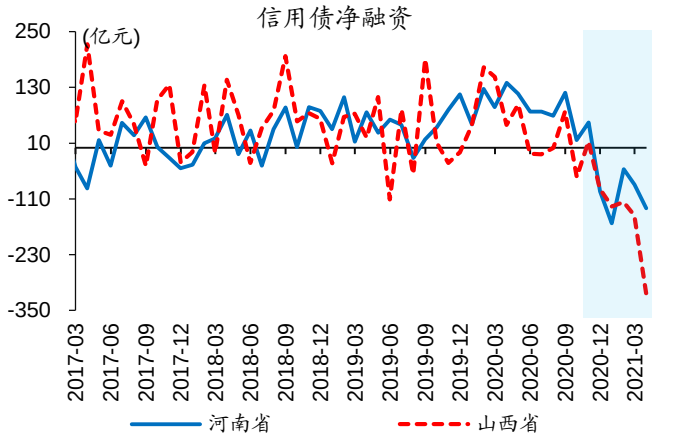
图21：部分银行房地产贷款集中度接近或超过上限



数据来源：上市银行年报、开源证券研究所

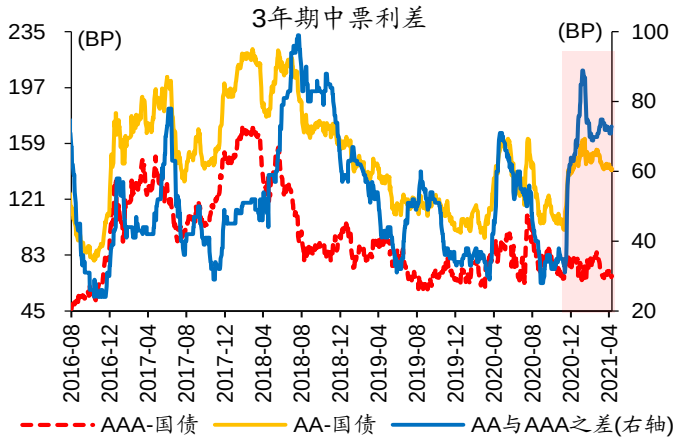
信用违约影响下，信用分层的加快凸显，或加速信用环境的恶化。永煤违约后，不仅河南信用债融资显著收缩，山西等煤炭大省，及部分地方债务压力较大、信用风险市场关注度较高的地区，债券融资也出现明显收缩，甚至贷款、非标融资也受到一定程度影响。信用分层在融资成本上也有体现，相关地区、行业，及中低评级信用利差，均出现明显走阔。持续的信用分层，或加速尾部风险的暴露，加速信用"收缩"。

图22：信用风险影响下，部分地区信用债融资持续收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

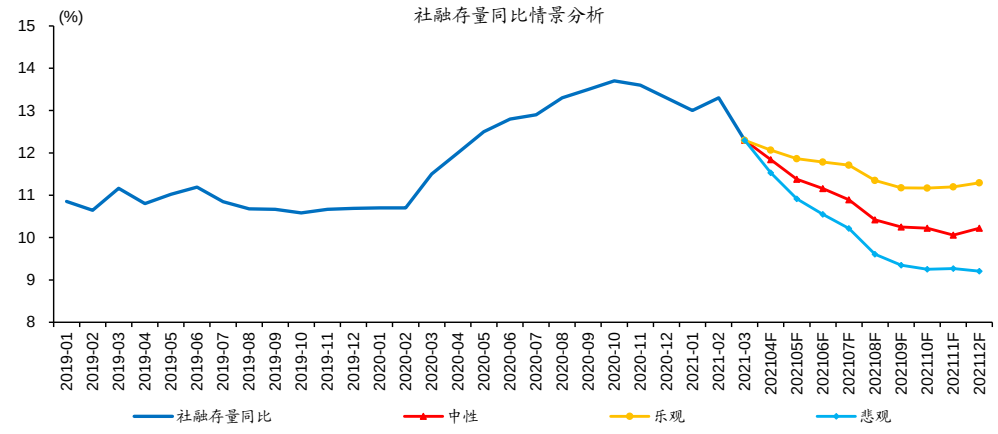
图23：中低评级信用利差明显走阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

