2020 年 12 月 10 日

信用“收缩”通道开启

——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

● **社融增速见顶回落，主因企业债券和非标融资拖累，信用“收缩”通道开启**

社融增速见顶回落，主因企业债券和非标融资拖累、政府债券贡献也在下降。11 月，社融存量增速 13.6%、较上月回落 0.1 个百分点，为一年来首次回落；新增社融 2.13 万亿元、同比多增 1406 亿元。主要分项来看，企业债券融资大幅下降，信托贷款和表外票据明显收缩，三者合计较 2019 年同期少 4377 亿元，或与信用违约冲击、防风险加强等有关，而政府债券同比增幅和增速已连续 3 个月下降。

新增贷款略高于 2019 年同期，中长贷保持高位，短贷下降、非银贷款收缩，或与防风险加强等有关。11 月，新增贷款 1.43 万亿元、同比多增 456 亿元，贷款余额增速 12.8%、较上月回落 0.1 个百分点。其中，企业中长贷 5887 亿元、同比多增 1681 亿元，企业短贷同比少增超 900 亿元；新增居民中长贷和短贷均略高于 2019 年同期；非银贷款净减少 1042 亿元，而 2019 年同期为净增加 274 亿元。

● **M1 和 M2 增速均回升，M1 回升或与结构性存款压降、企业活动修复等有关**

M1 增速连续 5 个月回升，或与结构性存款压降、企业活动修复等有关。11 月，M1 增速较上月提高 0.9 个百分点至 10%、连续 5 个月回升，主要与单位活期存款持续、大幅增长有关，而单位定期存款增速 5 月以来逐步回落。两者增速的背离，或部分缘于结构性存款压降下，定期存款活期化；同时，政策托底和出口链改善等带动企业经营修复，及商品房销售回升带来的存款搬家等，推升活期存款。

M2 增速变化，或部分受“双 11”、防范资金空转等干扰。11 月，M2 增速较上月提高 0.2 个百分点至 10.7%，而上月回落 0.4 个百分点，或部分与“双 11”对非银存款干扰有关。防风险加强、打击资金空转下，非银金融机构同业往来的收缩，也对 M2 增速产生一定干扰，纳入广义货币的非银存款增速 5 月以来震荡回落，货币基金份额 5 月以来持续下降，非银贷款增量大多数时候低于 2019 年同期。

● **重申观点：从“加”杠杆到“稳”杠杆，信用“收缩”或成为 2021 年主逻辑**

随着政策逐步“退潮”，信用“收缩”通道已然打开，带来的影响不容忽视。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，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“三条红线”等政策影响。

2021 年，或为信用“收缩”之年，社融增速或回落至 10%左右。政策“退潮”下，杠杆行为拉动减弱、非标加速收缩等，或成为 2021 年信用收缩的主要驱动力。中性情景下，信用环境的拐点将出现在 2020 年底前后；以社融增速为锚，2021 年或将回落至 10%左右，较 2020 年显著回落 3 个百分点左右；M2 增速或将回落至 9%以内，较 2020 年回落 2 个百分点左右（详情参见《抱朴守真》）。

● **风险提示：**防风险措施升级，信用“收缩”加速。

相关研究报告

《宏观经济专题-政策“退潮”的历史复盘》-2020.12.9

《宏观经济点评-出口链支撑的驱动“切换”》-2020.12.8

《宏观深度报告-2021 年中国宏观形势展望：抱朴守真》-2020.12.2

目 录

1、 社融增速见顶回落，企业债券和非标融资拖累显著 3
2、 M1 连续回升，或与结构性存款压降、企业活动修复等有关 4
3、 重申观点：2021 年，或为信用“收缩”之年 5
4、 风险提示 6

