

信贷宽松是否代表信用宽松？

——解答市场近期四个核心关切

核心观点

预期差：本篇报告旨在解答市场近期核心关切的四个问题，1、观察信用状况主要看信贷增速、社融增速还是 M2 增速；2、实体信贷需求不足的情况下，央行宽信用是否能有效实现信贷释放；3、近期信贷趋稳是否会带来社融增速的快速拐头；4、为什么我们坚定看 10 年期国债收益率年内最低可降至 2.5% 左右水平及股债双牛。

对于上述问题，我们认为：

1、观察信用状况核心看社融增速，社融代表实体部门从金融体系获取的全部资金，更具代表性，因此需区分“信用”与“信贷”的差异，信贷宽松并不代表信用宽松；

2、即使实体需求有所走弱，宽信用政策仍有助于维稳信贷。我们以情形相似的 2012 年作类比，彼时贷款需求指数大幅回落，但央行降准使得信贷增速波动回升，结构上看，1-5 月主要体现为冲票据，6 月后主要投放短期贷款，我们由此预计当前及未来一段时间的信贷结构也将与之相似，信贷增量有望趋稳并维持同比多增，但结构可能相对较差。7 月降准时，我们调高了 2021 年全年新增信贷规模至 21 万亿，（年末增速 12.2%，截至 7 月为 12.3%），目前央行政策基调也正在验证我们的判断，其对应的 8-12 月剩余增量为 7.16 万亿，去年同期为 6.56 万亿，则同比多增 6002 亿元，平均每月同比多增 1200 亿元；

3、本轮信贷趋稳较难带来社融的快速反弹，目前仍在信用收缩的尾声，社融增速未来仍有下行空间，预计 8、9 月增速降至 10.3% 左右。目前社融数据的结构性支撑来自信贷和政府债券，但社融也有拖累项，主要是信托贷款、未贴现银行承兑汇票及企业债券，因此当前信贷宽松不会带来信用宽松；

4、我们坚持股债双牛观点。我们预计下半年 10 年期国债收益率有望触及 2.5% 左右的主要原因有：①三、四季度名义 GDP 增速大概率是下行的趋势，②预计年内仍有降准及定向降息，碳减排工具定向降息利好利率债市场，③正如上文所分析的，当前仍在信用收缩的收尾阶段，当前货币政策转向体现为“宽货币+紧信用”的组合，对应“债牛”逻辑，目前社融增速-M2 增速剪刀差也在下行通道中，从历史相关度看，此剪刀差对 10 年期国债收益率映射清晰，也意味着 10 年期国债收益率仍有下行空间。进一步，无风险收益率继续下行将带动科技成长股发力，形成股债双牛。

风险提示：经济下行压力加剧，央行宽信用加码，表内信贷大幅超预期可能扰动社融数据。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

1. 观察信用状况主要看信贷增速、社融增速还是 M2 增速？	3
2. 实体信贷需求不足的情况下，央行宽信用是否能够有效实现信贷释放？	4
3. 近期信贷趋稳是否会带来社融增速的快速拐头？	6
4. 为什么我们坚持股债双牛观点判断？	8
5. 风险提示.....	9

