2021 年 01 月 12 日

信用“收缩”加速

——宏观经济点评

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

● **社融增速首次超预期下滑，与非标融资加速收缩、企业债券融资低迷等有关**

社融增速超预期回落，非标和企业债券拖累显著。12 月，社融存量增速 13.3%、低于市场平均预期的 13.5%，较上月回落 0.3 个百分点；信贷余额增速 12.8%、与上月持平。增量来看，新增社融 1.72 万亿元、同比少增 4821 亿元；其中，信托贷款净减少 4601 亿元、同比多减 3509 亿元，表外票据净减少 2216 亿元，而 2019 年同期净增加 951 亿元；企业债券净融资 442 亿元、同比少增 2183 亿元。

非标收缩加速，或与政策“退潮”、防风险加强等有关；而永煤事件，对信用债融资的冲击尚未消退。政策托底下，上半年基建类信托净融资一度转正，随着政策回归常态、信托融资监管加强，及下半年信托到期的增多，信托融资收缩明显加速。企业债券净融资连续 2 个月低于 1000 亿元，或主要缘于永煤事件的影响，企业债券发行较前期大幅减少、但到期规模增加，企业再融资压力显著上升。

● **M1 增速结束连续 5 个月回升、M2 增速超预期回落，财政存款投放低于往年**

M1 增速大幅回落、结束连续 5 个月回升，或与地产调控加强下房贷回落、结构性存款压降影响消退等有关。12 月，M1 增速较上月回落 1.4 个百分点至 8.6%，地产调控加强下，商品房销售和居民贷款的回落，或可一定程度解释 M1 下降；结构性存款压降接近尾声也是可能原因，结构性存款压降带来的定期存款活期化，是前期 M1 增速连续回升的重要推力。此外，M1 增速也受到高基数的拖累。

M2 增速超预期回落，或与财政存款投放偏慢等有关。12 月，M2 增速较上月回落 0.6 个百分点至 10.1%，远低于市场平均预期的 10.7%。M2 增速的低预期，或与财政支出进度不及预期等有关；12 月财政存款仅投放 9540 亿元、较 2019 年同期少投放 1246 亿元，全年财政存款净增加 3931 亿元，高于 2019 年的 301 亿元。此外，打击资金空转背景下，同业派生的减少也可能对 M2 产生一定拖累。

● **重申观点：2021 年，或为信用“收缩”之年，信用“收缩”的影响不容忽视**

政策“退潮”下，信用“收缩”通道已然开启。影响信用“收缩”的三条逻辑包括：（1）从“加”杠杆到“稳”杠杆，政府行为对信用环境的拉动，或趋于减弱；（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融资收缩；（3）地产调控加强背景下，房企融资“三条红线”、房地产贷款集中度管理等政策影响逐步显现。中性情景下，2021 年社融存量增速或在 10%左右。

2021 年，或为信用“收缩”之年，但信用“收缩”带来的影响或与 2018 年不同，结构分化会非常明显。政策“退潮”、信用“收缩”预期收敛过程中，资金风险偏好或有所回落，对股市形成阶段性压制；但不同于以往，行业之间、公司之间的分化或非常明显。对债市而言，信用“收缩”开启时，利率债左侧时机就已到来，但操作难度较大；对于负债相对稳定的机构，左侧机会或相对较好把握。

● **风险提示：**防风险措施升级，信用违约增多。

相关研究报告

《宏观经济专题-2021 年，主要部委的工作主线》-2021.1.11

《宏观经济专题-疫苗接种“竞赛”，一场与病毒的赛跑》-2021.1.8

《宏观经济专题-2020 年财政结余，对信用环境的影响》-2021.1.4

目 录

1、 社融增速超预期下滑，非标融资加速收缩 3
2、 M1 和 M2 增速双双回落，财政存款投放偏慢 4
3、 重申观点：2021 年，或为信用“收缩”之年 5
4、 风险提示 5