图表目录

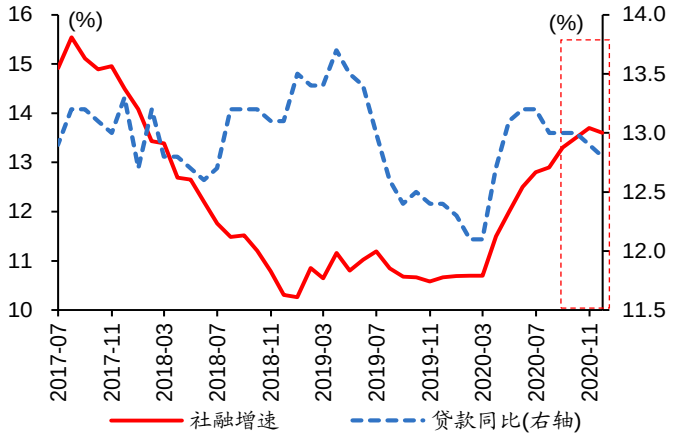
图 1: 社融增速见顶回落、贷款增速延续回落 3
图 2: 社融受企业债券、非标拖累明显 3
图 3: 7 月以来，M1 增速连续回升 4
图 4: 7 月以来，活期和定期存款增速持续背离 4
图 5: 定期存款变化，与结构性存款变化存在一定关系 5
图 6: 商品房销售与 M1 走势较为类似 5
图 7: 4 月以来，非银贷款多数时候低于 2019 年同期 5
图 8: 5 月以来，非银存款增长放缓、货基规模回落 5
图 9: 地方债务率的大幅抬升或掣肘地方政府举债空间 6
图 10: 通道剩余规模或超过 13.5 万亿元 6

表 1: 信贷分项表(亿元) 4

1、 社融增速见顶回落，企业债券和非标融资拖累显著

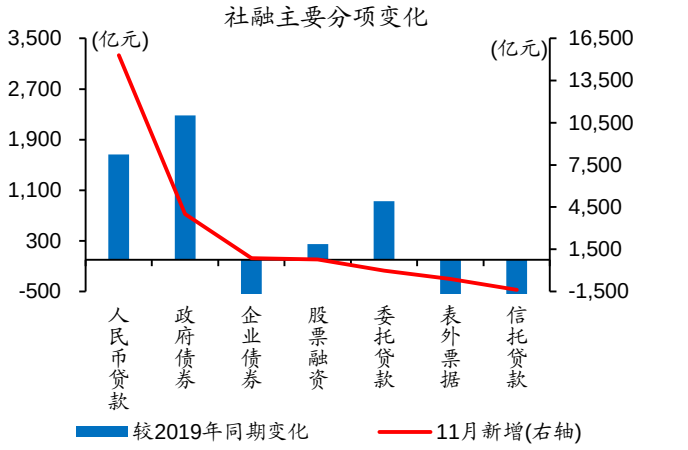
社融增速见顶回落，主因企业债券和非标融资拖累、政府债券贡献也在下降。11 月，社融存量增速 13.6%、较上月回落 0.1 个百分点，为一年来首次回落；新增社融 2.13 万亿元、同比多增 1406 亿元。主要分项来看，企业债券融资大幅下降，信托贷款和表外票据明显收缩，三者合计较 2019 年同期少 4377 亿元，或与信用违约冲击、防风险加强等有关，而政府债券同比增幅和增速已连续 3 个月下降。

图1：社融增速见顶回落、贷款增速延续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：社融受企业债券、非标拖累明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

新增贷款略高于 2019 年同期，中长贷保持高位，短贷下降、非银贷款收缩，或与防风险加强等有关。11 月，新增贷款 1.43 万亿元、同比多增 456 亿元，贷款余额增速 12.8%、较上月回落 0.1 个百分点。其中，企业中长贷 5887 亿元、同比多增 1681 亿元，企业短贷同比少增超 900 亿元；新增居民中长贷和短贷均略高于 2019 年同期；非银贷款净减少 1042 亿元，而 2019 年同期为净增加 274 亿元。

表1：信贷分项表(亿元)

