

周期的定位与信贷的消纳方式

报告要点:

● 周期角度，定位作用大于指导意义

从理论上讲，当下环境与普林格周期的第二阶段有一定相似性：先行指标上行，同步指标上行，滞后指标下行，2023年大概率维持，且伴随信贷有效需求修复与复苏的持续性提升其特征可能更加明显。由于疫情反复对经济的持续影响，信贷有效需求和消费需求短期修复后并没有形成质的变化，各地疫情散发再次扰动经济活动的正常进行，四季度再度下探后随着防疫政策的优化解除对经济活动的影响后出现反弹，并保持上行态势至今。

我们在加入信贷脉冲指数和平滑处理后的先行指标，发现整体的结论与前面一致，这对于指导中期投资策略是十分有益，能更好的“定位”当下基本面所处位置，同时需要谨慎环境的特殊性与此轮周期切换和演变的复杂性。但对于短期交易而言，无论是产业技术革新演绎出的主题行情，还是政策驱动下的投资机会，源于基本面复苏的基础逻辑，依托于信贷端充裕的流动性支持，但却更多受市场影响，宏观叙述应是产业逻辑的必要不充分条件。

● 现实与数据的裂隙，从信贷端展开观察

关注环境的特殊性。相较于往期更理想化切换，此轮周期阶段的切换更为复杂，后疫情时代，居民单位信贷需求和消费需求永久受损，最终表现为低水平消费复苏和缓慢性复苏，这种性质的消费复苏尽管能对数据上有边际修复，但未必能对经济复苏起到足够的拉动力，从而易呈现数据边际向好与低基数效应导致的表象“复苏”，而实体经济热度却远不及预期的“似通缩”真实感受，形成现实与数据的裂隙。

流动性释放与信贷需求之间的存在较大阻滞。疫情不仅对生产经营活动产生的较大影响，且导致了消费场景硬缺失及供应问题，加之对未来经济预期不佳，居民与企业部门信贷需求纷纷走低，但上游却是总量无虞、护航经济为基调的货币政策发力，巨额的流动性释放与羸弱的下游需求之间形成了信贷的阻滞。以金融数据为例，4月信贷和社融增量都是超季节性偏低，较去年疫情影响的数据甚至无实质增加，其中居民端整体疲弱，企业中长贷是目前主要支撑力量，M1、M2剪刀差并无收敛态势，反馈了实体经济活跃度差，融资需求乏力。

随着疫情防控对经济活动制约的解除，信贷需求由内而外本质修复的可能性大大提升，但企业盈利增速和居民可支配收入水平等据疫情前尚有差距，高频的出行数据也可以侧面验证，尽管恢复速度（同比增速）不错，但绝对水平的修复仍然还需要时间。

具体来看，较高的M2增速与M1之间的间隙反馈了仍然较大剪刀差背后是“流动”资金疲弱，货币活化程度偏低，且尚未看到明显的收敛趋势；社融低于预期系弱现实与季度因素共同导致；新增人民币贷款情况与社融类似，企业中长贷强于居民端。此外，信贷指标所构建的先行指标与房地产脱钩，地产逻辑变化以后，信贷指标与资本市场相关性增强。

● 一季度信贷的消纳方式

2023年一季度，经济活动摆脱了疫情影响，实体融资需求边际改善，信贷增长规模较高，但信贷的消纳方式却略有特别，即企业端既有预期好转带动企业资金需求扩张的进取型行为，又有通过融资维稳现金流等保守操作，最终共同构成中长贷的扩量，居民端则以借短还长或提前还贷修复资产负债结构的保守性资产配置为主，短贷有消费边际升温迹象。二者均与以往经济复苏阶段扩张性的投资及消费策略不同，这些特征或许也是当下复杂宏观环境下的特有现象。