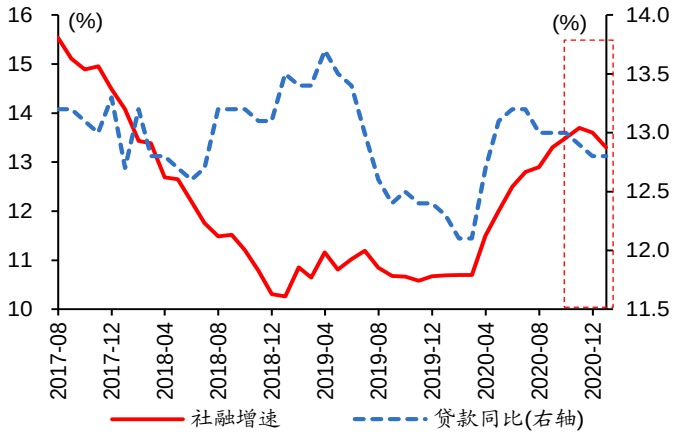
图表目录

图 1： 社融增速大幅回落，贷款增速与上月持平 3
图 2： 社融主要受非标融资和企业债券融资拖累 3
图 3： 2020 年信托投资基建规模一度转正、后逐步收缩 3
图 4： 信用事件冲击后，企业债券融资明显收缩 3
图 5： 12 月，M1 与 M2 增速双双回落 4
图 6： 12 月，居民中长期贷款增长放缓 4
图 7： 12 月，企业存款大幅减少、财政存款同比多增 4
图 8： 5 月以来，非银存款增长放缓、货基规模回落 4
图 9： 中性情景下，社融增速或回落至 10%左右 5

1、 社融增速超预期下滑，非标融资加速收缩

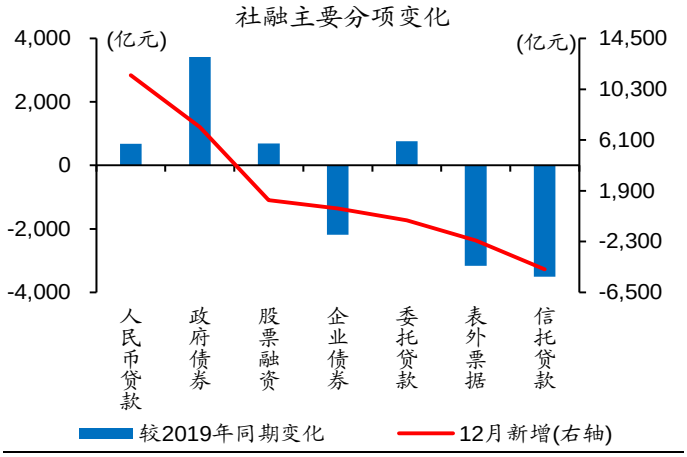
社融增速超预期回落，非标和企业债券拖累显著。12 月，社融存量增速 13.3%、低于市场平均预期的 13.5%，较上月回落 0.3 个百分点；信贷余额增速 12.8%、与上月持平。增量来看，新增社融 1.72 万亿元、同比少增 4821 亿元；其中，信托贷款净减少 4601 亿元、同比多减 3509 亿元，表外票据净减少 2216 亿元，而 2019 年同期净增加 951 亿元；企业债券净融资 442 亿元、同比少增 2183 亿元。

图1：社融增速大幅回落，贷款增速与上月持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

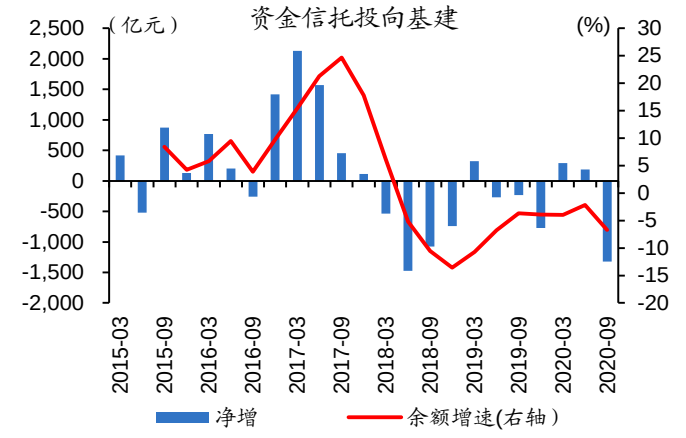
图2：社融主要受非标融资和企业债券融资拖累



数据来源：Wind、开源证券研究所

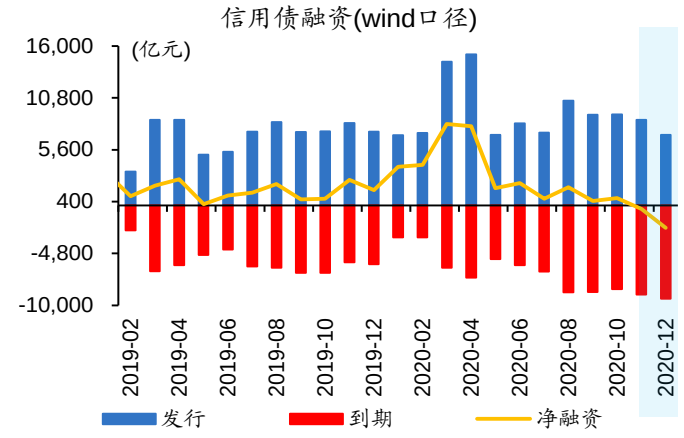
非标收缩加速，或与政策“退潮”、防风险加强等有关；而永煤事件，对信用债融资的冲击尚未消退。政策托底下，上半年基建类信托净融资一度转正，随着政策回归常态、信托融资监管加强，及下半年信托到期的增多，信托融资收缩明显加速。企业债券净融资连续 2 个月低于 1000 亿元，或主要缘于永煤事件的影响，企业债券发行较前期大幅减少、但到期规模增加，企业再融资压力显著上升。

图3：2020 年信托投资基建规模一度转正、后逐步收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：信用事件冲击后，企业债券融资明显收缩

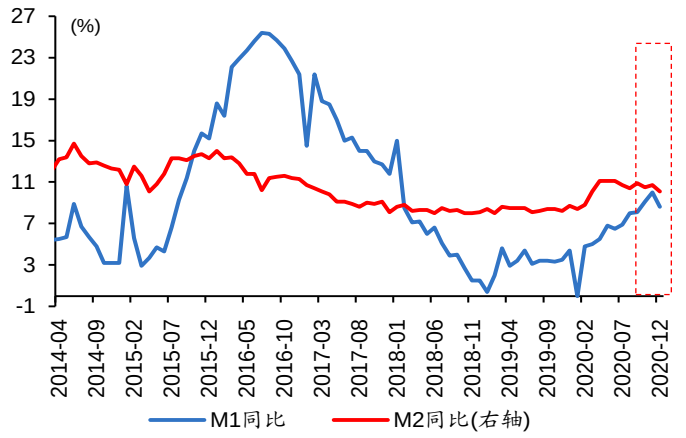


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 M1 和 M2 增速双双回落，财政存款投放偏慢

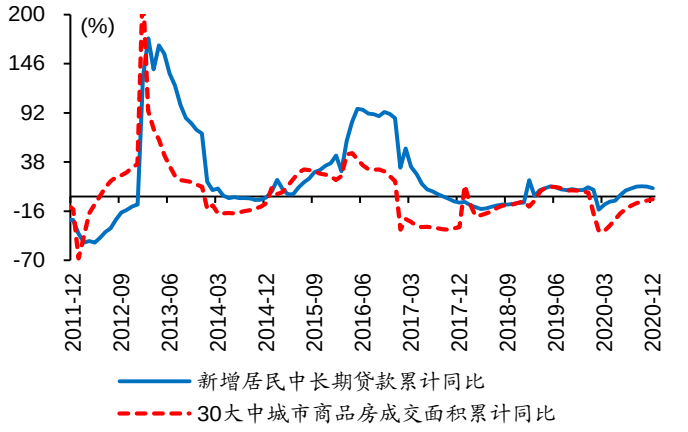
M1 增速大幅回落、结束连续 5 个月回升，或与地产调控加强下房贷回落、结构性存款压降影响消退等有关。12 月，M1 增速较上月回落 1.4 个百分点至 8.6%，地产调控加强下，商品房销售和居民贷款的回落，或可一定程度解释 M1 下降；结构性存款压降接近尾声也是可能原因，结构性存款压降带来的定期存款活期化，是前期 M1 增速连续回升的重要推力。此外，M1 下降也受到高基数的拖累。

图5：12 月，M1 与 M2 增速双双回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

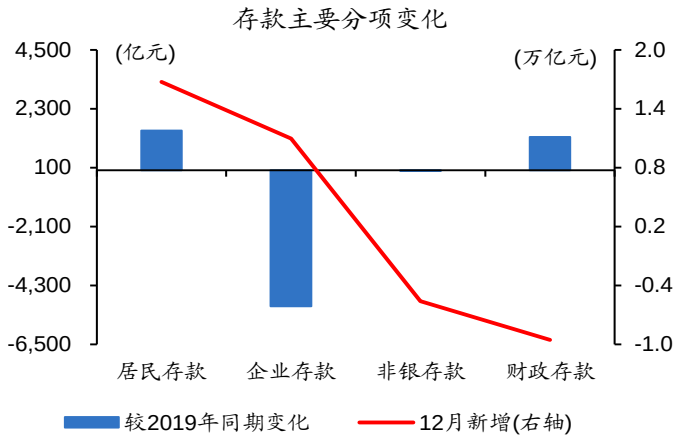
图6：12 月，居民中长期贷款增长放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

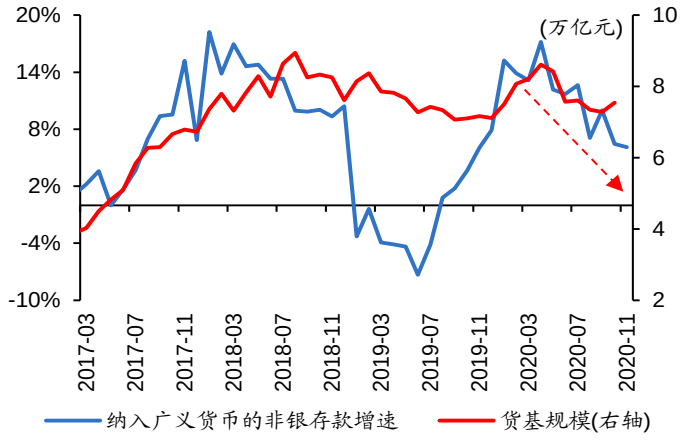
M2 增速超预期回落，或与财政存款投放偏慢等有关。12 月，M2 增速较上月回落 0.6 个百分点至 10.1%，远低于市场平均预期的 10.7%。M2 增速的低预期，或与财政支出进度不及预期等有关；12 月财政存款仅投放 9540 亿元、较 2019 年同期少投放 1246 亿元，全年财政存款净增加 3931 亿元，高于 2019 年的 301 亿元。此外，打击资金空转背景下，同业派生的减少也可能对 M2 产生一定拖累。

图7：12 月，企业存款大幅减少、财政存款同比多增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：5 月以来，非银存款增长放缓、货基规模回落



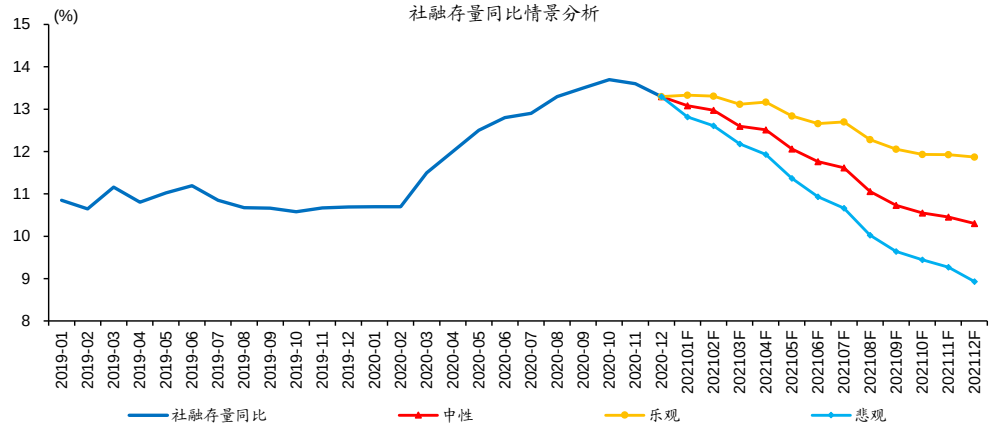
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 重申观点：2021 年，或为信用“收缩”之年

政策“退潮”下，信用“收缩”通道已然开启。影响信用“收缩”的三条逻辑包括：（1）从“加”杠杆到“稳”杠杆，政府行为对信用环境的拉动，或趋于减弱；（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融资收缩；（3）地产调控加强背景下，房企融资“三条红线”、房地产贷款集中度管理等政策影响逐步显现。中性情景下，2021 年社融存量增速或在 10%左右。

2021 年，或为信用“收缩”之年，但信用“收缩”带来的影响或与 2018 年不同，结构分化会非常明显。政策“退潮”、信用“收缩”预期收敛过程中，资金风险偏好或有所回落，对股市形成阶段性压制；但不同于以往，行业之间、公司之间的分化或非常明显。对债市而言，信用“收缩”开启时，利率债左侧时机就已到来，但操作难度较大；对于负债相对稳定的机构，左侧机会或相对较好把握。

图9：中性情景下，社融增速或回落至 10%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

防风险措施升级，信用违约增多。

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