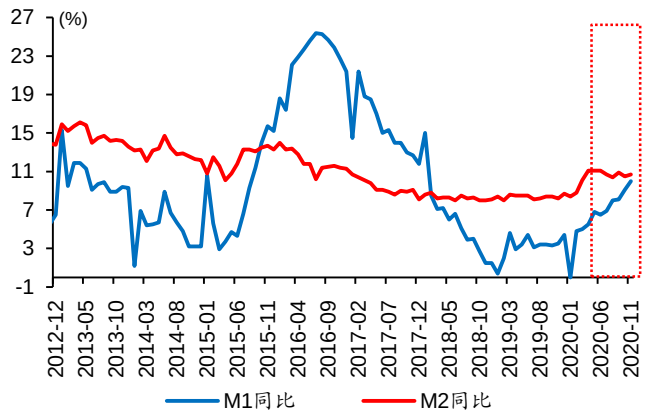
月份	新增信贷	短期信贷	票据融资	中长期信贷	企业中长期信贷	居民中长期信贷	企业短期信贷	居民短期信贷	非银贷款
2019-11	13,844	3,785	624	8,895	4,206	4,689	1,643	2,142	274
2019-12	11,400	1,670	262	8,802	3,978	4,824	35	1,635	511
2020-01	33,400	6,550	3,596	24,091	16,600	7,491	7,699	-1,149	-1,567
2020-02	9,057	2,045	634	4,528	4,157	371	6,549	-4,504	1,786
2020-03	28,500	13,896	2,075	14,381	9,643	4,738	8,752	5,144	-1,948
2020-04	17,000	2,218	3,910	9,936	5,547	4,389	-62	2,280	404
2020-05	14,800	3,592	1,586	9,967	5,305	4,662	1,211	2,381	-660
2020-06	18,100	7,451	-2,104	13,697	7,348	6,349	4,051	3,400	-790
2020-07	9,927	-911	-1,021	12,035	5,968	6,067	-2,421	1,510	-270
2020-08	12,800	2,891	-1,676	12,823	7,252	5,571	47	2,844	-1,474
2020-09	19,000	4,668	-2,632	17,042	10,680	6,362	1,274	3,394	-201
2020-10	6,898	-565	-1,124	8,172	4,113	4,059	-837	272	382
2020-11	14,300	3,220	804	10,936	5,887	5,049	734	2,486	-1,042
较上月	7,402	3,785	1,928	2,764	1,774	990	1,571	2,214	-1,424
较 2019 年同期	456	-565	180	2,041	1,681	360	-909	344	-1,316

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 M1 连续回升，或与结构性存款压降、企业活动修复等有关

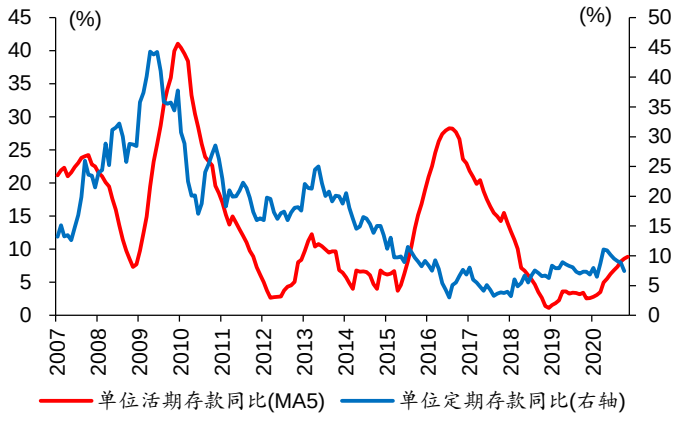
M1 增速连续 5 个月回升，或与结构性存款压降、企业活动修复等有关。11 月，M1 增速较上月提高 0.9 个百分点至 10%、连续 5 个月回升，主要与单位活期存款持续、大幅增长有关，而单位定期存款增速 5 月以来逐步回落。两者增速的背离，或部分缘于结构性存款压降下，定期存款活期化；同时，政策托底和出口链改善等带动企业经营修复，及商品房销售回升带来的存款搬家等，推升活期存款。