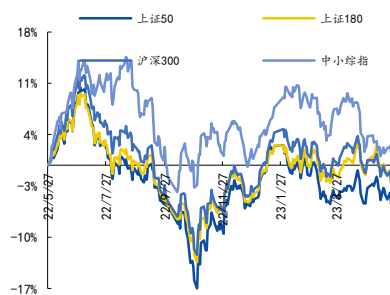
● 风险提示

国内经济复苏斜率不足的风险；政策落地实效不及预期的风险；海外经济下行周期带来的超预期风险。

主要数据:

上证综指:	3212.50
深圳成指:	10909.65
沪深300:	3850.95
中小盘指:	3985.20
创业板指:	2229.27

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	房倩倩
执业证书编号	S0020520040001
邮箱	fangqianqian@gzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	蔡雷鑫
邮箱	caileixin@gzq.com.cn
电话	021-51097188

内容目录

1. 周期视角——“定位”作用大于指导意义.....	4
1.1 经济周期的参考——与普林格周期第二阶段有一定相似性.....	4
1.2 加入信贷脉冲指数和平滑处理后的先行指标，趋势性和前期一致.....	6
2. 现实与数据的裂隙——信贷篇.....	9
2.1 当下环境的特殊性仍然值得思考，现实与数据之间仍存裂隙.....	9
2.2 关注流动性释放与信贷需求之间的阻滞.....	10
2.3 剪刀差比较明显，货币活化程度偏低，且尚未看到明显的收敛趋势.....	11
2.4 社融低于预期系弱现实与季度因素共同导致.....	12
2.5 新增人民币贷款情况类似，企业中长贷强于居民端.....	13
2.6 先行指标与房地产脱钩，与资本市场相关性增强.....	15
3. 一季度信贷的消纳方式.....	17
3.1 企业端：中长贷扩量反映企业攻守兼有，短贷不佳票据融资缩减.....	18
3.2 居民端：地产逻辑变化及收入端受损影响长贷需求，短贷有消费边际升温迹象.....	19
4. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：先行-同步-滞后指标轮动.....	5
图 2：居民收入端增速据前期尚有缺口.....	6
图 3：消费信心尚未回到健康水平.....	6
图 4：平滑处理后的先行指标与信贷脉冲指数有高强相似度.....	6
图 5：此轮复苏中同步指标的走高并不顺畅.....	8
图 6：周期的轮动逻辑.....	8
图 7：近 10 年信贷脉冲与沪深 300 及房价走势.....	8
图 8：普林格周期下的资产配置选择.....	9
图 9：信贷脉冲指数略领先景气指数.....	9
图 10：信贷需求羸弱.....	10
图 11：融资需求乏力.....	10
图 12：出行数据恢复速度较快，但绝对水平的修复尚且不够.....	11

图 13: 剪刀差仍未看到收敛的趋势	12
图 14: 社融季节性特征十分明显	12
图 15: 近年 4 月社融体量一览	12
图 16: 提前还贷有可能是资产负债表受损与投资收益不高的被动选择	13
图 17: 收入增速尚有差距, 消费支出增速抬升直接对居民杠杆率产生影响 ..	14
图 18: 居民中长贷创历史最低值, 企业单位中长贷属于合理水平	14
图 19: 商品房销售数据不佳, 积压需求释放抬升短端数据	16
图 20: 房价在多方因素压制下新一轮下跌潮已经形成	16
图 21: 二手房量价均处于向下的通道	16
图 22: 房价数据对信贷周期不再敏感, 资本市场与之相关性提升	17
图 23: 居民长转短, 企业短转长	17
图 24: 居民单位和企业中长贷趋势性背离	17
图 25: 规上企业的利润增速近期走低	18
图 26: 工业增加值增速自四季度开始逐渐抬升	18

1. 周期视角——“定位”作用大于指导意义

4月作为二季度的开端，不同于一季度的疫后初醒，更多了一份与现实的接洽。随着近期经济和金融数据的更新，我们可以借此审视当下宏观经济行至何处，以及各类指标中的“先行者”有着什么样的启示。