预测模型显示，3 月起信用环境将进入快速，维持全年社融增速 10%左右的判断。结合最新数据和政策变化，在《2021 年，或为信用“收缩”之年》的基础上，我们上修政府债券规模，同时下修信贷规模至 2020 年水平，小幅下修信用债净融资和非标融资收缩规模，综合推算下来，中性情景下，社融存量增速年底或仍在 10%左右，3 月开始加速回落、四季度变化趋于平缓。

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



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 结构性政策、产业优化下，信用“收缩”影响分化

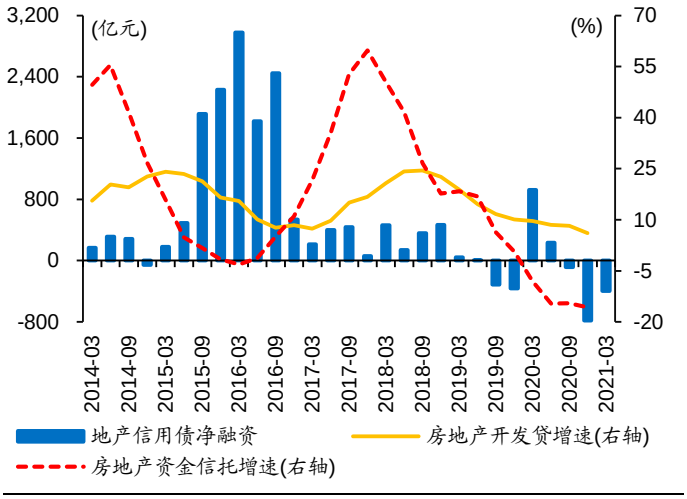
本轮政策“退潮”的结构性特征非常明显，加快退出“低”效率杠杆行为的同时，定向支持一些薄弱环节、重点领域等。不同于以往，本轮政策托底更加理性、克制，政策退出也及时、坚决，重心很快回归“调结构”、“防风险”，房地产、地方债务等监管措施持续加强。结构性“压缩”的同时，政策继续定向支持中小微企业等薄弱环节，进一步加大对科技创新、制造业等的支持。

表4：政策结构性支持中小微企业、制造业等

时间	会议/文件	主要内容
1月21日	国务院促进中小企业发展工作领导小组第七次会议	围绕抓好政策体系、服务体系、发展环境三个领域，**聚焦着力缓解中小企业融资难、融资贵**…金融机构要不断提升能力，做到敢贷、愿贷、能贷、会贷。
1月21日	专家企业家座谈会	着力巩固经济稳定恢复增长的基础，保持宏观政策的连续性、稳定性、可持续性…保持必要合理的财政货币政策力度，**支持企业特别是中小微企业克服困难、增强发展能力**，同时合理完善政策举措，为应对不确定性留有余地，稳定市场预期等。
2月26日	国新办发布会-就业社保	深入实施就业优先政策，突出重点，精准施策：着力稳定就业岗位，**保市场主体来稳住就业的基本盘**；着力抓好重点群体，针对高校毕业生、农民工等重点群体，实施分类精准帮扶；拓宽就业渠道，**支持中小微企业**，支持劳动者创业等；加强职业培训及强化兜底帮扶等。
3月5日	政府工作报告	**把服务实体经济放到更加突出的位置**，处理好恢复经济与防范风险的关系。
3月24日	国务院常务会议	今年1月1日起，将制造业企业研发费用加计扣除比例由75%提高至100%…**对2021年底前到期的普惠小微企业贷款，由企业和银行自主协商延期还本付息。**
3月25日	全国主要银行信贷结构优化调整座谈会	进一步加大对科技创新、制造业的支持，**提高制造业贷款比重，增加高新技术制造业信贷投放**。
3月25日	货币政策委员会一季度例会	**延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划**…健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，优化存款利率监管，**推动实际贷款利率进一步降低**…引导**金融机构增加制造业中长期贷款**。
3月30日	政治局会议	加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，**着力构建以先进制造业为支撑的现代产业体系**。
3月31日	国常会	科学分析当前经济形势，保持清醒头脑，**进一步做实“保”的措施，巩固“稳”的基础**，促进经济平稳运行、提质增效；**深化“放管服”改革**的具体措施：改善就业环境、支持新就业形态健康发展（eg:扩大工伤保险覆盖面等）、推进涉企审批减环节、支持扩大内需、优化民生服务供给等；**今年在调整一些阶段性政策的同时，不搞“急转弯”，采取对冲措施帮助市场主体恢复元气，巩固经济恢复基础**，全年预期新增减税超过5500亿元。