图3：7 月以来，M1 增速连续回升



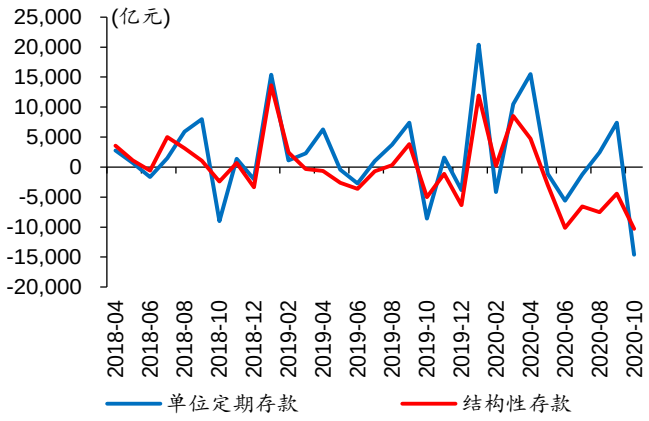
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：7 月以来，活期和定期存款增速持续背离



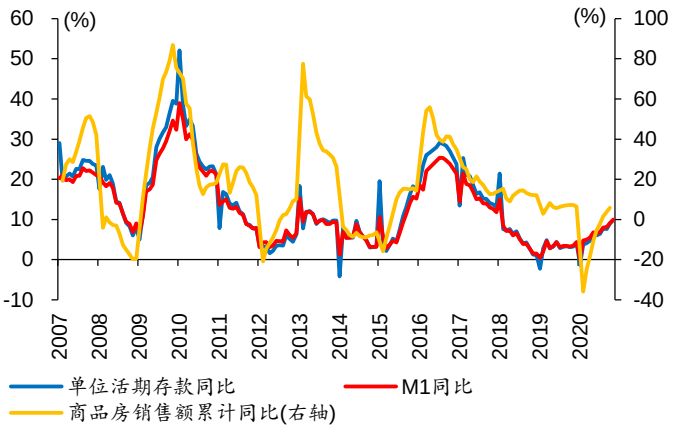
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：定期存款变化，与结构性存款变化存在一定关系