1.1 经济周期的参考——与普林格周期第二阶段有一定相似性

传统美林周期框架由于忽视央行逆周期调节力量以及资本市场与实体经济的互相强化关系，且在实际应用中存在着许多不足，其解释力与预测力较弱。

普林格经济周期则根据资产表现来定义经济所处阶段，基本逻辑为信贷周期牵引生产，生产牵引通胀，通胀反应至利率，再反作用于信贷。

将经济指标按照先行、同步、制造三大类，通过对其跟踪和判断，以定义当下所处的经济周期阶段。

2021年中央经济会议提到“国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，以及“政策发力应适当靠前”，货币政策逐渐开始更加“积极”，其实从先行指标可以看出，2021年四季度开始，信贷指标已经开始出现了反转，即先行指标的底部已经确认。

但由于新冠疫情侵扰以及相应的防疫政策，信贷的投放和派生始终没有回到正常的轨道，信贷指标也受到需求端的压制，并非像以往周期那样实现较为顺畅的传导。这种现象我们可以从2018年为始的一轮周期中也能看到，即剥离疫情对需求端的影响以外，当下的信贷周期不像以往可以依赖房地产及其产业链对流动性进行快速消纳，且疫后信贷需求与消费意愿的修复也并非一蹴而就。

- 先行指标在稳增长与货币政策发力的基础上仍处于上升过程，受近年疫情对社会整体需求的长期影响，信贷需求仍然在恢复过程中，具体表现为先行指标上升过程中呈波动态势，一季度以来解除了防疫政策对经济活动的实质限制以后，上升位置达到新高，但值得注意的仍是以表象信贷数据综合构建的先行指标可能会部分隐藏信贷数据与实质需求之间的差异。
- 同步指标也于2022年二季度下降到了接近底部的位置后开始回升，但由于“弱复苏”尚需更多力量积累，疫情反复等影响，三四季度经济增长再现疲软，同步指标受其影响再度下探，之后随着防疫政策的进一步优化及“阳康”后的经济重启，同步指标逐步走强。
- 滞后指标（中国）则从全球资源品供给极端短缺的环境中略有好转，联储加息行为抑制了全球通胀（及商品）的上行趋势，国内价格指数在无猪周期扰动下理性回落，目前也处于下降状态，未来外需伴随全球经济周期走弱，大宗商品仍然需要时间进入新一轮上升周期，因此滞后指标中受外部影响的部分仍然是负向的，而与内需相关的部分可能会随着国内经济的向好与需求的修复从而正向发力，但综合来看短期仍然会处于比较低的绝对位置。

综上，理论角度不难发现与普林格周期的第二阶段有一定相似性：先行指标上行，同步指标上行，滞后指标下行，2023年大概率维持，且伴随信贷有效需求修复与复苏的持续性提升其特征可能更加明显。

