2020 年 11 月 11 日

2021 年，或为信用“收缩”之年

——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

信用修复最快阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道。受杠杆行为减弱、非标收缩和地产调控等影响，2021 年社融和 M2 增速或双双在 10%左右。

● **逻辑一：“后疫情”时代，政府杠杆行为对信用派生的拉动，可能趋于减弱**

随着经济逐步修复、债务约束增强等，政府债券和平台融资放量或较难持续。疫情背景下，政府债券明显放量，地方债、国债和特别国债合计较 2019 年增加 3.6 万亿元至 8.51 万亿元；前 9 个月城投债和基建贷款合计较 2019 年同期增加超 1.4 万亿元。受此影响，地方债务率或抬升至 92%左右、接近 100%预警线，对地方举债空间压制增强。伴随经济逐步修复，特别国债和平台融资，或较难持续扩张。**防风险重视度提升下，地方加杠杆的“冲动”也可能减弱。**7 月政治局会议指出，要“实现稳增长和防风险长期均衡”；财政部等多次强调，加强地方政府隐性债务常态化检查，有效遏制隐性债务增量等。随着政策重心向防风险倾斜，城投债净融资规模回落，募资注明用于“借新还旧”的比例有所回升、3 季度达 82%。

● **逻辑二：随着资管新规过渡期临近到期，非标融资或加速收缩，进而拖累社融**

随着资管新规过渡期临近到期，资管产品收缩压力或趋于加大。资管新规落地后，券商定向资管、单一资金信托和基金子公司专户一对一规模持续收缩，2020 年 6 月末分别较 2017 年末下降 6.7 万亿元、4.6 万亿元和 2.7 万亿元。尽管资管新规过渡期延长至 2021 年底，不涉及监管标准变化，通道业务仍面临较大调整压力。情景分析显示，2020 年下半年至 2021 年，通道产品收缩或在 8-13 万亿元左右。**资管产品收缩，或加速非标融资的收缩。**通道业务大多直接或间接投资非标债权类资产，券商通道业投向委托和信托贷款占比达 22%，如果考虑嵌套，非标融资占比可能更高。通道业务等收缩，或加速非标融资收缩，进而影响信用环境。例如，2018 年委托和信托贷款收缩 2.3 万亿元，拖累社融增速回落超 1 个百分点。

● **逻辑三：地产调控收紧、部分城市销售回归常态，对地产融资影响或逐步显现**

地产调控收紧下，房地产开发贷和债券等融资承压。房地产开发贷、房企债券和居民住房贷款等，是年初以来信用扩张重要因素，其中前 3 个季度房地产开发贷和个人住房贷款合计 4.3 万亿元、占全部贷款的 27%。地产调控收紧、尤其对房企“三道红线”约束，推动房企降杠杆，或拖累部分房地产开发贷和债券等融资。**伴随部分热点城市地产调控效果逐步显现、普通三四线销售回归常态，地产销售对居民贷款的影响或逐步显现。**5 月以来，一线和部分热点二线城市得益于稳增长“外溢效应”等，销售“量价”齐升；普通三线及以下城市在“以价换量”提振下，销售面积也较快修复。8 月以来，部分热点城市调控收紧，对销售的拖累或逐步显现；普遍三、四线城市销售修复最快的阶段或已过去，逐步回归常态。

● **风险提示：**防风险措施升级，机构负债压力上升。

相关研究报告

《宏观深度报告-美国通胀或将归来》-2020.11.10

《宏观经济专题-同业存单利率上行的原因》-2020.11.8

《宏观经济专题-美国大选最新全面跟踪》-2020.11.8

目 录

1、 “后疫情”时代，政府行为对信用派生的拉动或趋减弱 3
2、 随着资管新规过渡期临近，非标收缩拖累或显现 4
3、 地产调控收紧等，对相关融资的影响可能逐步显现 6
4、 研究结论：信用环境年底前后或逐步进入“收缩”通道 8
5、 风险提示 8

