

信贷还有领先性吗？

证券研究报告

2022 年 08 月 14 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-大盘价值拥挤度创年内新低-8 月第 2 周资产配置报告》2022-08-13
- 2 《宏观报告：宏观点评-7 月非农就业点评》2022-08-07
- 3 《宏观报告：风险定价-美国宽松交易有望持续到 9 月-8 月第 1 周资产配置报告》2022-08-03

7 月金融数据在 6 月快速冲高之后，出现了断崖式下滑。具体来看，7 月社融同比增速为 10.7%，前值为 10.8%，其中政府债和信托贷款是支撑项，信贷和企业债融资是拖累项。

在专项债发行接近尾声，财政对广义流动性的影响逐渐减弱时，市场对信用结构改善的持续性持怀疑态度。按照历史经验，信用周期领先经济周期半个身位，对信用周期的不信任也使得市场对下半年的经济判断更加谨慎。但是我们认为，现在或许需要重新审视信用周期领先于经济周期这一传统逻辑。

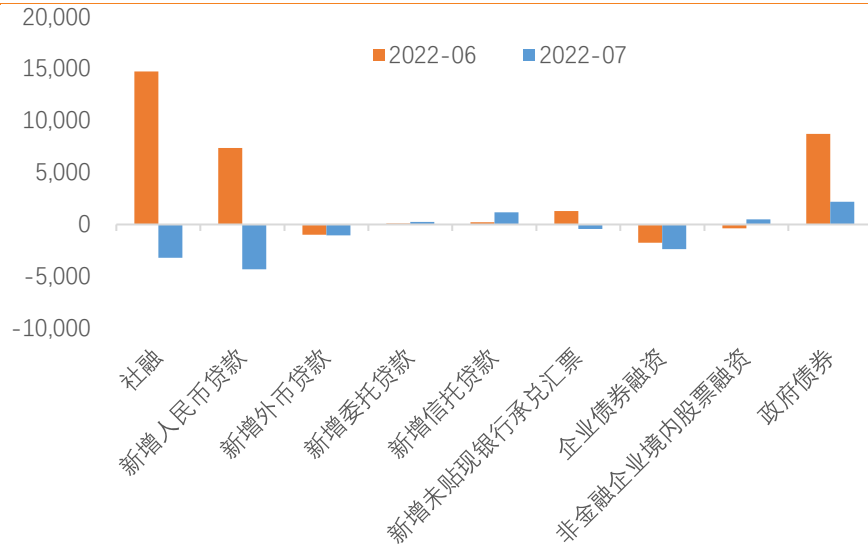
第一个原因随着国内经济减速和转型，需求和预期都在发生变化，预支未来的债务驱动模式也在逐渐退出历史舞台。另一个原因是，即使不考虑债务驱动的发展模式正在发生变化，当前环境也和历史有所不同。当前主要不是需求的能力不足，而是意愿不足，而意愿又受到外生因素的影响。结果导致市场主体，不太缺钱（M2 同比走高）、不敢借钱（信贷同比下滑）、不想花钱（刨掉翘尾因素后，M1 同比增速偏慢）的“三不”现象。

总的来说，在房地产大周期下行和“债务驱动投资”的发展模式退潮，可能让信贷数据对经济周期的领先性意义逐级消失。外生性因素又造成了短期需求不充分（不缺钱、不借钱、不花钱），即使需求充分改善也未必拉动信贷数据，进一步扰乱了信贷数据和实际需求之间的关系。因此市场在对待金融信贷数据时，应该避免简单套用历史规律，淡化金融数据波动的影响，并且多关注结构变化，从需求数据中直接找证据。

风险提示：疫情再次出现反弹；经济增速复苏不及预期；海外货币政策超预期加码

7 月金融数据在 6 月快速冲高之后，出现了断崖式下滑。具体来看，7 月社融同比增速为 10.7%，前值为 10.8%，其中政府债和信托贷款是支撑项，信贷和企业债融资是拖累项。

图 1：社融分项数据同比规模变动（单位：亿元）



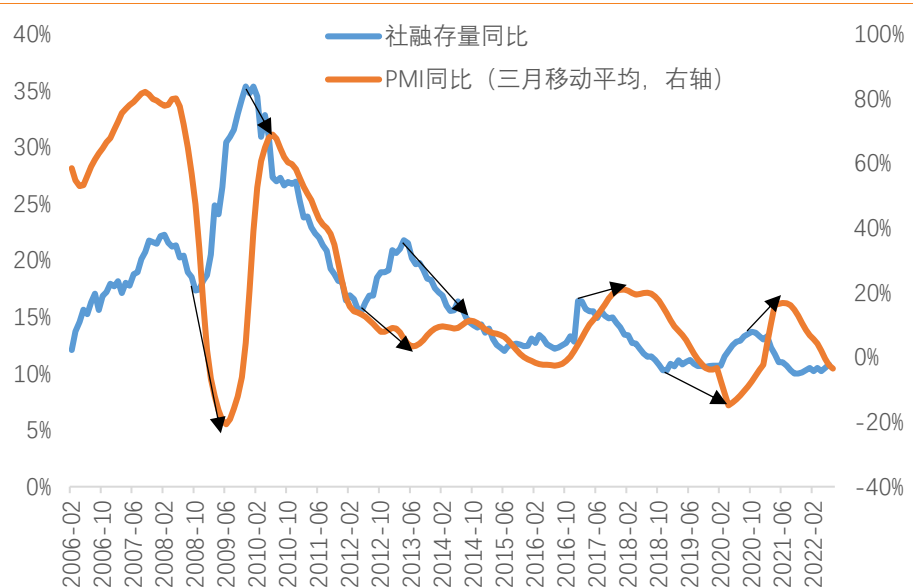
资料来源：WIND，天风证券研究所

在专项债发行接近尾声，财政对广义流动性的影响逐渐减弱时，市场对信用结构改善的持续性持怀疑态度。按照历史经验，信用周期领先经济周期半个身位，对信用周期的不信任也使得市场对下半年的经济判断更加谨慎。但是我们认为，现在或许需要重新审视信用周期领先于经济周期这一传统逻辑。

之所以这么说，有这么两个原因：

第一个原因是国内“债务—投资—经济”的模式在逐渐弱化。信用周期领先经济周期的原因是此前中国经济的大周期向上，无论是人口、城镇化、工业化、全球化都是不断向上的预期，因此形成了“先借钱、再投资”的发展模式，这种模式的特征是债务驱动、预支未来，载体是房地产和基建的杠杆融资。这两者先获得债务融资，再形成实物工作量等经济结果，从而造成了信用周期领先经济周期的现象。以房地产为例，房企前期通过土地抵押、期房销售等方式撬动社会 and 居民部门杠杆，等资金到位后才逐步形成实物工作量。

图 2：中国信用周期领先于经济周期

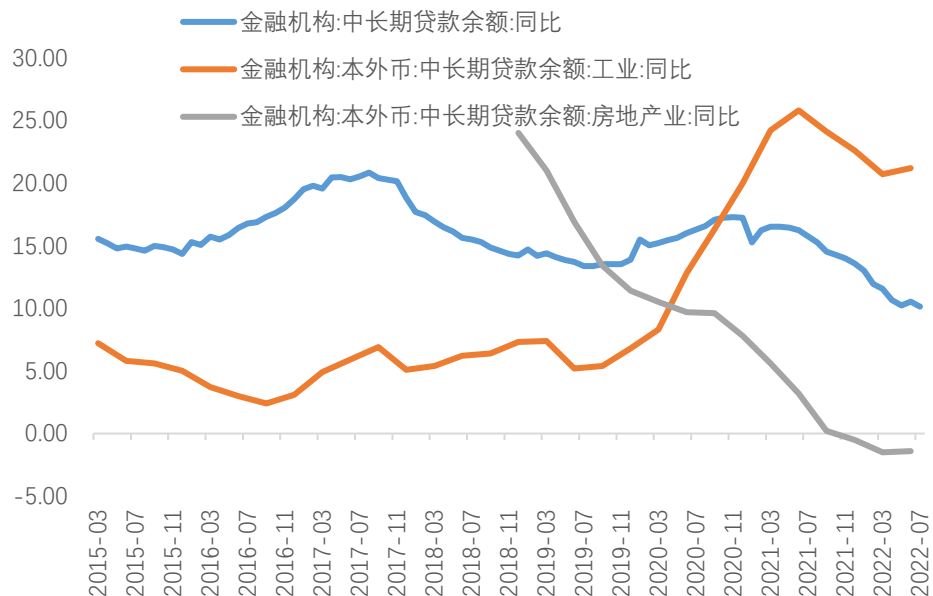


资料来源：WIND，天风证券研究所

但是随着国内经济减速和转型，需求和预期都在发生变化，预支未来的债务驱动模式也在逐渐退出历史舞台，因此信用周期领先经济周期的传统特征也会逐渐弱化。央行在货币政策执行报告里也提到“过去量级较大的基建贷款和房地产贷款需求减弱，而普惠小微、高技术制造业等贷款体量仍相对较小，加上直接融资呈上升趋势，信贷增速在新旧动能换挡和融资结构调整过程中可能会有所回落，但这是适配经济进入新常态的反映，并不意味着金融支持实体经济力度减弱。”

信贷数据的疲软可能让市场忽视了工业、绿色等领域的信贷规模结构性高增。此前央行公布了二季度金融机构贷款投向统计报告指出 2022 年二季度末，本外币工业中长期贷款余额 15.25 万亿元，同比增长 21.2%，增速比各项贷款高 10.4 个百分点；本外币绿色贷款余额 19.55 万亿元，同比增长 40.4%，高于各项贷款增速 29.6 个百分点。制造业的融资需求并不弱，与之对应的是今年上半年制造业投资累计同比增速达到了 10.4%，高于 6.1% 的固定资产投资增速，在上半年 2.5% 的 GDP 增长中继续表现出明显的动能转换。

图 3：工业中长期贷款同比增速继续维持高位（单位：%）

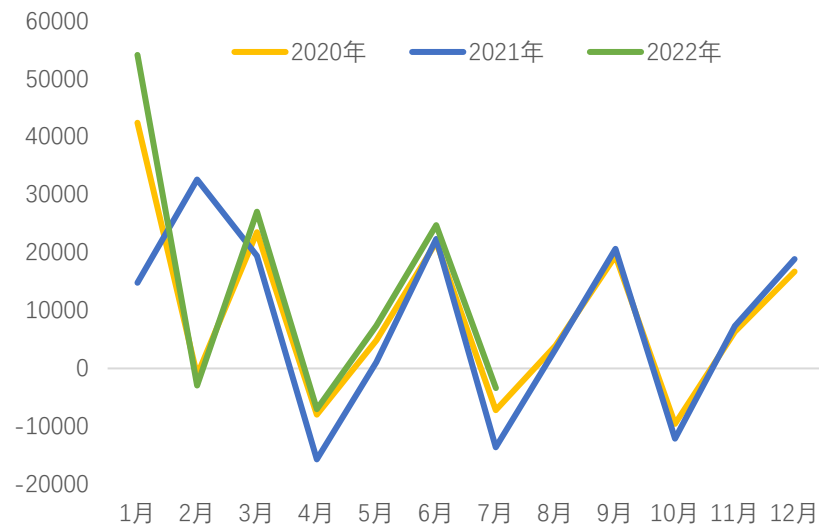


资料来源：WIND，天风证券研究所

另一个原因是，即使不考虑债务驱动的发展模式正在发生变化，当前环境也和历史有所不同。历史上，经济处在周期底部时，需求不足通常是内生的，比如上一个周期的过剩产能和过高库存还在出清，利润和收入下降造成了需求的能力不足。但当前主要不是需求的能力不足，而是意愿不足，而意愿又受到外生因素的影响。结果导致市场主体，不太缺钱（M2 同比走高）、不敢借钱（信贷同比下滑）、不想花钱（刨掉翘尾因素后，M1 同比增速偏慢）的“三不”现象。

信用回升较慢的主体有两类，一类是居民，一类是财政。对居民而言，7 月居民部门存款同比多增 10220 亿元，即居民手上并不太缺钱，而制约居民花钱意愿的是疫情。对于财政而言，制约花钱意愿的原因是人事周期，今年上半年疫情反复而且要完成地方政府党委换届，所以在上半年基建投资和基建相关高频数据出现了明显背离，即基建资金并未有效形成实物工作量。

图 1：居民部门存款（单位：亿元）

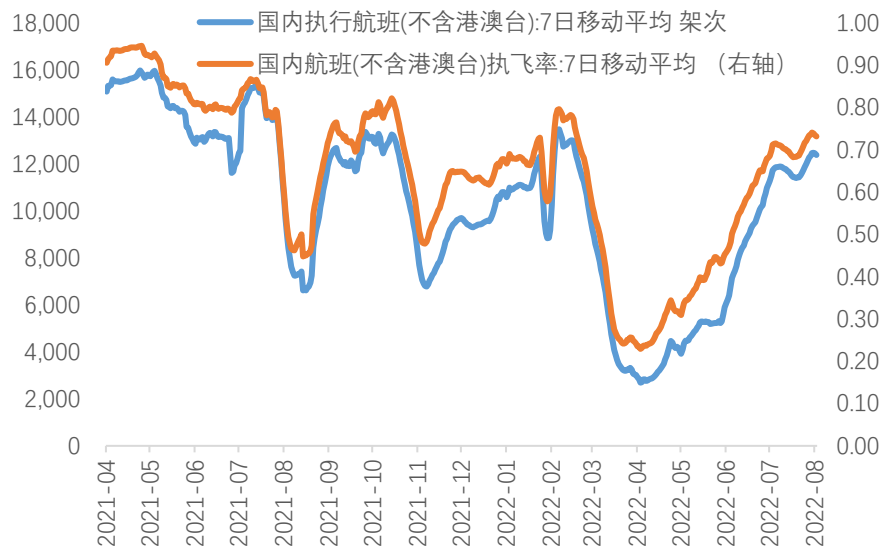


资料来源：WIND，天风证券研究所

目前影响居民和政府部门的外生因素正在发生变化。疫情方面，随着国内常态化防控体系的建立，疫情对经济秩序的扰动逐步减弱，地铁出行人数、国内航班执飞量等出行数据和电影票房收入、观影人次等消费数据，显示居民消费正在快速向疫后运行中枢回归。

同时，地方政府已经完成了党委换届，政治局会议强调“力争实现最好结果…经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标。”石油沥青开工率、沥青产量、水泥出货量、螺纹钢表观消费量等高频数据，已经反映基建的施工强度正在上升。

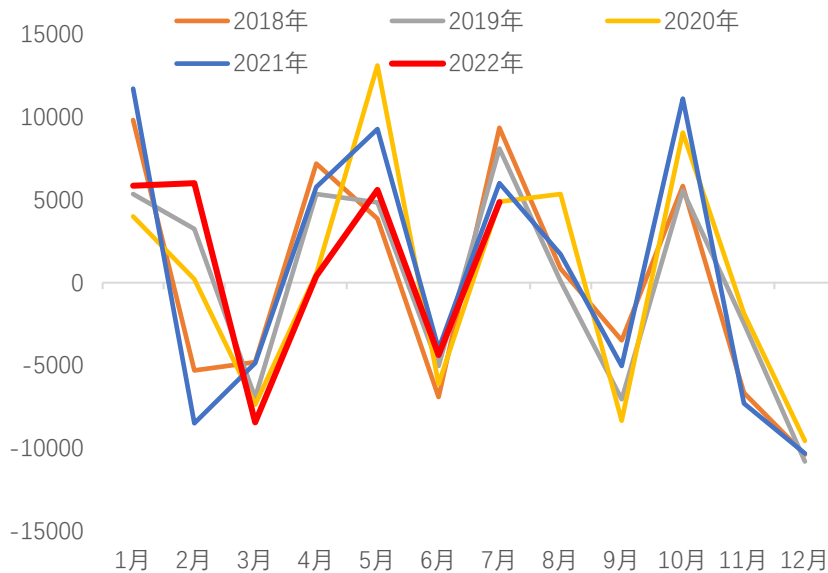
图 5：国内航班执飞率回升



资料来源：WIND，天风证券研究所

而这些需求的改善，会体现在存款结构上（比如 M1-M2 剪刀差收窄，反映存款活化），但未必会体现在信贷总量上（比如社融和中长期贷款）。以基建为例，今年上半年发行了 3.4 万亿的专项债，其中仅 5 月和 6 月就发行了 2 万亿。按照国常会要求，专项债募集资金要在 8 月底前用完，这就意味着 7 月和 8 月会有超万亿的专项债资金下发到各个项目上，体现为 7 月政府财政性存款的涨幅明显低于往年水平。叠加此前银行将部分基建信贷项目提前到 6 月，目前基建资金相对充裕，已开工项目的加快施工对于新增融资的需求并不高。

图 6：财政性存款的季节性（单位：亿元）



资料来源: WIND, 天风证券研究所

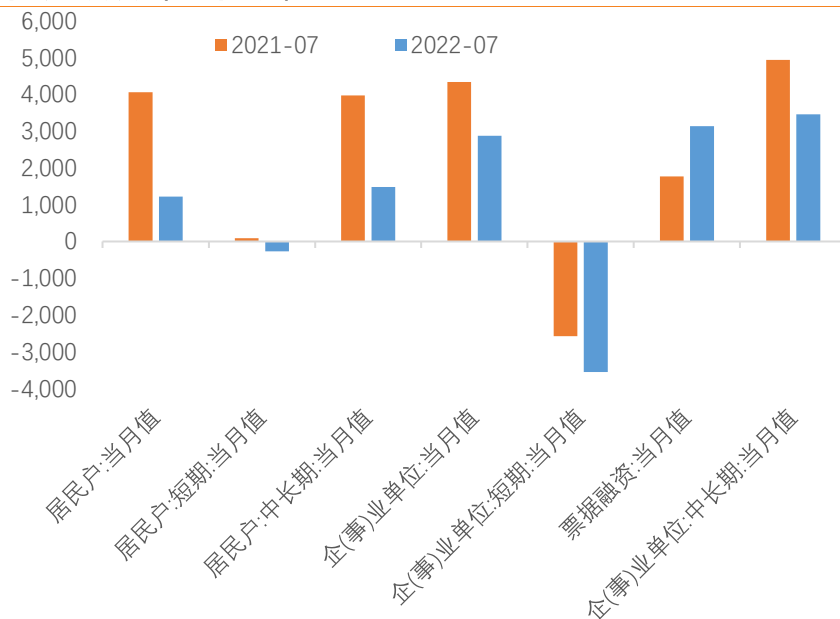
总的来说, 在房地产大周期下行和“债务驱动投资”的发展模式退潮, 可能让信贷数据对经济周期的领先性意义逐渐消失。外生性因素又造成了短期需求不充分 (不缺钱、不借钱、不花钱), 即使需求充分改善也未必拉动信贷数据, 进一步扰乱了信贷数据和实际需求之间的关系。因此市场在对待金融信贷数据时, 应该避免简单套用历史规律, 淡化金融数据波动的影响, 并且多关注结构变化, 从需求数据中直接找证据。

在理解了信贷周期和经济周期的变化之后, 我们再来对 7 月的金融数据进行逐一分析。

1) 信贷总量一般, 期限结构再度走弱, 票据冲量行为重现。

7 月份人民币贷款增加 6790 亿元, 同比少增 4042 亿元。分部门看, 住户贷款增加 1217 亿元, 其中, 短期贷款减少 269 亿元, 中长期贷款增加 1486 亿元; 企(事)业单位贷款增加 2877 亿元, 其中, 短期贷款减少 3546 亿元, 中长期贷款增加 3459 亿元, 票据融资增加 3136 亿元。

图 7: 7月信贷数据 (单位: 亿元)



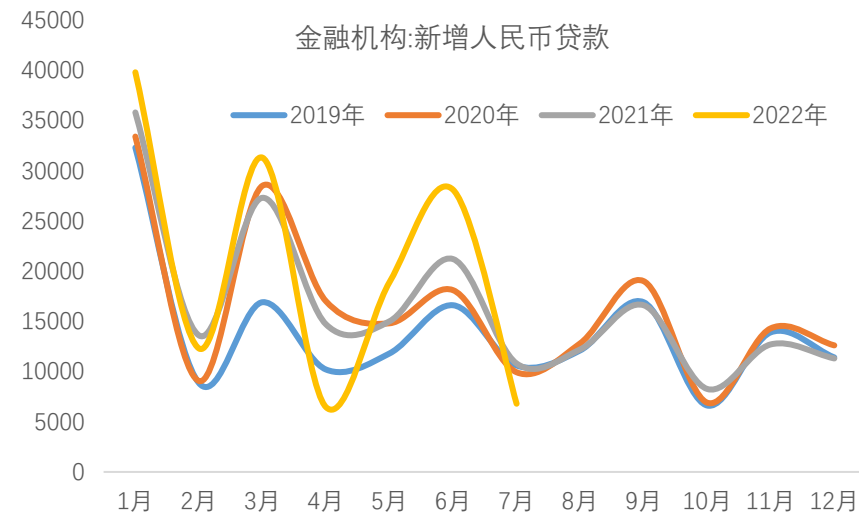
资料来源: WIND, 天风证券研究所

7 月信贷走弱既有短期原因, 也有中长期因素。

短期因素方面, 除 7 月历来是信贷投放淡季之外, 7 月信贷投放偏弱也与 6 月信贷冲

高有关。此前在政策引导、银行半年度考核、疫后贷款需求集中释放等因素的作用下，信贷同比多增 6900 亿元。前期冲高使得 7 月部分银行面临项目不足、信贷投放难等问题。1 月和 2 月、3 月和 4 月也出现了类似的现象。此外，今年夏季异常性高温也会导致使得 7 月企业特别是户外作业企业生产放缓，对融资需求降低。

图 8：7 月是信贷投放淡季（单位：亿元）

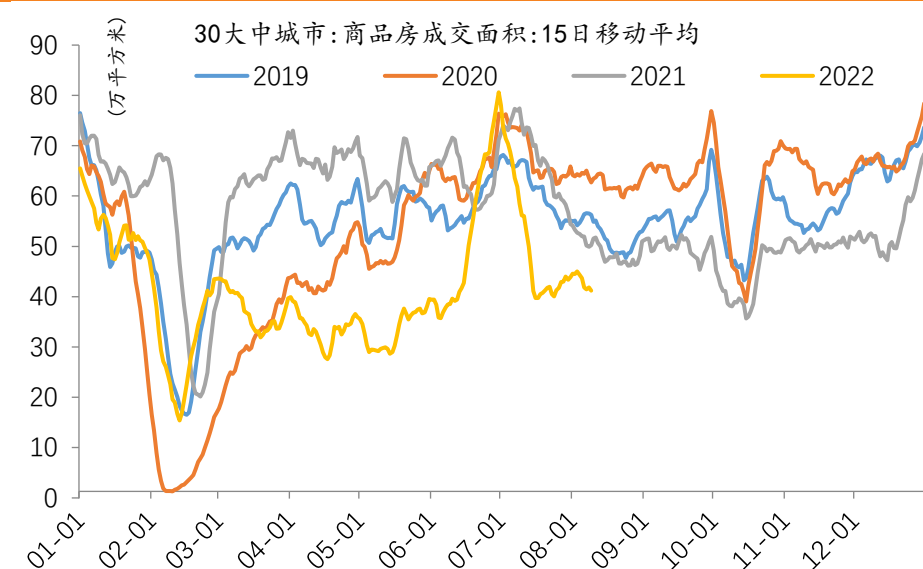


资料来源：WIND，天风证券研究所

中长期因素则主要与房地产市场疲软有关。目前，房地产及相关上下游行业是撬动信贷的重要部门，2022 年上半年房地产贷款占贷款余额的比重为 25.7%，如果考虑上下游行业，这一占比会更高。而房地产的疲软也导致了 7 月信贷需求不足。

居民方面，在房价偏弱、期房交付风险加大、居民预期改变等因素的共同作用下，今年国内地产销售市场持续疲软。高频数据显示 30 大中城市商品房成交面积在 6 月冲高之后快速回落。地产销售弱也就使得 7 月住户中长期贷款仅增加 1486 亿元，同比减少了 2488 亿元。

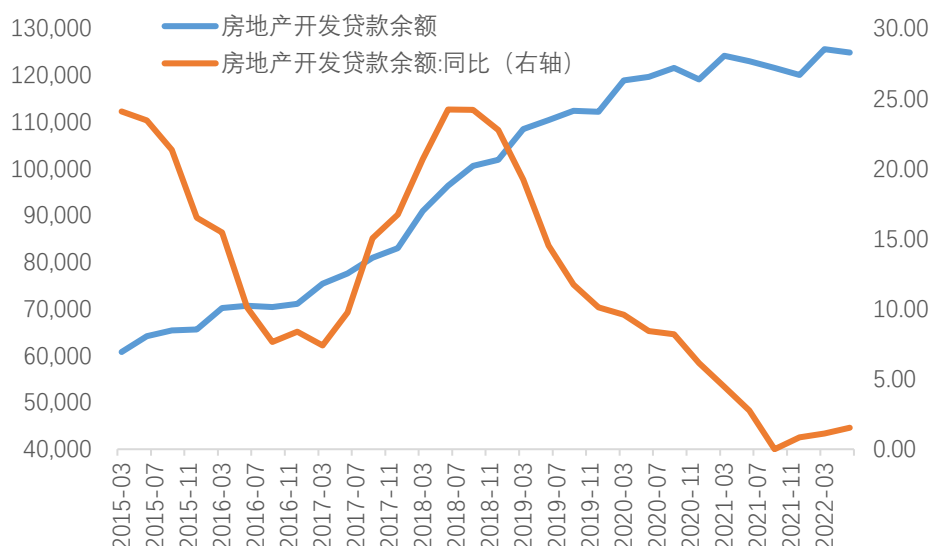
图 9：国内地产销售仅是弱企稳



资料来源：WIND，天风证券研究所

对于企（事）业单位而言，虽然房企有较强的融资意愿，但是因为房地产市场风险尚未出清，房企违约风险高，银行向房企等发放贷款的意愿并不足。2022 年 6 月房地产开发贷款余额仅有 12.49 万亿，同比下降 0.2%，也低于 3 月末的 12.56 万亿。这一现象预计在 7 月依旧存在。

图 10：房地产开发贷款增速持续放缓（左轴单位：亿元；右轴：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2) 政府债支撑减弱，后续对社融会形成明显拖累。

在经过 5、6 月政府债集中放量之后，7 月政府债发行规模明显缩量，社融口径政府债规模仅有 3998 亿元，前值为 1.62 万亿元，不过因为 2021 年同期规模低，所以依旧同比多增 2178 亿元，是社融的重要支撑项目。

不过去年 8 月开始政府债迎来快速发行期，8-12 月政府债净融资规模为 4.38 万亿。而今年剩余的政府债发行规模在 1.87 万亿左右（7 月政府债发行规模按照 wind 净融资数据估算），相比于去年同期的缺口达到了 2.51 万亿。

按照目前政策的表态，后续地方政府可以利用专项债务限额补上一部分缺口。此前，出于缓解地方政府财政收支不抵支困境、鼓励财政更有效弥补社会需求不足等方面的考虑，中央政治局会议提出支持地方政府用足用好专项债务限额。从数据上看，截止 2022 年 6 月，政府专项债限额和余额之间还有 1.55 万亿的差额空间。

不过地方政府使用专项债务限额可能还会面临这么几点困难：1) 未使用专项债务额度区域分布不均，从规模上看，截止 2021 年末，前五省份和前十省份剩余额度占总剩余额度的 39.5%和 60.7%，且主要集中在北京、上海、江苏等经济大省，而这些地区反而并不太缺财政资金。这意味着后续限额的使用可能需要进行跨区域调整，但是这就需要重新调整预算，并经过人大常委审批。2) 从此前几次使用上看，限额空间主要偏向用于再融资领域，并没有形成增量债务，后续能否用于新增专项债务也有待观察。

另外，即使今年发行，也不可能将全部的限额空间使用完毕，这也意味着政府债在

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_45155