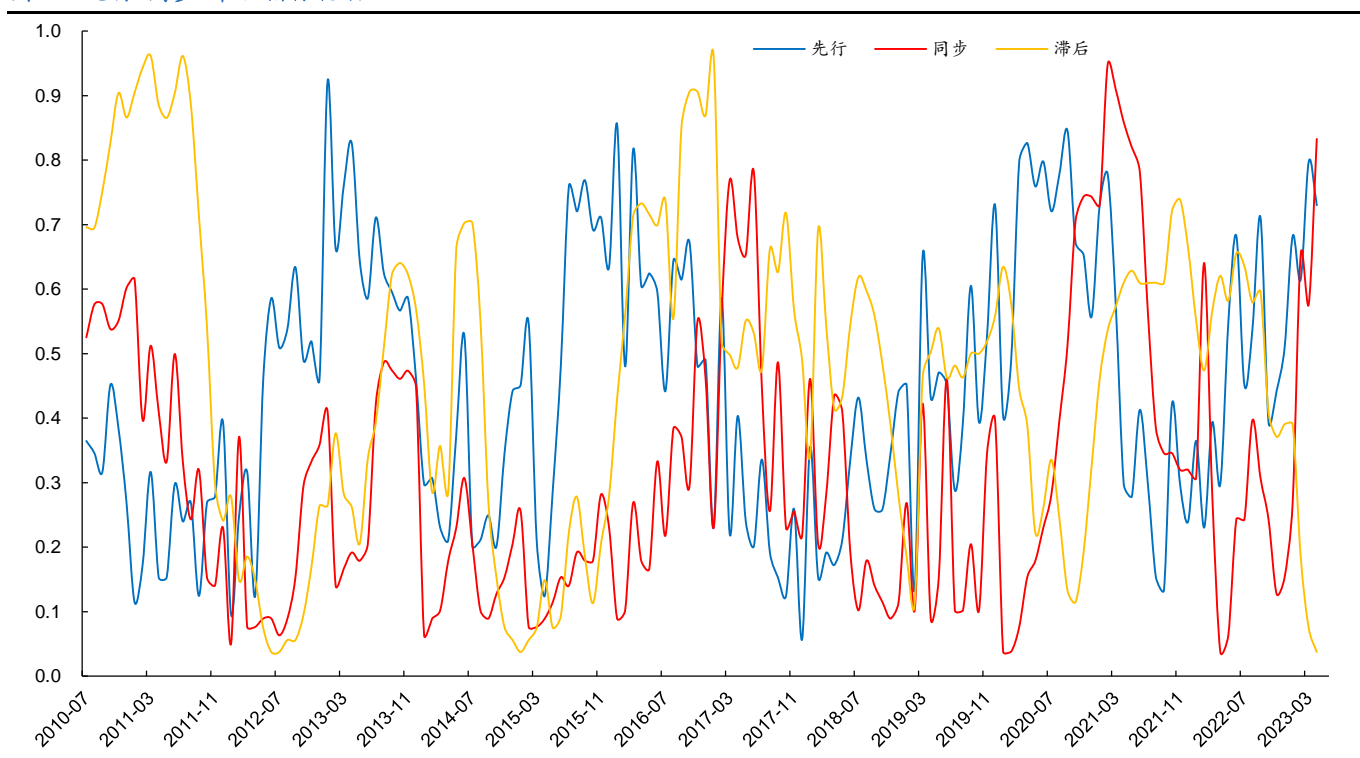
结合以往经验，同步指标代表宏观经济增长以及企业利润微观表现，与“市场底”相对更加同步，或略微滞后(市场价格反映具有预期性)。从数据上看，同步指标在2022年二季度下降到了比较低的位置，接近底部，随后在“稳增长”政策的刺激下月频经济数据有所修复，形成一轮反弹。

但由于疫情反复对经济的持续影响，信贷有效需求和消费需求短期修复后并没有形成质的变化，各地疫情散发再次扰动经济活动的正常进行，四季度再度下探后随着防疫政策的优化解除对经济活动的影响后出现反弹，并保持上行态势至今。

相较往期更理想化切换，在此轮周期阶段的切换更为复杂，一方面，在疫情与弱需求双重影响下，以信贷为代表的先行指标无法有效的将信贷的投放及派生传导至实体经济，拉动同步指标的上行，大量的流动性释放后在金融系统内空转，乘数效应极低，我们称为“信贷传导的阻滞”；另一方面，后疫情时代，居民单位信贷需求和消费需求永久受损，而创伤的修复并非短期可以实现，需要“经济预期好转-经济复苏得到验证-消费预期好转-消费需求修复”的逐步验证，渐进式地实现需求修复，那么初期更多是从低水平的消费恢复起步，背后可能既有疫情对消费降维的影响，也有居民部分收入未得到充分恢复等原因，最终表现为低水平消费复苏和缓慢性复苏，这种性质的消费复苏尽管能对数据上有边际修复，但未必能对经济复苏起到足够的拉动力，从而易呈现数据边际向好与低基数效应导致的表象“复苏”，而实体经济热度却远不及预期的“似通缩”真实感受。

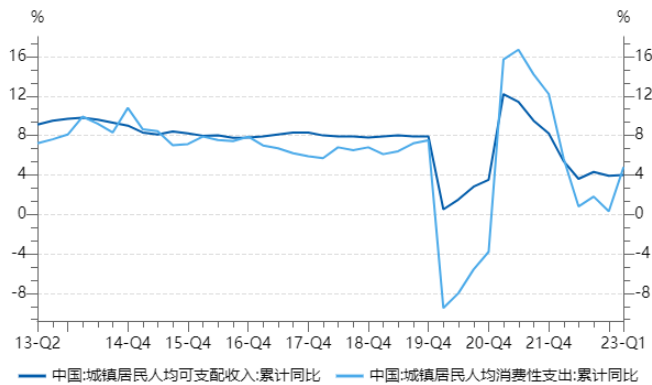
表现在模型上来看，便是先行和同步指标的上升阶段走势并不顺畅，一波三折，且在有低基数影响的时间区间，边际的变化会被进一步放大，从而导致模型与现实存在感受上的差异。

图 1：先行-同步-滞后指标轮动



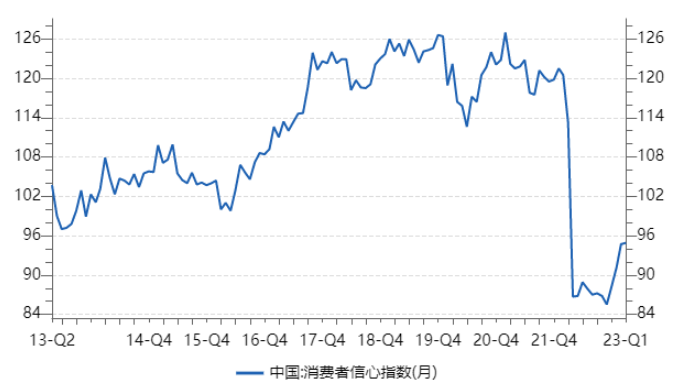
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：居民收入端增速据前期尚有缺口