图表目录

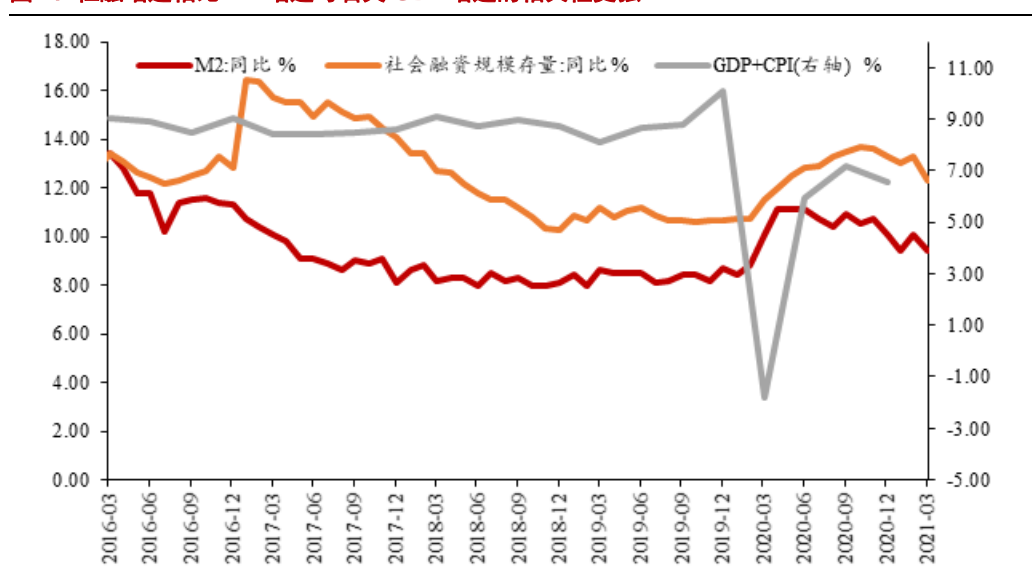
图 1：社融增速相比 M2 增速与名义 GDP 增速的相关性更强	3
图 2：贷款需求指数有见顶回落迹象	5
图 3：2021 年 Q2 结构上基建、小企业贷款需求回落幅度较大	5
图 4：2012 年贷款需求指数大幅回落，信贷增速波动反弹	5
图 5：2012 年是中长期贷款占比最低的年份	6
图 6：月度数据看，1-5 月主要靠票据，6 月后主要靠短期贷款	6
图 7：2021 年地方政府专项债月净融资规模	7
图 8：2021 年国债+地方政府债月净融资规模	7
图 9：社融信托贷款、未贴现票据项目净增量预计持续低迷	8
图 10：不同“货币”+“信用”组合形态下债券市场的表现	9
图 11：社融-M2 剪刀差与 10 年期国债收益率走势相关度高	9

1. 观察信用状况主要看信贷增速、社融增速还是 M2 增速？

社会融资规模存量是指一定时期末实体经济（非金融企业和住户）从金融体系获得的资金余额，因此，相比信贷仅代表实体部门从银行体系获取的间接融资，社融包含了其从金融系统获取的更为全面的资金来源，社融增速走势对于表征信用状况更为有效。社融结构中，信贷占比最大，此外为政府债券和直接融资，2020 年全年，社会融资规模增量累计为 34.86 万亿，其中，信贷新增 20.18 万亿，占比 58%，政府债券新增 8.34 万亿，占比 24%，直接融资 5.34 万亿，占比 15.3%，其中企业债券融资 4.45 万亿，占比 12.8%。

此外，社融增速是央行的数量型中介目标之一，这也是社融增速较信贷增速更为重要的原因。社融增速与另外一项中介目标 M2 增速的核心差异在于统计角度不同，根据社融的定义，社融统计的是实体部门负债端，而 M2 作为广义货币，统计的是银行的负债端，仅从银行存款的角度出发，未考虑实体部门从非银行类金融机构或通过直接融资等渠道获取的资金。两者有共同的影响因素如银行的信贷投放、政府债券发行等，但若融资活动未影响到银行资产端配置行为，则也不会形成存款派生，不会影响 M2。也正因如此，社融增速与名义 GDP 的相关性逻辑上也较 M2 增速更强，相比 M2 增速，社融增速也是衡量信用状况更好的指标。

图 1：社融增速相比 M2 增速与名义 GDP 增速的相关性更强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 实体信贷需求不足的情况下，央行宽信用是否能有效实现信贷释放？

7月30日，人民银行召开2021年下半年工作会议，提到“引导贷款合理增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”，这是在M2、社融增速同名义GDP增速基本匹配的前半句首次增加“引导贷款合理增长”表述，我们在当天的点评报告《从人行半年度会议看定向降息》中重点提示这意味着未来稳定社融更多地会依赖信贷，即社融结构中信贷占比可能有所提高。

8月23日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，对后续信贷安排，会议明确提出“衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。要坚持推进信贷结构调整，加大对重点领域和薄弱环节的支持，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体。要促进实际贷款利率下行，小微企业综合融资成本稳中有降。要继续推进银行资本补充工作，提高银行信贷投放能力”，不仅强调稳定信贷增长，且继续明确重点投向。

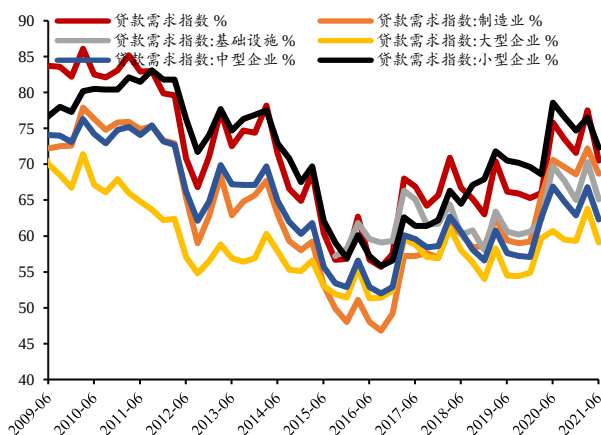
我们认为信贷增速后续趋稳的概率较大，每月增量也将是同比多增的特征。实际上，通过表内信贷扩张，能够起到对冲社融中除信贷外其他项目回落压力的作用，尤其是信托贷款、未贴现票据及企业债券。