资料来源：中国政府网、新华社、开源证券研究所

图25：房地产相关融资逐步收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

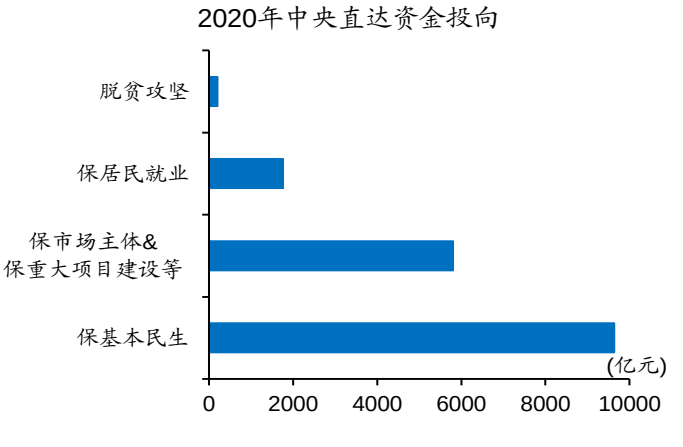
精准直达操作下，资金利用效率趋于提高，或一定程度缓解信用“收缩”的影响。2020 年以来，当局加大对直达资金工具的使用，财政直达资金 1.7 万亿元精准支持“六保”，央行推出两项直达货币政策工具加大对小微企业支持等。2021 年，政策延续精准直达思路操作，继续推进财政和货币直达操作、优化资源分配等，进一步推动资金利用效率的提高，有助于缓解信用“收缩”对一些薄弱领域的冲击等。

表5：财政政策和货币政策更加注重精准直达

时间	会议/文件	主要内容
3月23日	关于延长部分税收优惠政策执行期限的公告	为进一步支持小微企业、科技创新和相关社会事业发展，16个文件规定的**税收优惠政策凡已经到期的，执行期限延长至2023年12月31日。**
3月24日	国务院常务会议	今年1月1日起，将制造业企业研发费用加计扣除比例由75%提高至100%…**两项直达货币政策工具延续实施至今年一季度的基础上，进一步延长实施期限到今年底，对小微企业再帮扶一把，更好发挥他们在稳就业中的重要作用。**
3月25日	全国主要银行信贷结构优化调整座谈会	进一步加大对科技创新、制造业的支持，**提高制造业贷款比重，增加高新技术制造业信贷投放**。
3月25日	货币政策委员会一季度例会	**延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划**…**推动实际贷款利率进一步降低**…引导**金融机构增加制造业中长期贷款**
3月31日	国常会	今年在调整一些阶段性政策的同时，不搞“急转弯”，采取对冲措施帮助市场主体恢复元气，巩固经济恢复基础，**全年预期新增减税超过5500亿元**。