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：消费信心尚未回到健康水平

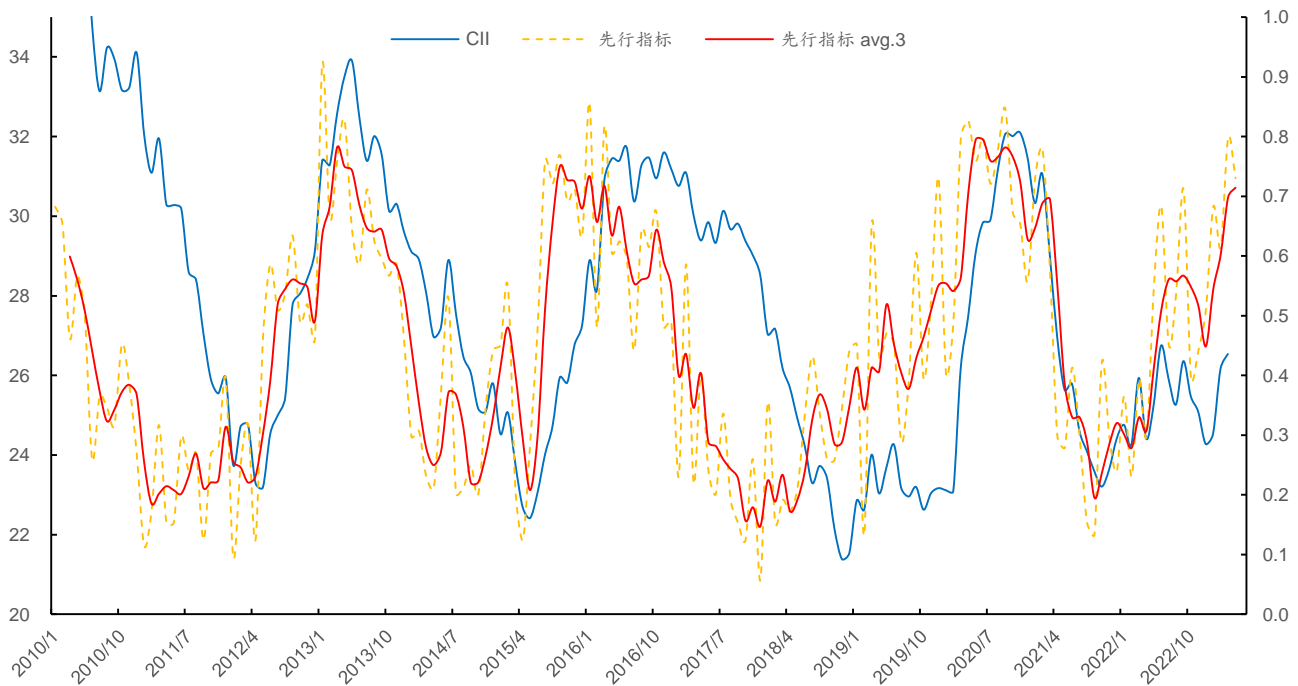


资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 加入信贷脉冲指数和平滑处理后的先行指标，趋势性和前期一致

三类指标构建的经济周期模型可以利用更高频率的月度数据，更及时、有效的对经济数据进行解析，更直观地将当下的经济环境各类指标的位置及可能趋势展示在图表上。但硬币的另一面，更高频的反馈也代表需要牺牲一定程度的稳定性为代价，及敏感性和波动性更大，这也导致上述各类指标以未加处理的月频呈现，更多以波动的态势勾勒出全貌。

图 4：平滑处理后的先行指标与信贷脉冲指数有高强相似度



资料来源：Wind，国元证券研究所

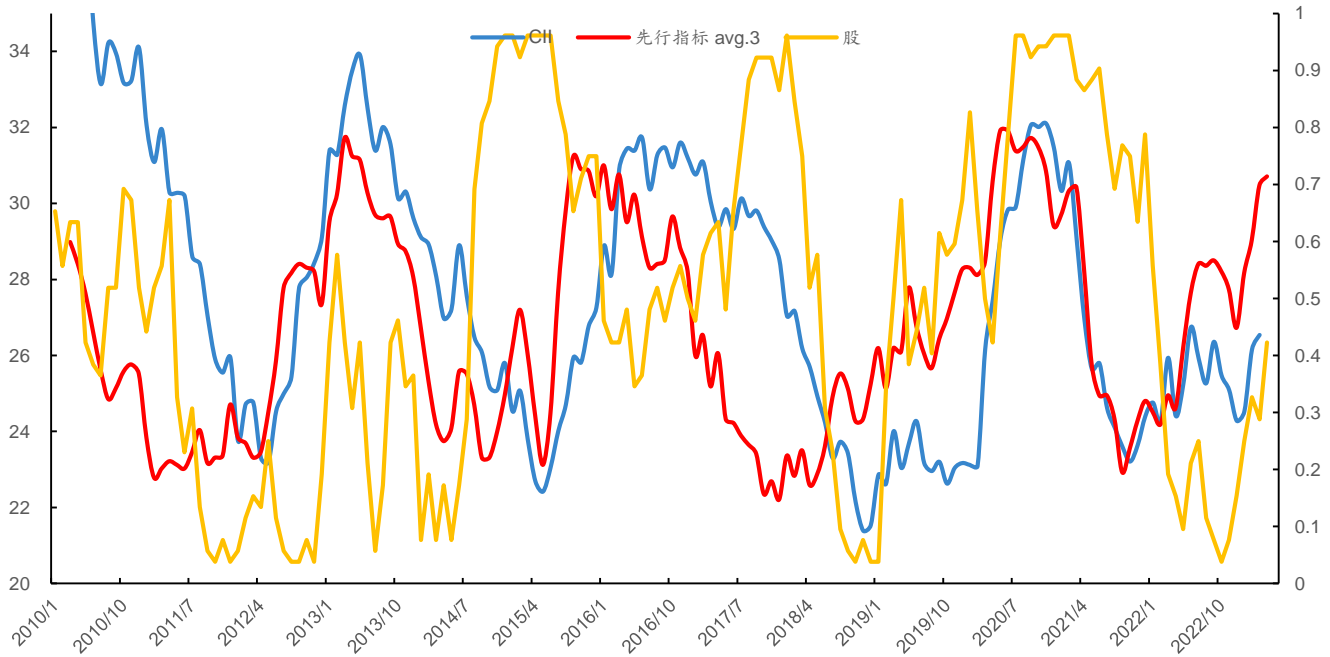
因此，在以上的基础上，我们需要加入更加稳定的信贷脉冲指数和平滑处理后的先行指标进行参考，以观察三类指标中最有前瞻性的先行指标的当下位置及可能性趋势，我们发现：