数据来源：Wind、开源证券研究所

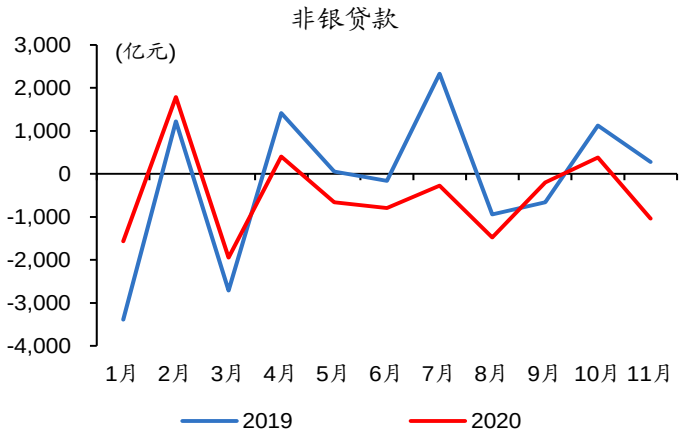
图6：商品房销售与 M1 走势较为类似



数据来源：Wind、开源证券研究所

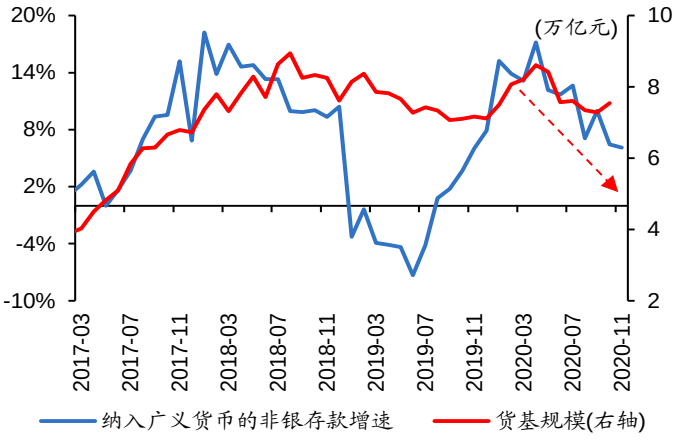
M2 增速变化，或部分受“双 11”、防范资金空转等干扰。11 月，M2 增速较上月提高 0.2 个百分点至 10.7%，而上月回落 0.4 个百分点，或部分与“双 11”对非银存款干扰有关。防风险加强、打击资金空转下，非银金融机构同业往来的收缩，也对 M2 增速产生一定干扰，纳入广义货币的非银存款增速 5 月以来震荡回落，货币基金份额 5 月以来持续下降，非银贷款增量大多数时候低于 2019 年同期。

图7：4 月以来，非银贷款多数时候低于 2019 年同期



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

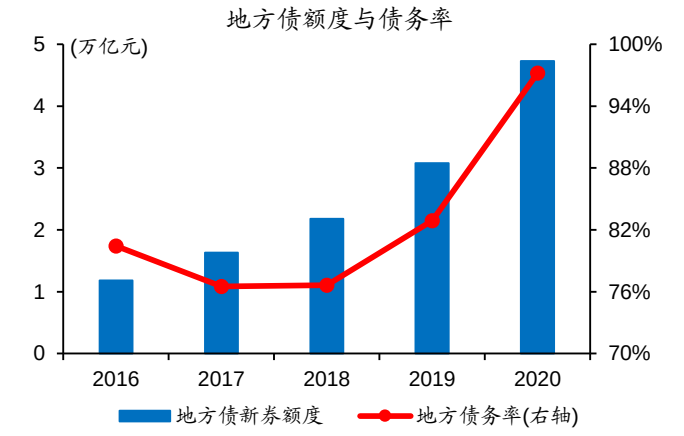
3、 重申观点：2021 年，或为信用“收缩”之年

随着政策逐步“退潮”，信用“收缩”通道已然打开，带来的影响不容忽视。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，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“三条红线”等政策影响。

2021 年，或为信用“收缩”之年，社融增速或回落至 10%左右。政策“退潮”下，杠杆行为的拉动减弱、非标规模的加速收缩等，或成为 2021 年信用收缩的主要驱动力。中性情景下，信用环境的拐点将出现在 2020 年底前后；以社融增速为锚，

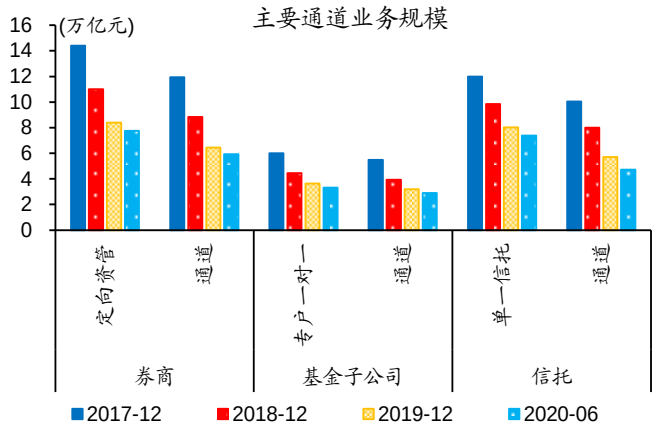
2021 年或将回落至 10%左右，较 2020 年显著回落 3 个百分点左右；M2 增速或将回落至 9%以内，较 2020 年回落 2 个百分点左右（详情参见《抱朴守真》）。

图9：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10：通道剩余规模或超过 13.5 万亿元



数据来源：Wind、资管行业统计年鉴、中证网、开源证券研究所

4、 风险提示

防风险措施升级，信用“收缩”加速。

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