资料来源：中国人民银行、财政部、开源证券研究所

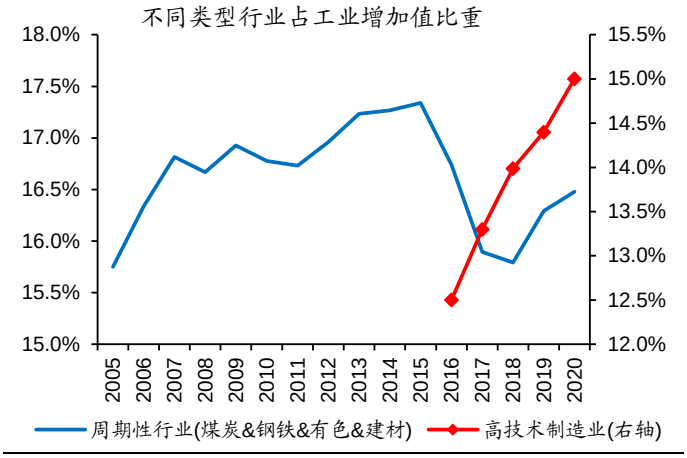
图26：财政直达资金精准支持“六保”



数据来源：财政部、开源证券研究所

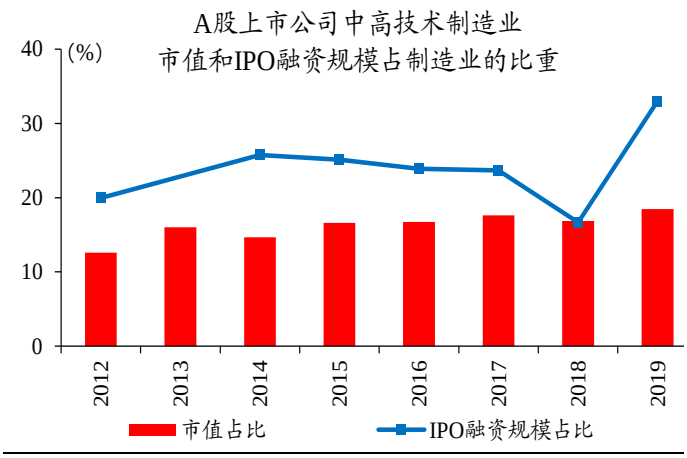
产业微观结构的持续优化下，信用“收缩”带来的影响，结构分化明显。政策加快经济转型下，近年来产业结构持续优化，传统高耗能、负债驱动型行业逐步收缩，而高技术制造业等贡献明显上升，或使得本轮信用“收缩”的影响不同于以往，结构分化会非常明显。传统模式依赖度高的区域、行业，受到的冲击更大；而代表转型方向的新兴产业、传统行业中已基本完成出清过程的行业龙头，受到的冲击会非常小。

图27：产业结构持续优化



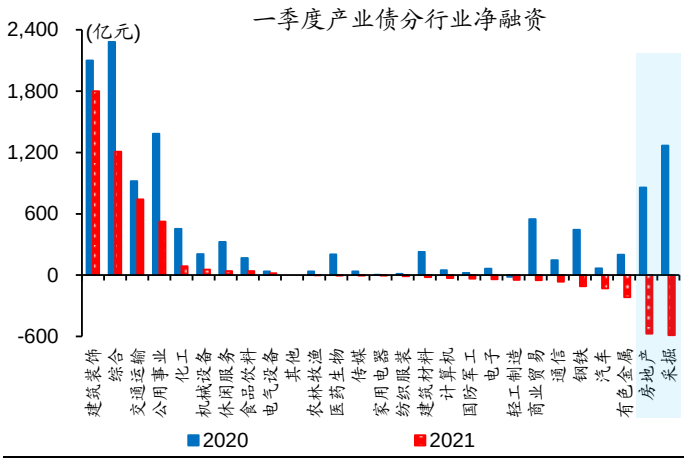
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：A 股上市公司中高技术企业融资占比大幅提升