- 无论是先行指标，还是信贷脉冲指数，均显示了自 2021 年四季度开始，信贷周期已经逐渐开启新一轮的扩张，即货币政策拐点形成，但不同于 2020 年与 2021 年上半年，更具传染性的变异毒株对国内的防疫政策造成了巨大压力，生产生活环境影响较大；此外，地产违约风险也在逐渐发酵，经济疲弱、需求低迷、预期不佳下地产销售持续走低，地产端对信贷的消纳较往期更弱。
- 以三年历史分位为参考的先行指标短期敏感性更强，可以看到三期移动平均的先行指标系数在 22 年 9 月左右的走强更加明显，而信贷脉冲指数则上涨幅度相对较小，这一差别也反馈由 M1、M2、新增人民币贷款等信贷指标组合构建的单维数据在历史数据影响下绝对水平波动更明显，而信贷脉冲指数加入了新增贷款与 GDP 的对比，相对数据则受基数效应的影响更少。
- 2023 年伊始，随着新冠疫情传播危害性及防疫政策的变化，生产生活逐步向常态化恢复，尽管需求端受到疫情期间较长期的影响，不会一蹴而就，但无论如何经济基本面、投资消费预期以及需求的各个方面均处于复苏的过程中。
- 经济的快速重启在信贷端的消纳上也有反馈，2023 年开始，信贷脉冲指数和先行指标均抬头向上，相较于 2022 年的疫情侵扰与地产拖累严重，假设无重大风险暴发的情况下，此轮信贷周期的走强更具有说服力。
- 尽管 23 年初的信贷走强包含了购房需求的短期释放、一季度信贷投发的发力以及消费和其他信贷需求的释放，但上述行为成立均在内外环境向好的基础之上，而这一基础短期并不会轻易变化。
- 基于此，新一轮的信贷周期尽管面对着需求端的结构性问题、有效需求恢复缓慢等难题，但随着经济重启和逐步复苏，伴随而来的投资消费需求恢复将对新一轮信贷周期的上行提供本质支撑。
- 尽管先行指标的上行一波三折，但目前大概率是进入到了实质的上行轨道，且已有一段时间的积累；相应的，同步指标尽管也有类似的结构性问题以及不可避免的低基数效应，但数据上也显示出了走高的态势。

因此，整体的结论与前面是一致的，目前处于普林格周期的第二阶段，这对于指导中期投资策略是十分有益，也能更好的“定位”当下基本面所处位置，同时需要谨慎环境的特殊性与此轮周期切换和演变的复杂性。

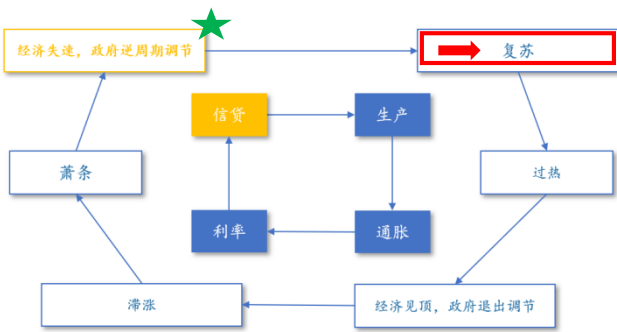
但对于短期交易而言，无论是产业技术革新演绎出的主题行情，还是政策驱动下的投资机会，源于基本面复苏的基础逻辑，依托于信贷端充裕的流动性支持，但却更多受市场影响，宏观叙述应是产业逻辑的必要不充分条件。