图表目录

图 1： 2020 年政府债券、城投债和基建贷款等明显放量 3
图 2： 五大行交运和水利环境贷款增速抬升 3
图 3： 地方债务率的大幅抬升或掣肘地方政府举债空间 4
图 4： 土地成交的回落，或拖累土地财政 4
图 5： 城投债用于“借新还旧”比例有所回升 4
图 6： 前 10 个月委托贷款收缩放缓、表外票据实现净增 5
图 7： 信托贷款以产品到期收缩为主，没有明显加速 5
图 8： 券商定向资管、单一资金信托等规模收缩 5
图 9： 通道业务非标占比较高、面临较大的收缩压力 5
图 10： 券商通道业务主要投放委托、信托贷款等 6
图 11： 2018 年非标收缩拖累社融增速回落 6
图 12： 房地产开发贷增速回落放缓 6
图 13： 前 10 个月房地产债净融资显著高于 2019 年同期 6
图 14： 不满足“三条红线”的上市房较多、带息债务较大 7
图 15： 踩“三条红线”房企带息债务增速更高 7
图 16： 普通低线城市，商品房修复最快的阶段或已过去 7
图 17： 商品房销售影响居民中长期贷款 7
图 18： 中性情景下，2021 年社融存量增速或回落至 10%左右 8

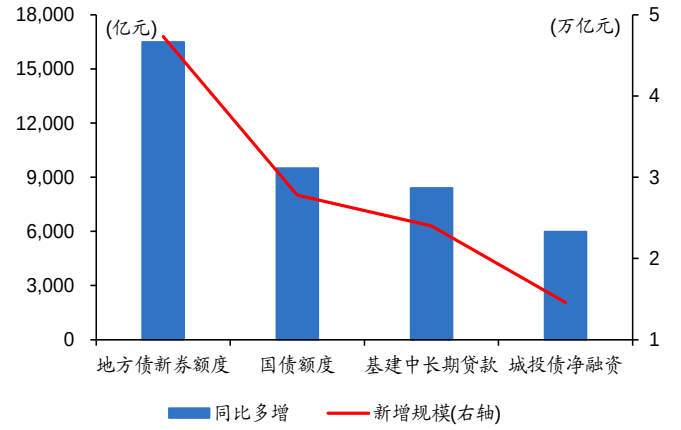
表 1： 7 月以来，政策对地方债务风险的关注明显上升 4

信用修复最快阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道。受杠杆行为减弱、非标收缩和地产调控等影响，2021 年社融和 M2 增速或双双在 10%左右。

1、 “后疫情”时代，政府行为对信用派生的拉动或趋减弱

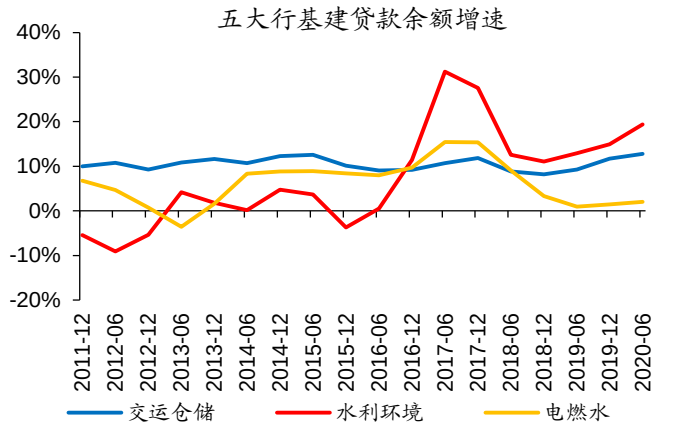
政策托底加码下，政府债券、城投平台融资明显放量。2020 年广义财政赤字明显扩大，专项债、一般债、国债和特别国债合计达 8.51 万亿元，较 2019 年增加 3.6 万亿元，其中专项债和特别国债合计多增 2.6 万亿元。除了政府债券，城投债和基建贷款等融资也大幅增长，前 9 个月城投债净融资和基建中长期贷款分别达 1.5 万亿元和 2.4 万亿元，分别较 2019 年同期增加 5995 亿元和 8408 亿元。

图1：2020 年政府债券、城投债和基建贷款等明显放量[1]



数据来源：Wind、财政部、中国人民银行、开源证券研究所

图2：五大行交运和水利环境贷款增速抬升

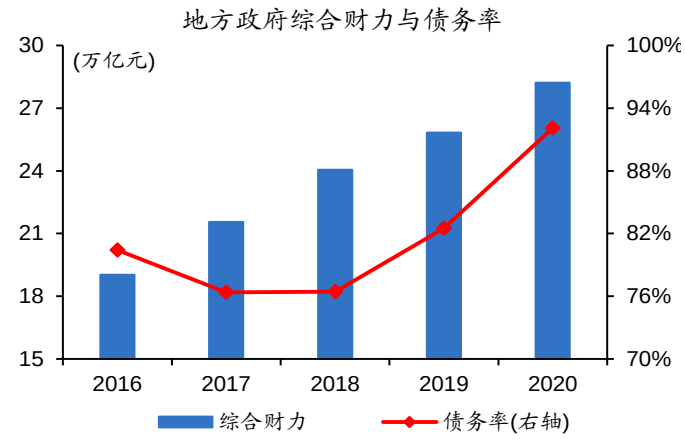


数据来源：Wind、上市银行年报和半年报、开源证券研究所

随着经济逐步修复、债务约束增强，政府债券和平台融资放量或较难持续。截至 9 月底，地方政府债务余额达 25.6 万亿元，较 2019 年底增加 4.3 万亿元；考虑到后续地方债发行与到期，预计 2020 年底地方政府债务余额或达到 26 万亿元左右，对应地方债务率或升至 92%左右、接近 100%的预警线。受土地成交的拖累，地方综合财力整体增长或相对有限；相应地，按照 100%债务率推算的地方债增量空间低于 4 万亿元。伴随经济逐步修复，特别国债、城投债和基建贷款等，可能较难持续扩张。

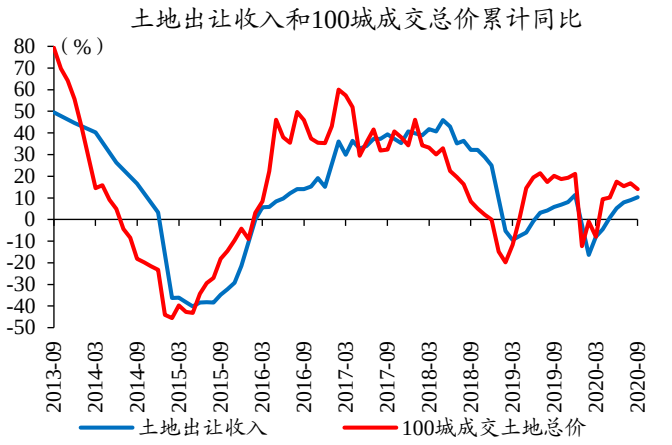
[1] 地方债新券额度、国债额度为 2020 年全年额度，基建中长期贷款和城投债净融资为 2020 年前三季度规模。

图3：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4：土地成交的回落，或拖累土地财政



数据来源：Wind、开源证券研究所

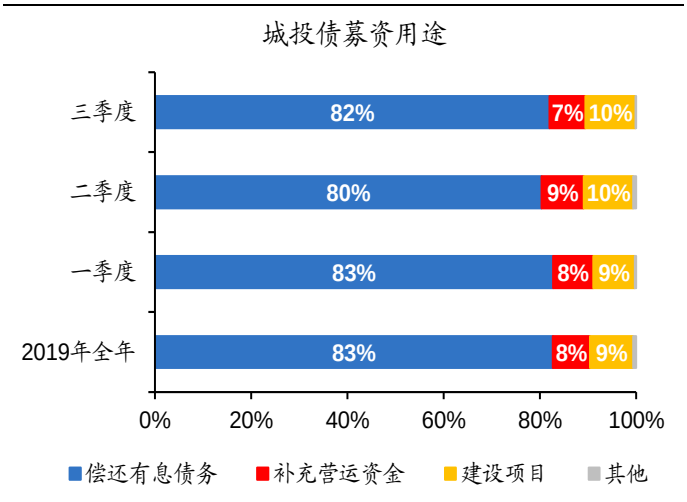
防风险重视度提升下，地方加杠杆的“冲动”可能减弱。7 月中央政治局会议强调，要“实现稳增长和防风险长期均衡”。随后，财政部、监管部门等在多个场合强调，加强 PPP 管理、地方政府隐性债务常态化检查，有效遏制隐性债务增量、严防地方政府债务风险等。随着政策重心向防风险倾斜，城投债净融资规模回落，募资注明用于“借新还旧”的比例有所回升、3 季度达 82%。

表1：7 月以来，政策对地方债务风险的关注明显上升

时间	文件/事件	主要内容
2020年2月	2020年金融市场工作电视电话会议	为经济增长营造良好的货币金融环境；提高货币市场稳健性，进一步缓解小微民营企业融资难融资贵，持续加大金融资源投入，巩固困片成果，确保高质量脱贫，**防范化解地方政府债务风险。**
2020年2月	交通运输部财政部贯彻落实《关于深化农村公路管理养护体制改革的意见》的通知	地方各级财政、交通运输部门要加强资金使用监管，**严格防控债务风险**，公共财政资金实施全过程预算绩效管理，按规定对社会公开，接受群众监督，不断提升资金配置效率和使用效益。
2020年4月	地方政府新增专项债规模和强化对中小微企业普惠性金融支持有关情况发布会实录	对今年新增专项债，允许地方**在符合政策规定和防控风险的基础上**，适当提高用于符合条件的重大项目资本金比例...地方选择项目和中央有关部门审核把关的时候，要求**所有的专项债券项目都必须是合格合规的**，必须符合专项债券管理条件的...**确保在建项目取得实效的同时防范风险。**
2020年7月	中央政治局会议	完善宏观调控跨周期设计和调节，**实现稳增长和防风险长期均衡。**
2020年8月	十三届全国人大常委会第二十一次会议	健全地方政府隐性债务常态化监测机制，统一口径、统一监管，实现对所有隐性债务全覆盖，完善制度建设，堵塞监管漏洞，及时发现和处置潜在风险。指导和督促各地综合采取措施，**稳妥化解隐性债务存量。**强化监管问责，从严整治举债乱象，**有效遏制隐性债务增量。**
2020年8月	《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》	利率下行一致性预期强化后，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。提升金融服务质效...有序处置重点领域突出风险，**实现稳增长和防风险长期均衡。**
2020年9月	关于做好修订后的预算法实施条例贯彻实施工作的通知	要进一步加强地方政府债务管理，严格执行地方政府债务的预算调整、转贷程序，及时开展风险评估和预警工作，**切实防范和化解债务风险。**
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	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、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。**

资料来源：中国政府网、中国人民银行、财政部、开源证券研究所

图5：城投债用于“借新还旧”比例有所回升

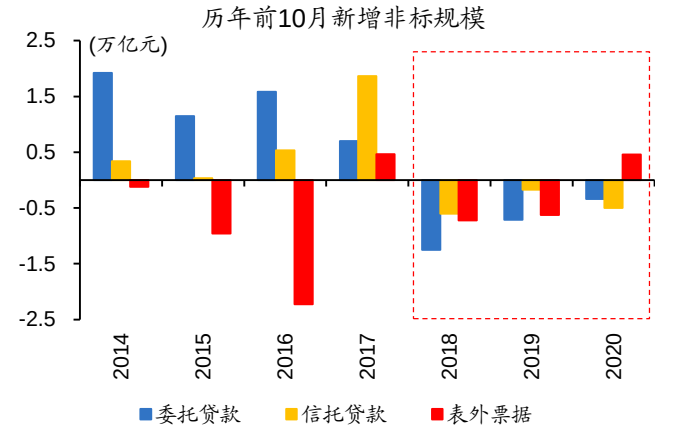


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 随着资管新规过渡期临近，非标收缩拖累或显现

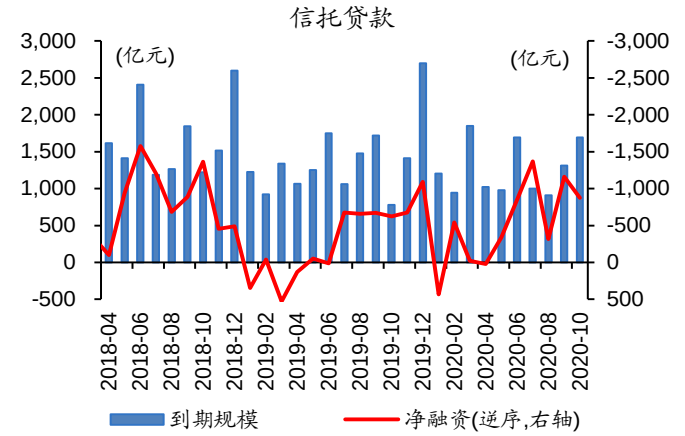
非标融资变化，对信用环境的影响亦不能忽视。本轮信用扩张，除了债券和贷款，非标融资收缩放缓也有贡献，前 10 个月非标融资净收缩 3788 亿元、较 2019 年同期少减 1.1 万亿元；其中，委托贷款和表外票据融资好于 2019 年同期，信托贷款收缩规模略大于 2019 年同期。非标融资收缩的放缓，或与疫情冲击下，资管新规过渡期延长、债务延期偿付和货币流动性宽松等措施有关。

图6：前 10 个月委托贷款收缩放缓、表外票据实现净增



数据来源：Wind、开源证券研究所

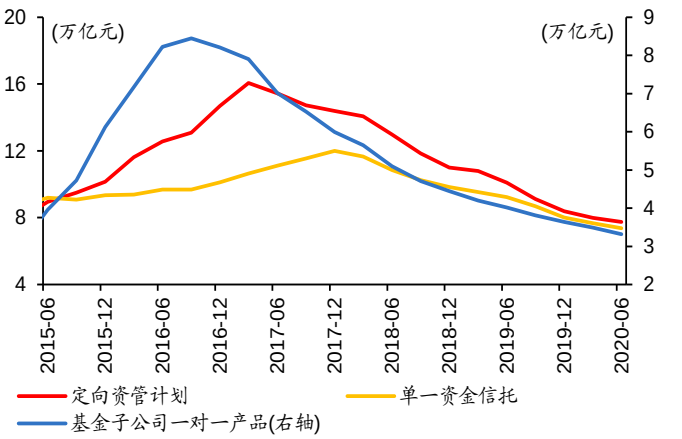
图7：信托贷款以产品到期收缩为主，没有明显加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

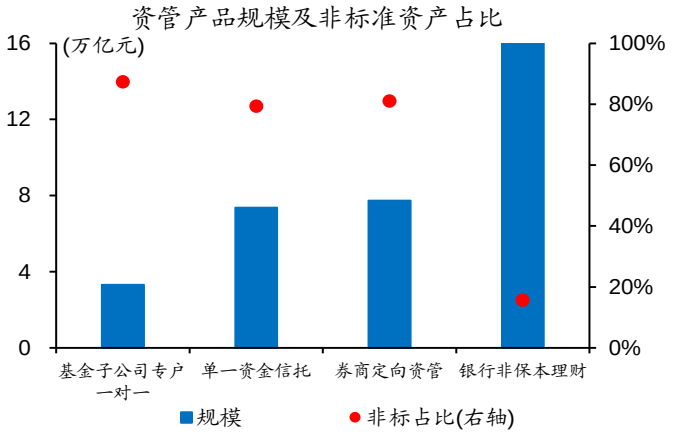
随着资管新规过渡期的临近，资管产品收缩压力或趋于加大。资管新规落地后，券商定向资管、单一资金信托和基金子公司专户一对一规模持续收缩，2020 年 6 月末分别较 2017 年末下降 6.7 万亿元、4.6 万亿元和 2.7 万亿元。尽管资管新规过渡期延长至 2021 年底，不涉及相关监管标准的变动，券商定向资管、单一资金信托等以通道业务为主的产品调整压力较大。情景分析显示，2020 年下半年至 2021 年，券商资管、信托和基金子公司通道相关产品收缩规模或在 8-13 万亿元左右。

图8：券商定向资管、单一资金信托等规模收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

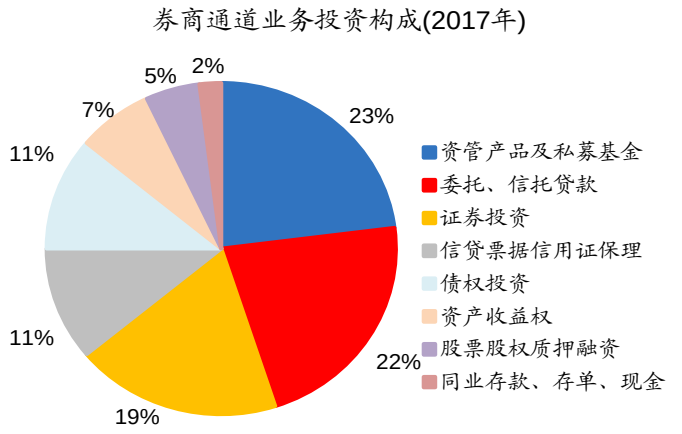
图9：通道业务非标占比较高、面临较大的收缩压力



数据来源：Wind、开源证券研究所

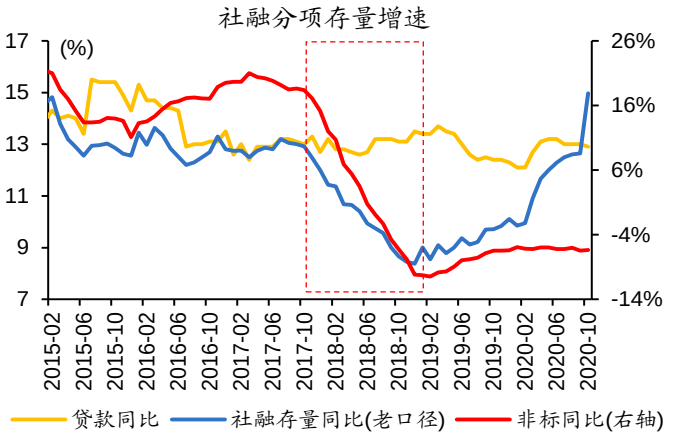
资管产品收缩，可能加速非标融资的收缩。券商资管、信托和基金子公司通道业务，大多直接或间接投资非标债权类资产，2017 年券商通道业投向委托贷款和信托贷款占比达 22%，如果算上多层嵌套的资管产品，非标融资的占比可能更高。通道业务的进一步收缩，或加速非标融资收缩，进而影响信用环境。例如，2018 年委托和信托贷款收缩 2.3 万亿元，拖累社融增速回落超 1 个百分点。

图10：券商通道业务主要投放委托、信托贷款等



数据来源：2017 年资管行业统计年鉴、开源证券研究所

图11：2018 年非标收缩拖累社融增速回落

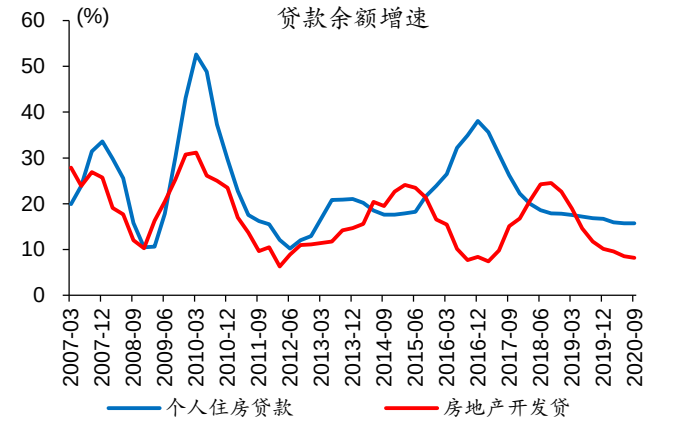


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 地产调控收紧等，对相关融资的影响可能逐步显现

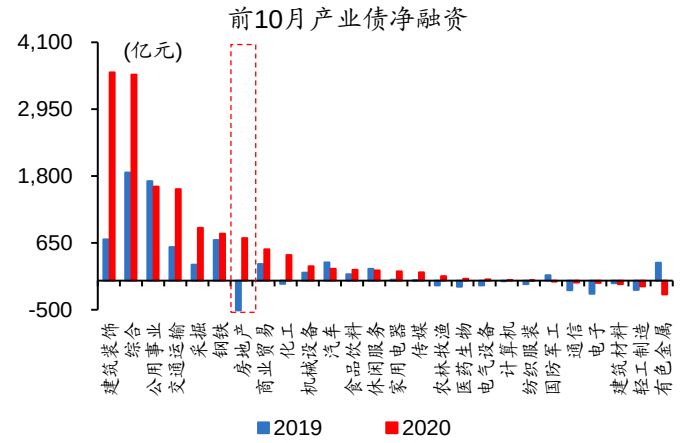
房地产相关融资增长，也是年初以来信用扩张的重要因素。房地产相关融资包括房地产开发贷、房企债券和非标融资、股权融资和个人住房贷款等，其中贷款和债券融资规模较大。房地产开发贷余额增速，自 2018 年 3 季度以来持续回落、但幅度放缓，2020 年三季度较 2019 年底回落 1.9 个百分点至 8.2%，而 2019 年同期回落近 11 个百分点；个人住房贷款增速，前 3 个季度一直保持接近 16%的水平。前 3 个季度，房地产开发贷和个人住房贷款合计 4.3 万亿元、占全部贷款的 27%。房企债券融资明显改善，前 10 个月房地产债净融资 733 亿元，而 2019 年同期净减少 509 亿元。

图12：房地产开发贷增速回落放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：前 10 个月房地产债净融资显著高于 2019 年同期

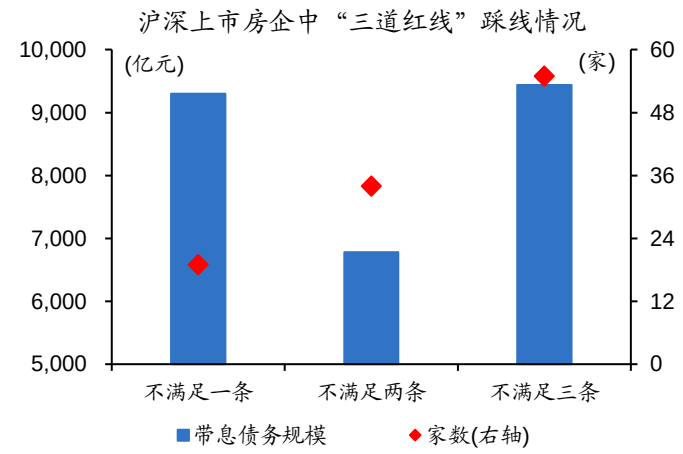


数据来源：Wind、开源证券研究所

随着地产调控收紧，房企降杠杆，或拖累部分房地产开发贷和债券等融资。年中以来，房地产融资监管加强，二季度货币政策执行报告强调，要实施好房地产金融审慎管理制度；8 月住建部和央行召开重点房地产企业座谈会，表示已经形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，对房企杠杆等设定“三道红线”约束。2019 年

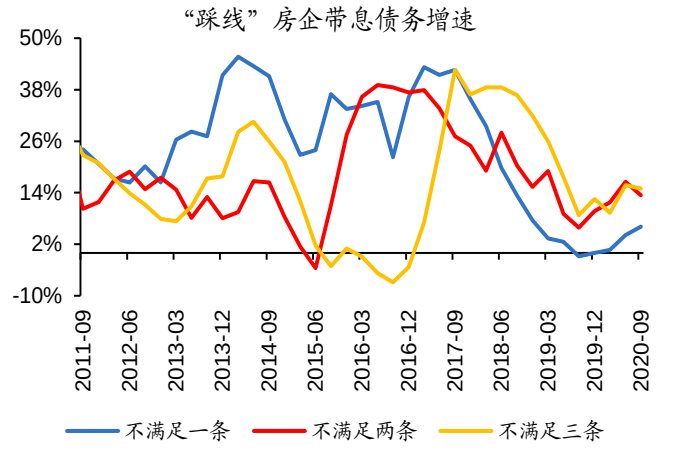
A 股上市房企年报数据显示，“三道红线”[2]中不满足一条、两条和三条的房企分别有 19 家、34 家和 55 家，截至 2020 年 3 季度末的带息债务增速分别为 6%、13%和 15%，后两类显著高于监管要求的 5%和 0%限制。

图14：不满足“三条红线”的上市房较多、带息债务较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

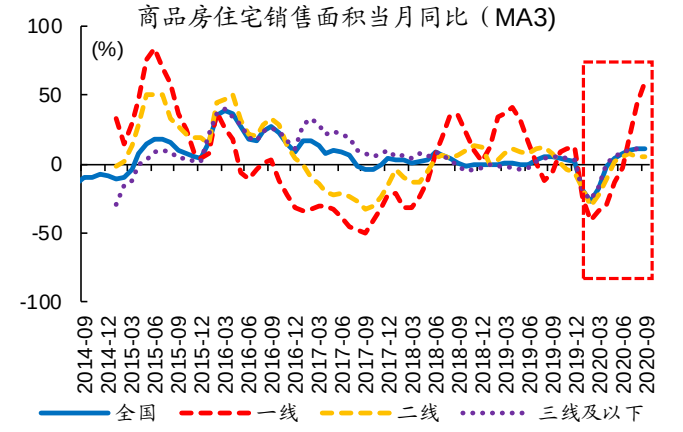
图15：踩“三条红线”房企带息债务增速更高



数据来源：Wind、开源证券研究所

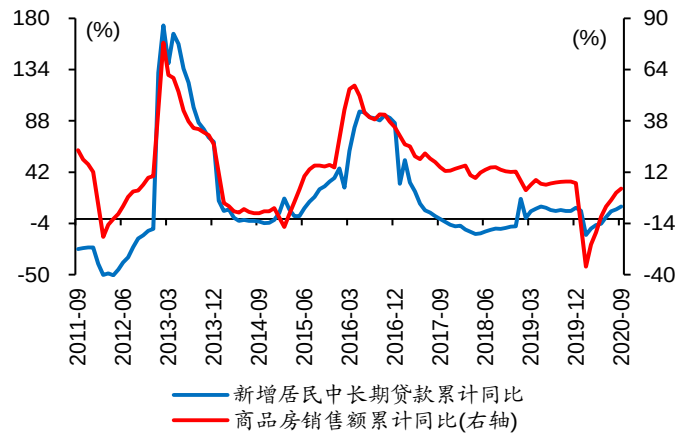
伴随部分热点城市地产调控效果逐步显现、普通三四线销售回归常态，地产销售对居民贷款的影响或逐步显现。5 月以来，商品房销售快速修复，不同地区驱动逻辑不同、修复进度也有差异。一线和部分热点二线城市得益于稳增长“外溢效应”等，销售“量价”齐升，例如一线城市 9 月销售增速高达 82%、前 3 季度累计同比-3%。普通三线及以下城市在“以价换量”提振下，销售面积也较快修复、前 3 季度同比增速达 0.2%。8 月以来，部分前期房价上涨较快的热点城市陆续收紧调控，对销售的拖累或逐步显现；普遍三、四线城市销售修复最快的阶段或已过去，逐步回归常态。

图16：普通低线城市，商品房修复最快的阶段或已过去



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：商品房销售影响居民中长期贷款



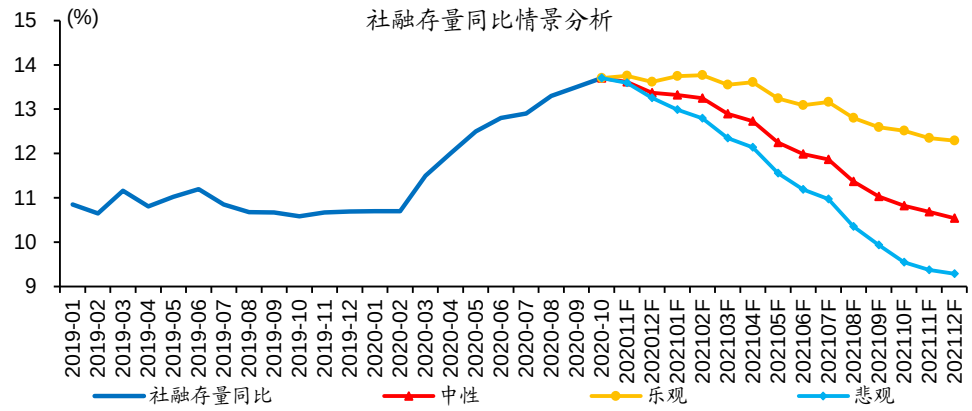
数据来源：Wind、开源证券研究所

综合来看，信用环境修复最快的阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道，2021 年社融和 M2 增速或双双在 10%左右。伴随经济逐步修复、防风险加强，

[2]剔除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、现金短债比小于 1.0 倍。

政府行为对派生的拉动减弱、非标收缩和地产相关融资等，或使导致政府债券、企业债券和非标融资等，成为 2021 年社融重要拖累项。中性情景下，债券和非标融资规模或明显低于 2020 年，而人民币贷款略高于 2020 年，或使得 2021 年社融存量增速回落至 10%左右，拐点可能在 2020 年底前后出现；与之对应，M2 增速也可能在 10%左右。社融和 M2“双十”增速，与转型逻辑相匹配。在总量指标没弹性、结构特征凸显的阶段，不宜再套用传统周期框架进行经济分析和预测。

图18：中性情景下，2021 年社融存量增速或回落至 10%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论：信用环境年底前后或逐步进入“收缩”通道

（1）随着经济逐步修复、债务约束增强等，政府债券和平台融资放量或较难持续，可能使得政府行为对信用派生的拉动趋于减弱。

（2）随着资管新规过渡期临近到期，资管产品收缩压力或趋于加大，进而加速非标融资的收缩、拖累社融增长。

（3）调控收紧下，房地产开发贷和债券等融资承压；随着部分热点城市调控效果逐步显现、普通三四线销售回归常态，地产销售对居民贷款的影响或逐步显现。

（4）信用环境修复最快的阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道。中性情景下，2021 年社融和 M2 增速或双双在 10%左右。

5、 风险提示

防风险措施升级，机构负债压力上升。

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