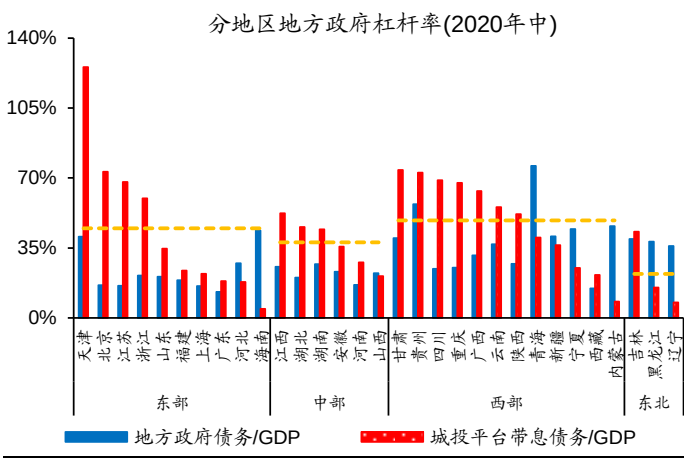
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2021 年一季度地产、采掘行业信用债融资缩量



数据来源：Wind、开源证券研究所

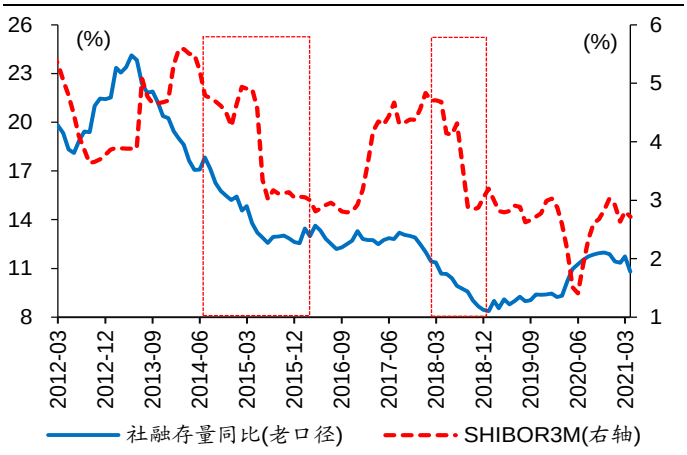
图30：部分地区杠杆率较高、尤其是隐性债务杠杆率



数据来源：Wind、开源证券研究所

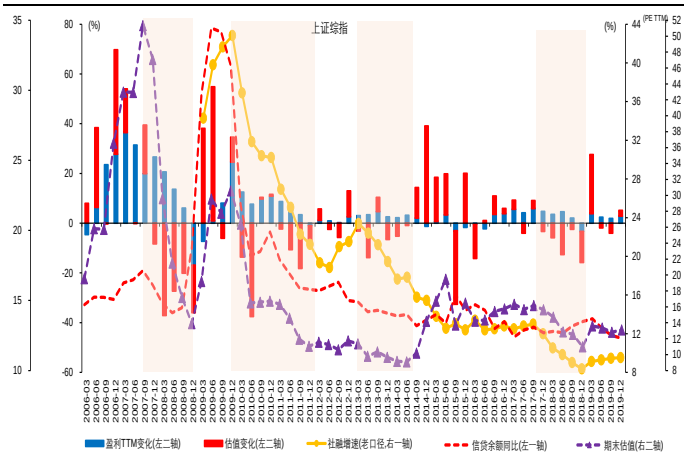
重申观点：利率债行情确定性较强，权益类资产估值压缩风险或尚未解除。2021 年，经济在加快正常化，政策态度与市场定价，也将加快正常化；我们反复提示的信用“收缩”，表层逻辑或者说可能的触发因素。伴随政策主线重回“调结构”、“防风险”，类似“紧信用”、“宽货币”的政策环境，经济见顶、温和 CPI 通胀的组合，对利率债的利好支撑会逐步显现（详情参见《中国债市“风景独好”》）。对于权益类资产，风险更多不在分子端，而是经济正常化对资产估值的压制，尤其是部分估值偏高的板块（详情参见《信用“收缩”阶段，估值多承压》）。

图31：“紧信用”环境，多对应“宽货币”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：信用“收缩”阶段，权益类资产估值多承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）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。

（2）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。

（3）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。

（4）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。

（5）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。

（6）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。

5、 风险提示

金融风险加速释放，及监管升级。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn