

2021年10月30日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

liuwenbo@jinxinqh.com



宽信用 or 稳信用？

内容提要

随着专项债发行加快以及政策部署宽信用，年底社融增速企稳的积极因素增多，近期市场对于宽信用讨论增多且分歧较大，本文就宽信用的三要素来分析当前信用扩张的核心约束和堵点，并通过复盘信用扩张的三个步骤来判断当前所处阶段，并对未来信用宽松的时点作出预判。

当前信用收缩进入第二阶段，其驱动由“货币政策收敛”进入“经济放缓背景下的融资需求走弱”阶段，四季度基数逐渐回落+财政后置+政策部署宽信用，社融增速年有望小幅企稳。但宽信用并非一蹴而就，从历史经验看，每一轮信用扩张中，货币政策、融资渠道和融资主体缺一不可，且城投地产作为两大引擎基本都发挥了决定作用。当前货币政策和融资渠道畅通，但融资主体约束是本轮宽信用的核心，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用。

根据历史经验，宽信用往往需要经历三个阶段，从“货币政策调整→金融政策边际放松、基建地产两大融资主体加杠杆→融资需求全面回升、信用扩张”。当前货币政策感受指数连续两个季度回升，而金融政策偏紧下城投地产约束仍强，贷款需求指数仍在回落，信用扩张已进入第一个阶段。房地产政策的边际调整成为预期焦点，次生风险加大下严监管或适度纠偏，但房地产去金融化长期任务下，全国性地产政策明显放松的可能性不大，财政发力+隐性债务监管约束下，基建宽信用效果有限，制造业部门融资也独木难支。

我们认为四季度社融大概率仍处于磨底状态，融资主体缺失下信用易稳难宽。根据领先性线性外推，从三季度票据和企业债券融资率先触底到社融存量增速进入典型扩张期大约还需3-4个季度左右，也即意味着信用转为真正的扩张可能需要等到明年二季度后。

风险提示：经济下行压力超预期，央行直达实体的货币政策工具超预期使用

请务必仔细阅读正文之后的声明

目录

一、信用收缩进入第二阶段，年底企稳因素增多	3
二、信用扩张三要素	6
三、融资主体约束是本轮宽信用的核心堵点	9
1. 房地产去金融化长期任务下调控全面放松的可能性不大	9
2. 财政纪律重塑下隐性债务监管高压约束广义财政扩张	10
3. 企业盈利弱化叠加预期不稳，制造业融资需求独木难支	10
四、宽信用需要几步?	11
1. 货币政策调整	11
2. 金融政策边际放松，基建地产两大主体加杠杆	12
3. 融资需求全面回升	13
重要声明	16

近期市场对于宽信用讨论增多并且分歧较大，有观点认为随着四季度财政发力支撑基建投资、政府债发行加快，以及结构性宽信用的部署，宽信用渐行渐近；而另一些观点认为，地方政府和房地产两大主体严监管约束下，宽信用缺乏承载主体，制造业投资也受限于结构性通胀，信用企稳但难言扩张。

本文就宽信用的三要素来分析当前信用扩张的核心约束和堵点，并通过复盘信用扩张的三个步骤来判断当前所处阶段，并对未来信用宽松的时点作出预判。

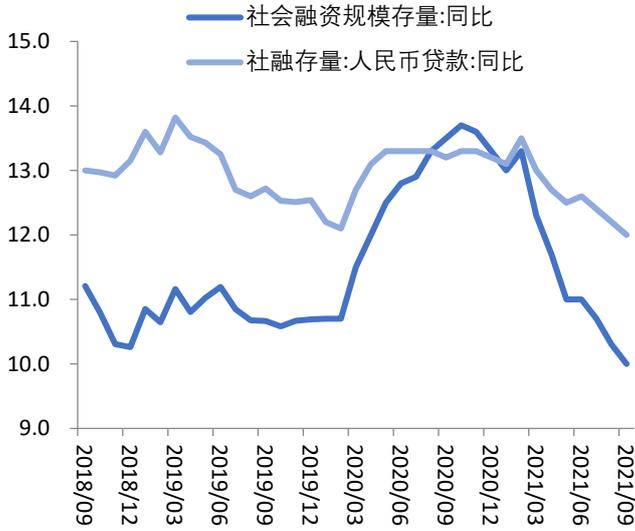
一、信用收缩进入第二阶段，年底企稳因素增多

“高基数+严监管+弱需求”叠加，社融存量增速持续下行，年初以来信用收缩较快。1-9月社融新增24.75万亿元，同比少增接近5万亿元，社融存量同比增速自去年年底高位13.7%回落至10.0%，信用收缩速度偏快。其中收缩政府债券、企业债券融资以及表外信托贷款是今年拖累最大的三个分项，受到去年高基数、今年监管趋严以及财政后置的影响。

三季度以来，信用结构发生一定的变化，企业债券和票据融资同比变化由负转正，而地产严监管及融资需求走弱下居民和企业中长贷持续少增，反映融资条件有所好转而企业融资需求转弱。

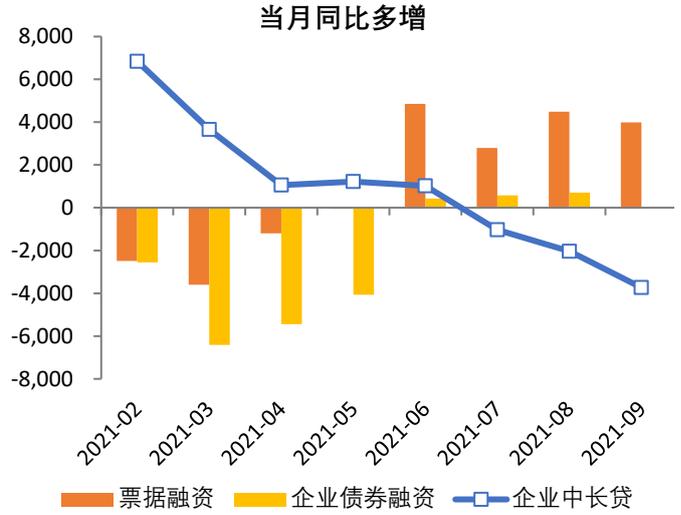
当前信用收缩进入第二阶段，企业债券和票据融资增速触底回升，而企业中长贷增速转为下行，信用收缩驱动由“货币政策收敛”进入“经济放缓背景下的融资需求走弱”阶段。根据历史经验来看，随着信用收缩及经济景气度下行，内生需求走弱，刻画实体融资需求的企业中长贷增速开始回落，而货币政策则从上一轮收敛中开始边际转松，融资条件边际好转，因此对货币环境敏感的债券融资增速结束下行转而触底回升，信用收缩由货币政策收敛驱动进入经济放缓背景下的融资需求走弱驱动阶段。

图 1：年内信用收缩偏快（%）



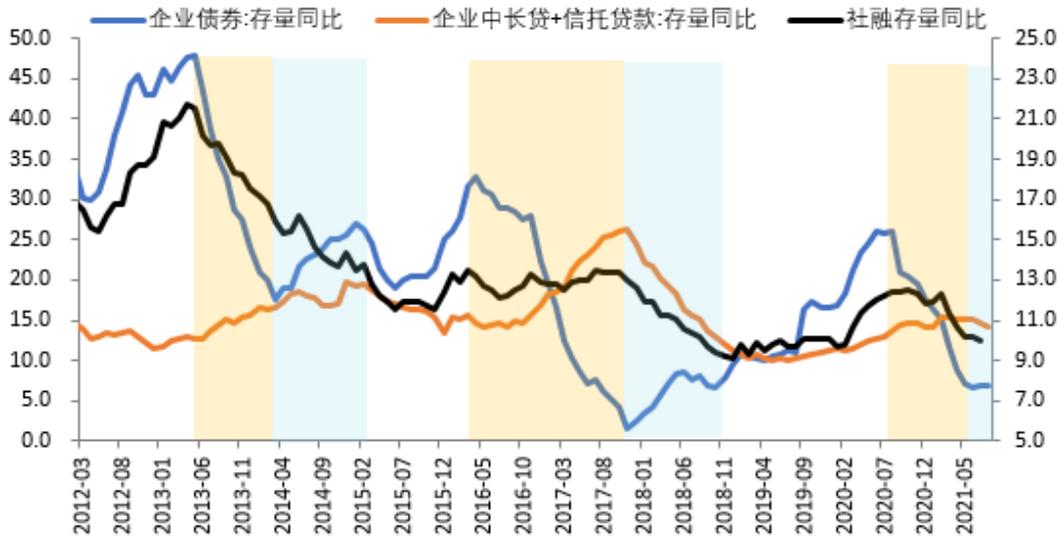
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：实体融资需求走弱（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

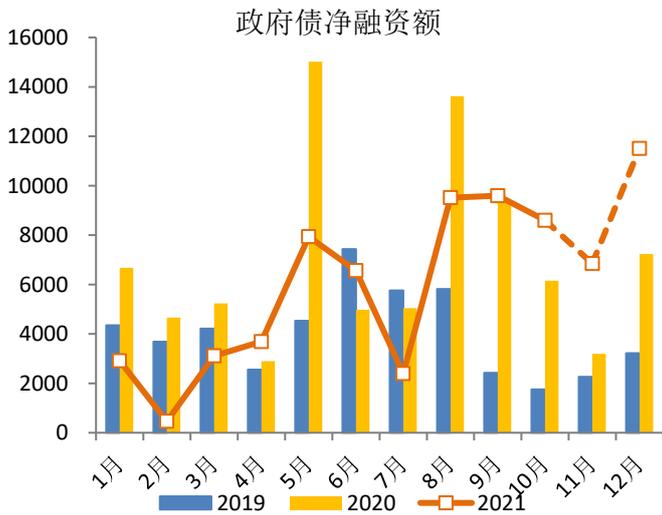
图 3：信用收缩由货币收敛驱动进入经济放缓融资需求走弱驱动阶段（%）



资料来源：Wind，优财研究院

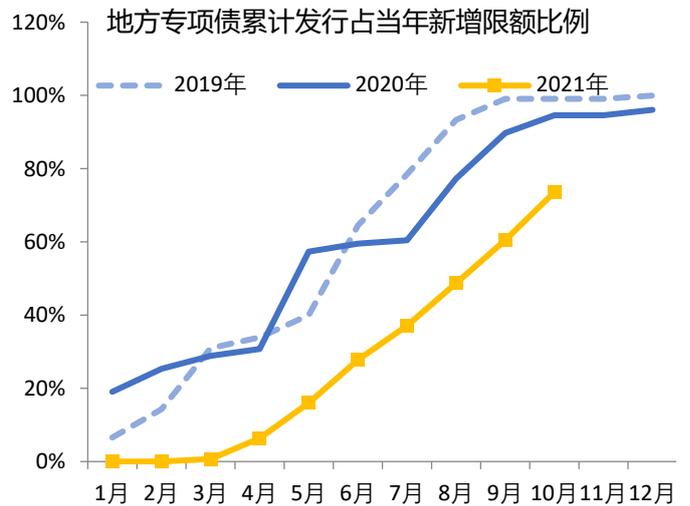
社融年内企稳的积极因素增多，基数回落+财政后置+政策部署宽信用，年底增速或有望小幅企稳。一方面，高基数消退叠加财政后置下政府债加速发行支撑社融同比，当前财政发力迹象开始显现，8月起政府债融资明显加快，年内剩余政府债融资额度较高，四季度同比增量明显加大，社融继续大幅收缩的概率降低。另一方面，宽信用政策积极部署支撑信贷内生动力，8月23日央行提出“信贷平稳增加仍需努力”，9月份央行又新增了3000亿元的再贷款，政策层面的积极应对或对信贷内生动力形成一定支撑。预计年底社融增速或有望小幅企稳，社融存量同比约为10.3%左右。

图 4：政府债四季度净融资同比增量显著（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：专项债发行节奏加快（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：社融增速年底有望小幅企稳（%）



资料来源：Wind，优财研究院

二、信用扩张三要素

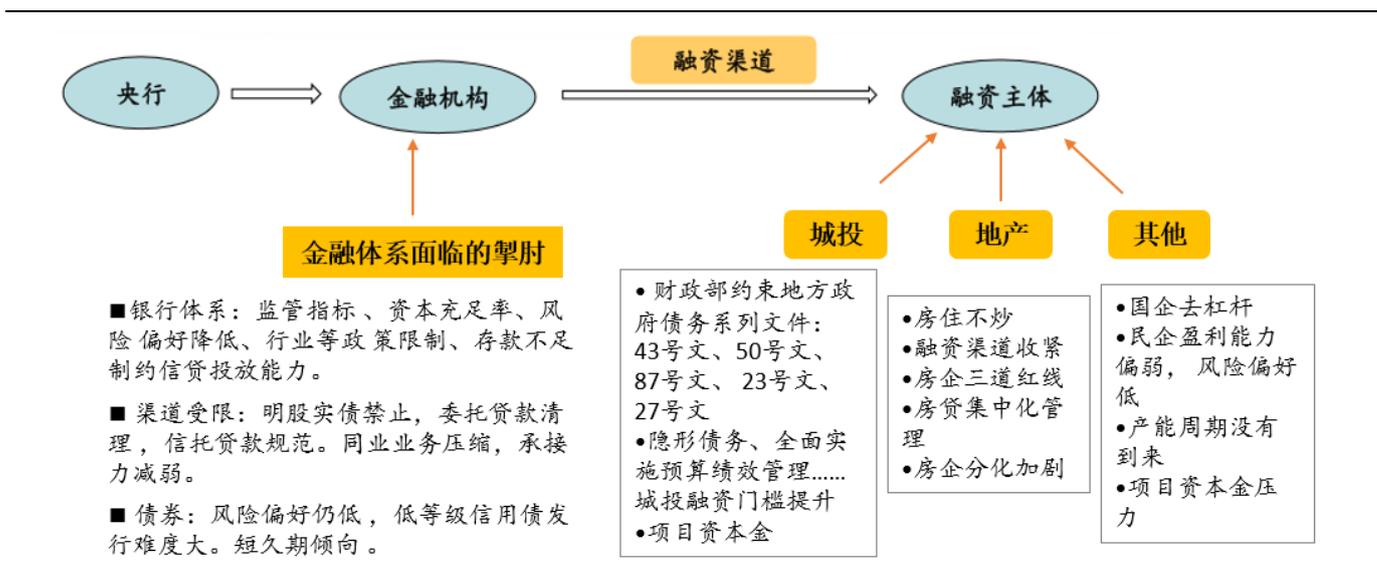
但宽信用并非一蹴而就，社融易稳难宽，从历史经验看，每一轮信用扩张中，货币政策、融资渠道和融资主体缺一不可。完整的信用扩张过程由两个步骤组成，首先，宽货币是宽信用的必要条件，央行通过投放基础货币压低融资利率，激发实体融资需求，并为金融机构提供信用创造的流动性支持；其后，金融机构通过投资债券、非标、贷款等向实体经济输送流动性，要保证第二个步骤能够顺利传导，实体融资需求和银行风险偏好缺一不可，因此宽信用的过程中货币政策、融资主体和融资渠道的畅通是关键。

而且从历史经验来看，城投地产作为两大引擎基本都发挥了决定作用。无论是 2009 年城投模式下地方政府隐性债务迅速扩张、还是 2012 年表外融资提供地产非标资金+城投“明紧实松”、还是 2016 年货币化棚改支撑地产需求+地方政府“政府购

买+产业基金+PPP”融资模式、抑或是 2020 年疫情后货币政策连续降准降息下政府债大规模发行+城投平台融资条件放松+地产小周期回暖，城投和地产都是信用扩张的两大关键主体，并对应基建和地产投资的回升。

2018 年，融资主体和融资渠道的双约束造就了典型的宽信用困局。一方面，融资主体受到约束，需求端两大融资主体房地产和地方政府分别受地产调控以及清理规范地方政府债务监管的约束，财政部严控地方政府隐形债务、“开正门、堵偏门”；另一方面，融资渠道的不畅通也加剧宽信用的难度，资管新规的落地下非标融资快速坍塌，同时经济下行压力决定银行风险偏好下降，叠加资本充足率压力较大，银行信贷投放意愿较低，因而实体企业表外融资也无法顺利转向表内。

图 7：信用扩张过程中货币政策、融资渠道和融资主体缺一不可



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：信用扩张过程中城投地产两大主要引擎都发挥了重要作用（%）

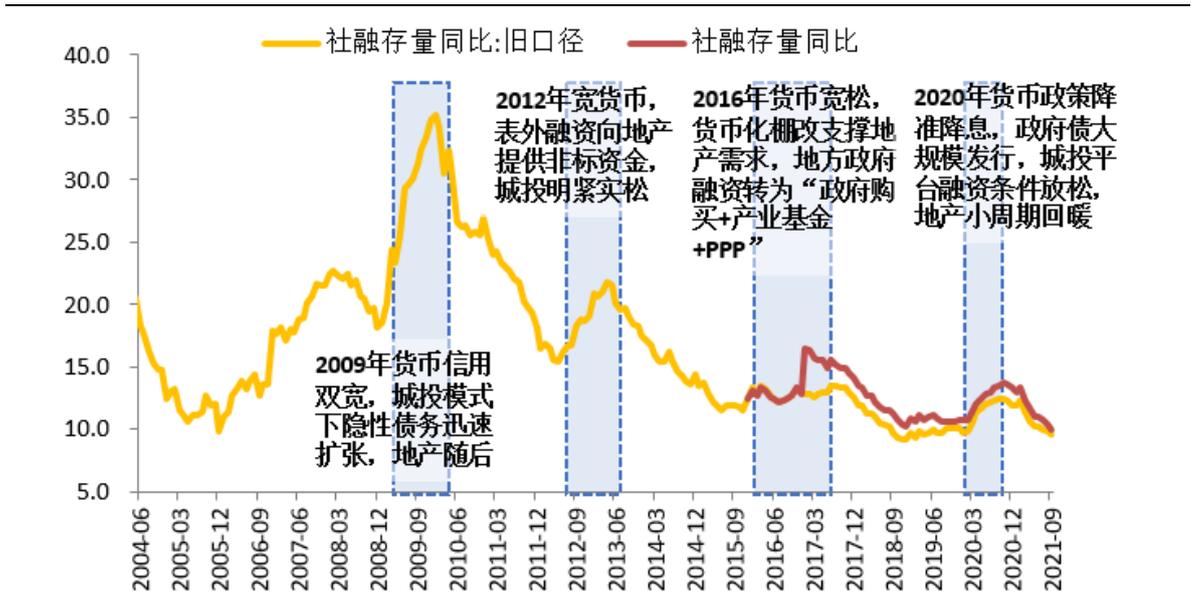
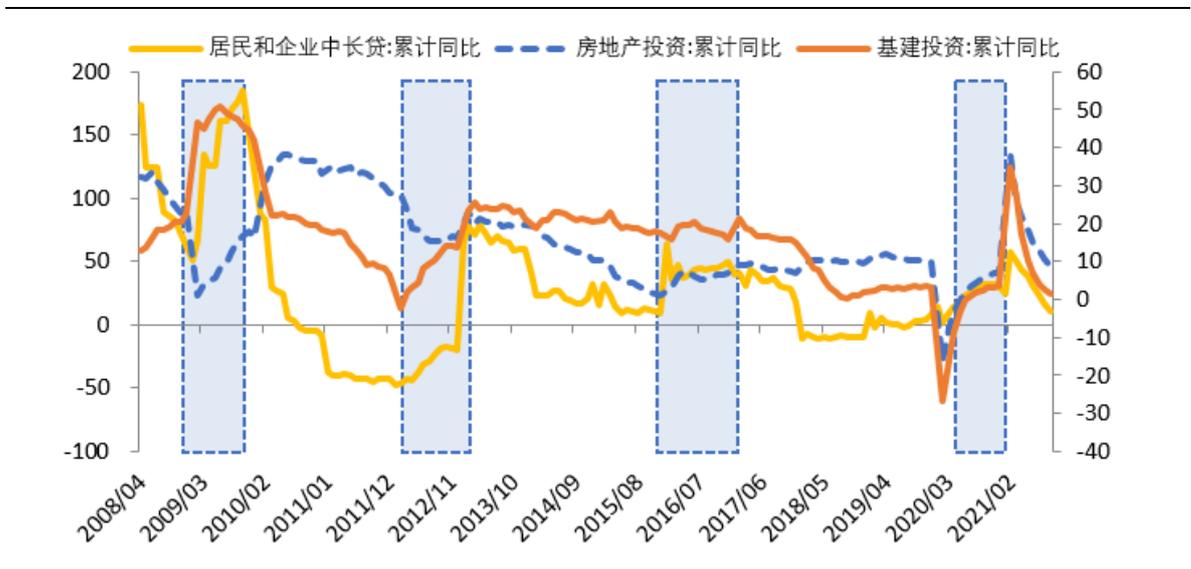


图 9：地产基建发力拉动中长贷回升（%）



三、融资主体约束是本轮宽信用的核心堵点

当前货币政策和融资渠道畅通，但融资主体约束是本轮宽信用的核心，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用。当前货币政策稳字当头、稳中偏松，理财整改和非标压降仍有序进行，并未出现如 18 年非标融资坍塌的局面，同时永续债和资本债也削弱银行资本金约束，实现实体企业表内融资渠道的疏通。年中以来，企业债券和票据融资同比转为多增，反映融资条件有所好转，但融资主体约束是当前宽信用核心环节，房地产、地方政府两大主体约束仍大，在地产城投没有实质性放松前，很难看到趋势性的宽信用。

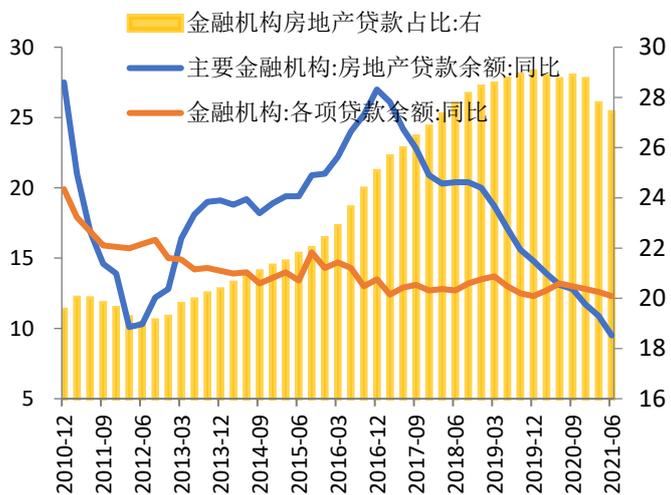
1. 房地产去金融化长期任务下调控全面放松的可能性不大

房地产面临三道红线和房贷集中化管理的核心约束，房地产贷款余额增速加速下滑。自房企“三道红线”政策出台约束房企外源性融资后，年中以来随着地产调控措施的持续加码，房地产市场逐渐趋冷，限购政策升级以及部分城市房贷利率上抬压制市场预期走弱，叠加房贷集中度管理，商品房销售增速快速回落制约内源性销售回款，进一步加剧房企资金来源的压力。主要金融机构房地产贷款余额增速加速下滑，并明显低于各项贷款余额增速，房地产贷款占比也明显回落。

次生风险加大下严监管或适度纠偏，房地产领域融资边际存在一定松动的可能，但房地产去金融化长期任务下，地产政策预计仍将保持定力。当前房地产投资下行压力与政策严监管高度相关，带来经济增速放缓压力的同时，也引发地产行业的信用风险，为避免尾部风险触发系统性风险，在“稳地价、稳房价”的政策目标下地产严监管存在适度纠偏的空间，房地产领域融资边际存在一定松动的可能，居民按揭贷款额度也或有适当放松。从近期政策层面来看，人民银行、银保监会 9 月底也已召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。但“房住不炒”政策方向不改，在共同富裕以及经济结构转型等中长期的政策目标、以及跨周期调控的背景下，监管层对房地产的监管力度并不会出现明显放松，地产政策预

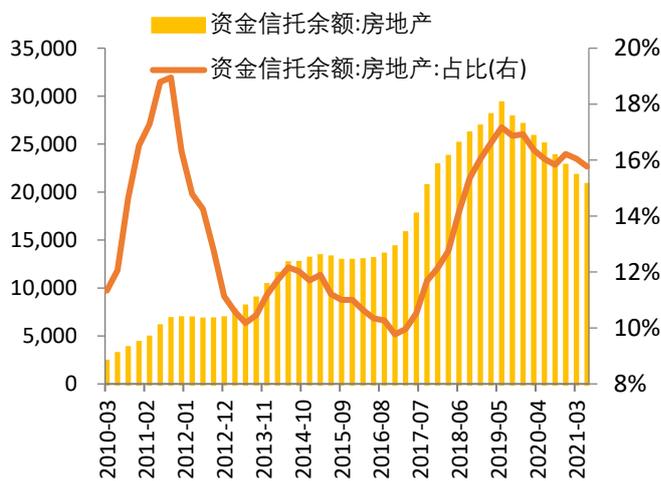
计仍将保持较强定力。

图 10：金融机构房地产贷款增速放缓（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：投向房地产信托余额持续下降（%）



资料来源：Wind，优财研究院

2. 财政纪律重塑下隐性债务监管高压约束广义财政扩张

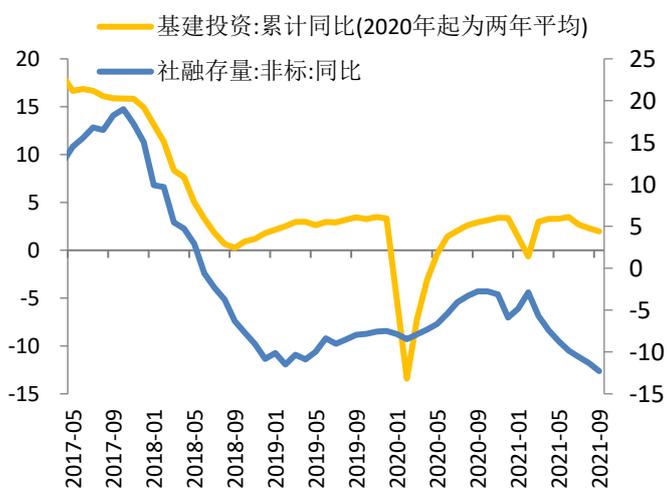
尽管四季度财政有望发力，但财政纪律重塑下隐性债务监管高压仍约束城投投融资、叠加资管新规过渡期进入倒计时，广义财政扩张受限下基建投资托而不举。今年稳增长压力相对较小的背景下，债务防风险地位提升，年内隐债监管高压持续。上半年国发 5 号文强调隐性债务化解问题，提出“把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩”，8 月 18 日财政部副部长许宏才也表示“抓实隐性债务风险化解工作，指导地方统筹各类资金资源，稳妥化解隐性债务存量。”同时金融政策持续偏紧，资管新规过渡期倒计时，非标仍处于稳步压降过程中，广义财政扩张受到明显约束。

3. 企业盈利弱化叠加预期不稳，制造业融资需求独木难支

结构性通胀削弱中下游企业盈利能力，制造业投资改善阻力加大。当前政策强调要加强对制造业和小微企业的信贷支持力度，制造业投资面临产能利用率较高、

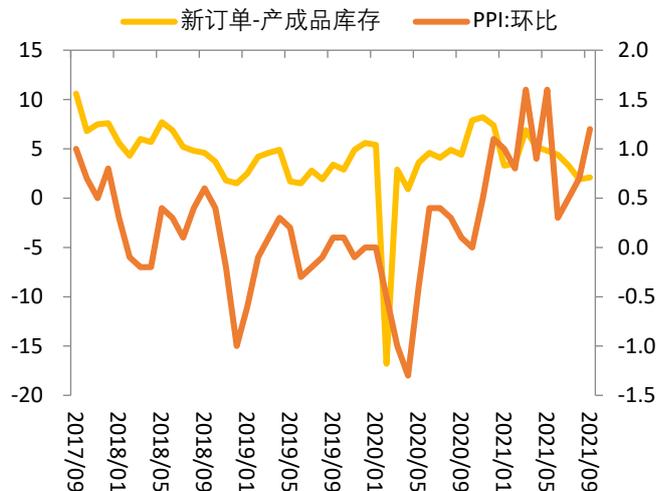
十四五规划、鼓励技改等利好，但结构性通胀下，PPI-CPI 剪刀差持续创新高，上游原材料价格快速上涨加大制造业成本端和利润压力，叠加疫情反复和经济下行压力下制造业企业预期谨慎，制造业投资改善方向不变，但阻力逐渐增大，制造业融资需求独木难支。

图 12: 资金来源约束制约基建投资 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 制造业呈现主动去库存迹象 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、宽信用需要几步?

根据历史经验来看，宽信用往往需要经历三个过程，从“货币政策调整→金融政策边际放松、基建地产两大融资主体加杠杆→融资需求全面回升、信用扩张”。

1. 货币政策调整

货币政策调整往往是宽信用的“领先信号”，随着货币政策感受指数回升，票据融资和债券融资率先回暖，并领先社融同比企稳约 3-4 个季度。首先，货币政策从上一轮收敛中开始边际转松，对应融资条件边际好转，而此时金融政策仍然偏紧，

政策试图以中小微企业及制造业作为宽信用抓手。作为观测指标，我们可以看到货币政策感受指数的回升以及以 R007 为代表的资金利率的下行，而后社融分项中对货币环境敏感的票据融资和债券融资增速也率先触底回升。

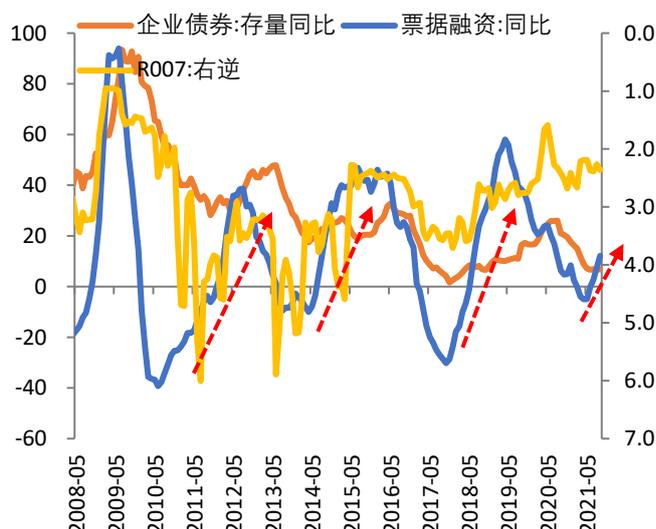
三季度货币政策感受指数连续两个季度回升，反映从央行到银行层面的流动性供给相对充裕，资金利率整体保持平衡，票据融资自年中以来也逐步企稳回升，企业债券融资同比也由负转正，存量增速处于筑底阶段，当前信用扩张已进入第一个阶段。

图 14: 货币政策感受指数回升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 票据融资和债券融资增速率先回升 (%)



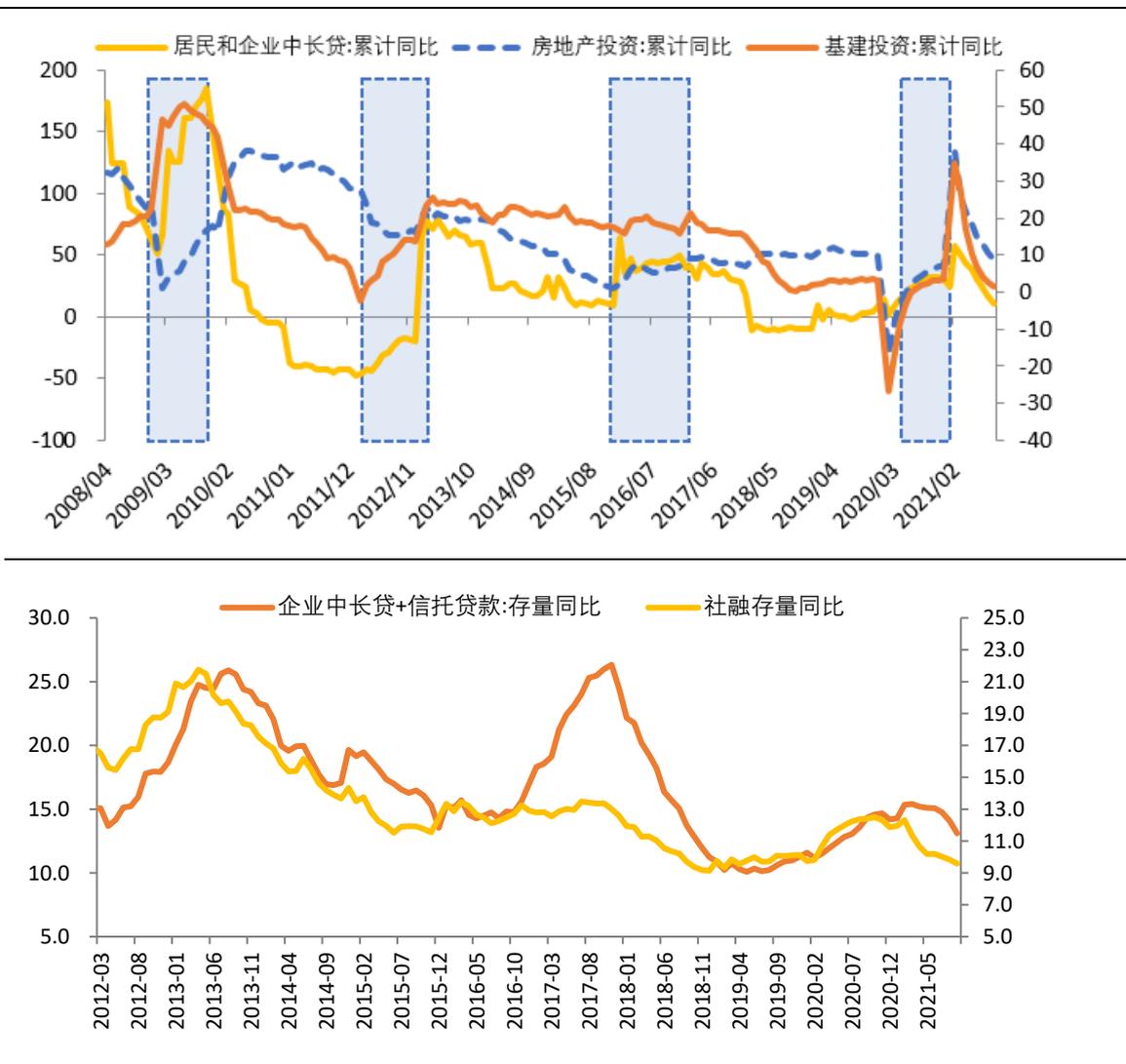
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 金融政策边际放松，基建地产两大主体加杠杆

基建和地产两大融资主体加杠杆通常是社融见底的“同步信号”，随着金融监管政策逐步放松+逆周期调节加码，地产+基建成为信用的加速器。在货币政策调整后，对货币环境敏感的票据融资和债券融资增速触底回升，但此时经济景气度仍处在下行阶段，内生融资需求仍在走弱，企业中长贷增速持续下行。随着经济下行压力的进一步加大，政策开始转向逆周期调节，通过基建发力加杠杆+地产调控转向灵

活及房贷利率下行，地产城投企业融资走高拉动信用企稳回升。

图 16：基建+地产两大融资主体加杠杆是社融见底的“同步信号”（%）



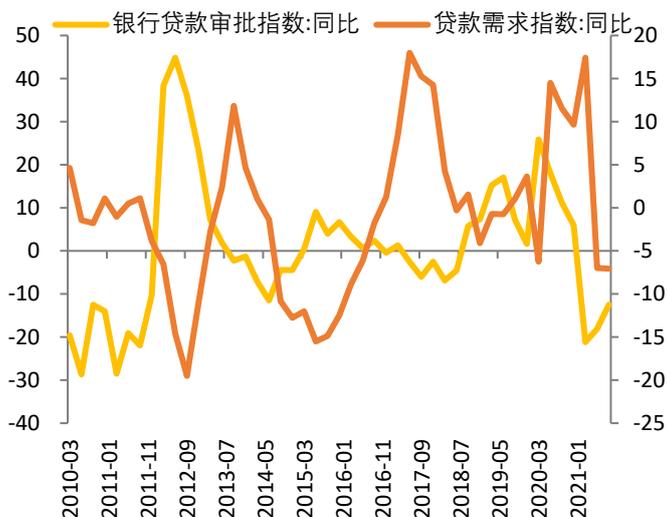
资料来源：Wind，优财研究院

3. 融资需求全面回升

随着逆周期调节政策的发力，基建+地产两大主体加杠杆，带动融资需求的全面回升，宏观经济也逐步企稳，微观企业活力修复下 M1 和 PMI 也见底回升。随着票据融资回升约 3-4 个季度后，企业活期存款逐步改善，微观企业流动性的修复也带动 M1 见底反弹，宏观经济也显现逐步企稳迹象，融资需求全面回升。

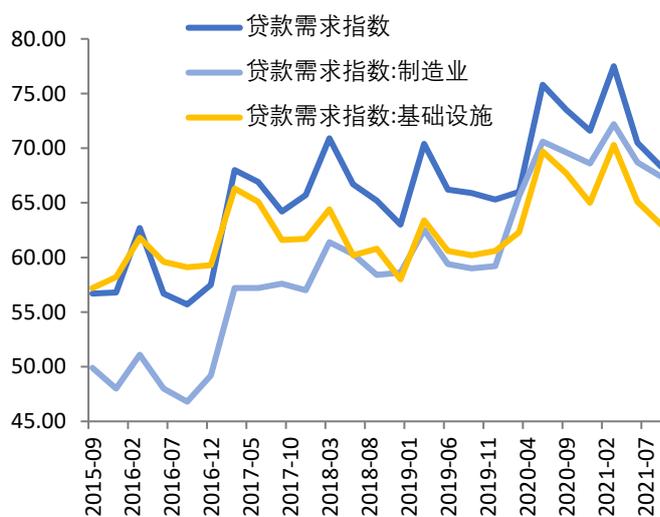
当前货币政策感受指数连续两个季度回升，而金融政策偏紧下城投地产两大主体约束仍强，贷款需求指数仍在回落，信用扩张已进入第一个“货币政策调整”阶段。实体融资需求仍然偏弱，一方面地产调控政策继续压制房企加杠杆，另一方面，隐性债务监管约束仍在、叠加跨周期调节政策尚未显现，财政发力到基建融资存在一定时滞。

图 17：贷款需求仍在回落（%）



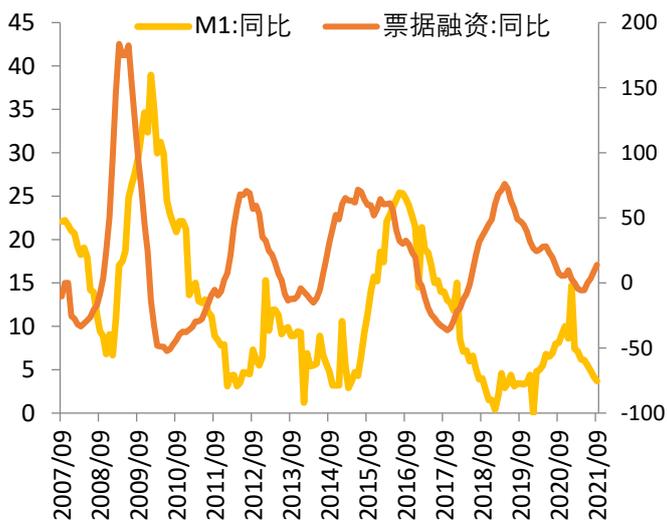
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：基建制造业贷款需求指数下行（%）



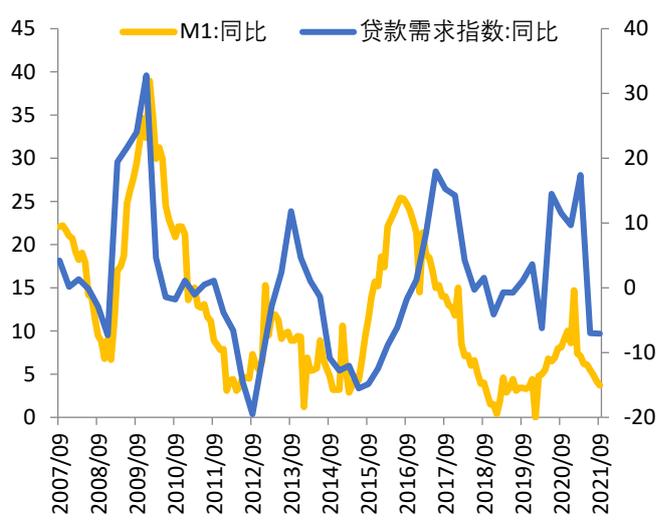
资料来源：Wind，优财研究院

图 19：M1 滞后票据融资 1 年左右企稳（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 20：贷款需求指数 VS M1（%）



资料来源：Wind，优财研究院

近期房地产金融政策的边际调整成为预期焦点，次生风险加大下严监管或适度纠偏，但房地产去金融化长期任务下，全国性地产政策明显放松的可能性不大，大概率仍是在因城施策的框架中微调。财政发力下基建投资的回升将是信用宽松的主要着力点，但隐性债务监管约束仍强下宽信用效果有限，尽管当前对于制造业以及小微企业政策着力也颇多，但在城投地产两大主体加杠杆约束下，制造业部门融资也独木难支。

四季度政府债发行加快，财政逐渐发力，对社融积极因素增多，但我们认为社融大概率仍处于磨底状态，社融企稳的积极因素增多，但在融资主体缺失下，信用易稳难宽。根据领先性线性外推，从三季度票据和企业债券融资率先触底到社融存量增速进入典型扩张期大约还需 3-4 个季度左右，也即意味着信用转为真正的扩张可能需要等到明年二季度后。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>