目前市场担忧的核心问题是，即使信贷供给额度较为充足，但实体信贷需求不足，是否会拖累信贷投放效果，我们认为实体需求回落不会影响信贷总量，只会影响信贷结构，政策维稳下，信贷总量可能趋稳，但结构上仍将表现为票据放量、占比提高，企业中长期贷款比重或有回落，信贷结构不佳。

贷款需求指数体现当前实体需求有所转弱。人民银行每个季度银行家问卷调查披露的贷款需求指数是反映银行家对贷款总体需求情况判断的扩散指数，指数在50%以上反映该项指标处于向好或扩张状态，反之则处于变差或收缩状态。贷款需求状况存在一定的季节性，最鲜明的特征是每年一季度季节性走高，反映出年初项目开工的旺盛资金需求，但其整体走势仍主要取决于经济基本面形势。近四个季度以来，数据呈现见顶回落的特征，2021年二季度，综合指数降至70.5%，同比低5.3个百分点，行业结构上看，基建指数和制造业指数分别为65.1%和68.7%，基建弱于制造业，同比分别降4.6和1.9个百分点；按企业规模看，大型、中型、小型企业指数分别为59.1%、62.3%和72.3%，同比分别降1.6、4.6和6.3个百分点，中型、小型企业的下行幅度更大，但绝对值看仍是中小企业更强。

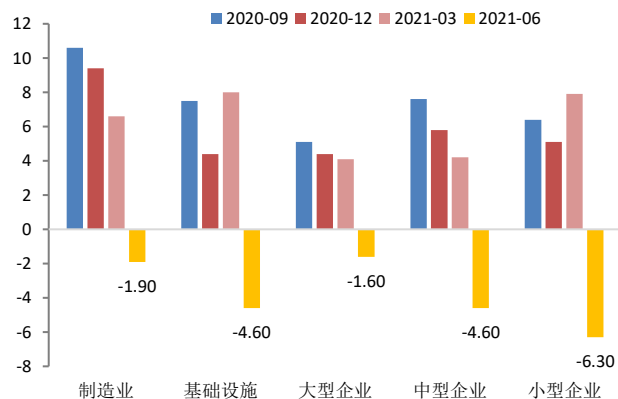
但是政策维稳意图清晰，我们认为即使信贷需求有所走弱，政策着力支持的重点领域如制造业、民营小微、绿色领域等部门及此前未得到有效满足的结构性需求仍可实现信用释放。我们认为当前及未来一段时间的信贷总量和结构特征将与2012年较为相似，2012年贷款需求指数下行的同时信贷增速持续上行，信贷结构上，1-5月主要靠冲票据，6月后主要做短期贷款。

图 2：贷款需求指数有见顶回落迹象



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

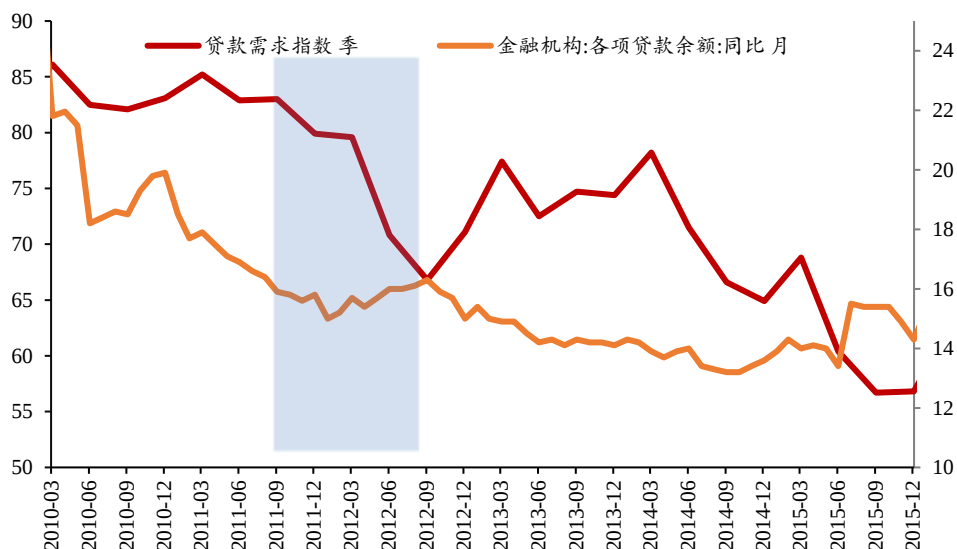
图 3：2021 年 Q2 结构上基建、小企业贷款需求回落幅度较大



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

回顾 2012 年前后的经济环境，2011 年 9 月后，全球经济复苏的不稳定性和不确定性再度增大，特别是欧债危机进一步加剧，国际金融市场出现新一轮动荡。同时，我国经济内生增长动力不足，国内经济放缓，部分企业生产经营困难加大。针对此情况，央行于 2011 年 11 月 30 日宣布降准 0.5 个百分点，结束了 2010 年 1 月以来的升准进程，2012 年 2 月和 5 月再次降准。虽然货币政策转向宽松，但实体经济面临下行压力，贷款需求指数仍在走弱，2011 年 12 月指数为 79.9%，至 2012 年 9 月已经降至低点 66.8%，而信贷增速波动上行，自 2012 年 1 月低位 15% 升至 2012 年 9 月达到峰值 16.3%。

图 4：2012 年贷款需求指数大幅回落，信贷增速波动反弹



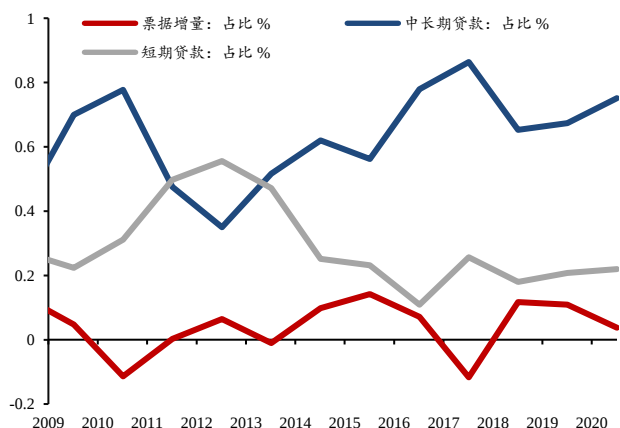
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

具体看信贷投放结构，2012 年全年新增贷款 8.2 万亿，其中中长期贷款、短期贷款及票据三项增量分别为 2.87 万亿、4.56 万亿及 5312 亿，占比分别为 35%、55.6%和 6.5%，这是 2007 年至 2020 年间中长期贷款新增规模占整体信贷比重最低的年份，反过来也是短期贷款、票据融资规模超预期的年份。具体到月度数据，2012 年前 5 个月信贷结构中票据占比大幅走高，2010、2011 年票据占比多数时间在负值区间，2012 年 1 月占比 1%，至 4 月大幅上行达到峰值 35.3%，5 月仍占比 29.3%处于较高水平；与之相对应的中长期贷款占比在当年 1 月为 47.6%，4 月为 27.8%、5 月为 34%。6 月后，短期贷款占比大幅走高，对票据形成了替代，至 2012 年 12 月，票据占比降为-41.8%，长期贷款也受到挤压占比 18%，而短期贷款大幅走高达到 122.5%。

我们认为形成这样信贷结构的原因在于，当实体经济走弱而央行提供的信贷额度较多，票据的灵活性更强，银行短期内往往会通过冲票据的方式将信贷额度用尽，但随着经济下行压力逐渐加大，实体经济贸易活动减少，票据需求也有所走弱，银行转而增加短期贷款以满足实体部门短期资金周转需求为主。

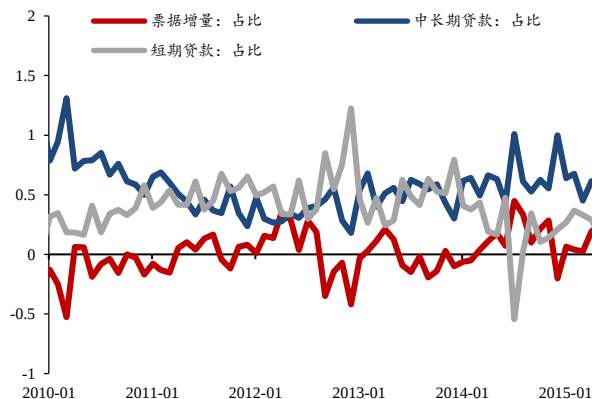
总体看，我们预计当前及未来一段时间的信贷结构也将与之相似，信贷增量有望趋稳并维持同比多增，但结构可能相对较差。7 月降准时，我们调高了 2021 年全年新增信贷规模至 21 万亿，（年末增速 12.2%，截至 7 月为 12.3%），目前央行政策基调也正在验证我们的判断，其对应的 8-12 月剩余增量为 7.16 万亿，去年同期为 6.56 万亿，则同比多增 6002 亿元，平均每月同比多增 1200 亿元。

图 5：2012 年是中长期贷款占比最低的年份



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：月度数据看，1-5 月主要靠票据，6 月后主要靠短期贷款



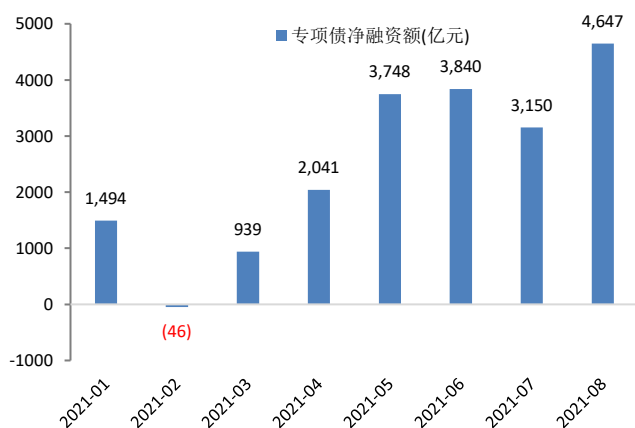
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3. 近期信贷趋稳是否会带来社融增速的快速拐头？

本轮信贷趋稳较难带来社融的快速反弹，目前仍在信用收缩的尾声，社融增速未来仍有下行空间。目前社融数据的结构性支撑来自信贷和政府债券，信贷数据企稳来自央行政策驱动，政府债券发行受财政政策影响在 8 月有所加速，从目前专项债发行进度看，后续也将对社融数据构成支撑。截至 2021 年 8 月末，地方政府专项债净融资额为 1.98 万亿，占全年额度 3.47 万亿的 57%，5 月份发行有所加速，8 月净融资突破 4000 亿，我

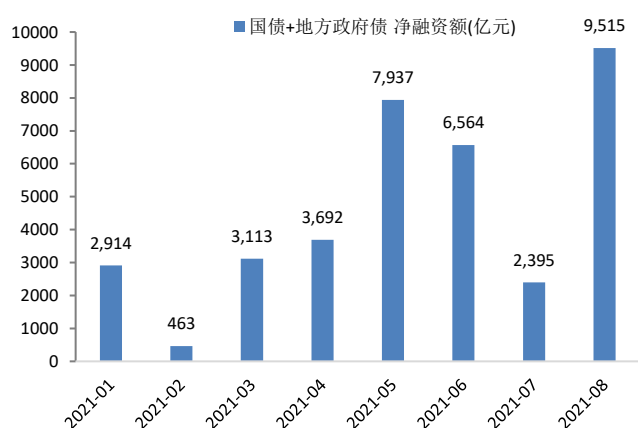
们认为今年全年大概率发完全部额度，即余量 1.49 万亿，平均计算，9-12 月月均发行量约 3722 亿元。国债和地方债合计来看，今年 1-8 月累计净发行 3.66 万亿，2021 年赤字规模 3.57 万亿，专项债额度 3.47 万亿，当前净融资占预算全年额度比重为 52%，剩余额度 3.38 万亿，9-12 月月均净融资约为 8452 亿元，规模较大，对社融的支撑较强。其中，8 月净融资达到 9415 亿元，远高于 1-7 月水平，政府债发行有所加速，预计 9 月有所延续。

图 7：2021 年地方政府专项债月净融资规模



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 8：2021 年国债+地方政府债月净融资规模



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

但社融也有拖累项，主要是信托贷款、未贴现银行承兑汇票及企业债券。对于信托贷款，今年 2 月初召开的信托监管工作会议明确表示，2021 年将继续开展“两压一降”：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。中国信登数据显示，二季度行业新增信托产品 8,761 笔，环比下降 28.86%，涉及规模 17,497.96 亿元，环比下降 16%。

对于未贴现票据，今年 3 月央行打压“数量性套利”以来，数据持续维持负值水平，但我们认为 5 月后逻辑发生了边际变化，未贴现票据回落受央行主动调控的影响减弱，主要反映经济基本面的走弱及贴现量的增加，也因此，我们认为后续其疲弱的走势仍将持续。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26111