图 5：本轮复苏中同步指标的走高并不顺畅



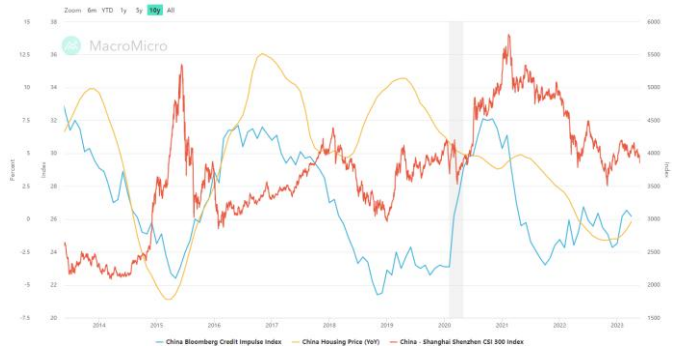
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：周期的轮动逻辑



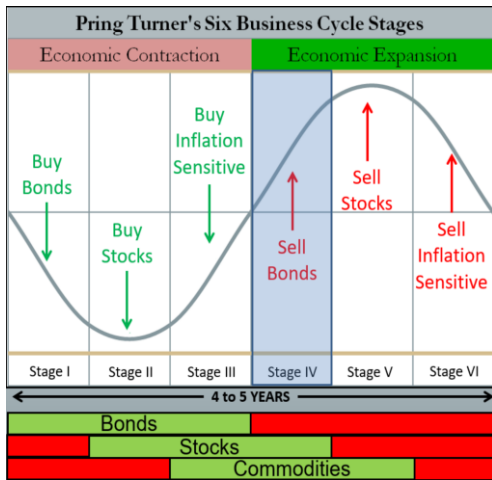
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：近 10 年信贷脉冲与沪深 300 及房价走势



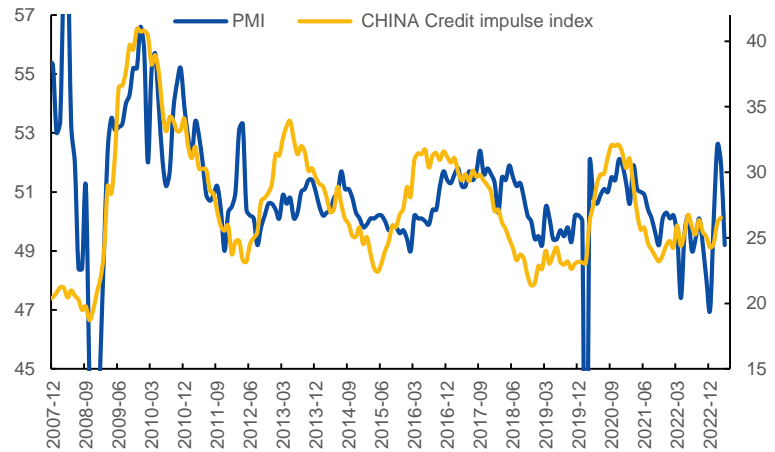
资料来源：MacroMicro，国元证券研究所

图 8：普林格周期下的资产配置选择



资料来源：国元证券研究所

图 9：信贷脉冲指数略领先景气指数



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 现实与数据的裂隙——信贷篇

2.1 当下环境的特殊性仍然值得思考，现实与数据之间仍存裂隙

普林格周期中加入了信贷周期的考虑，更好适应了货币主义时代，这也将政府的宏观调控考虑其中，但即便如此在实践中，经济的运行常常受到战争、疫情及黑天鹅事件的突然影响，导致阶段切换的节奏被打乱，并非按照理论推演的路径演绎，亦或是无法用已有的阶段规则去定义，因此更要持续关注经济数据和多角度的交叉验证，判断当下所处何处，重视假设的重要性。

以本次疫情的扰动为例，信贷周期的启动自 2021 年四季度开始已经比较明显，但由于 2022 年二季度华东疫情及三季度疫情各大城市多点散发，这两次比较严重的疫情扩散及防疫代价，一方面使得实体经济活动受到了种种阻碍影响了经济复苏的进度，且反馈在经济基本面数据上，另一方面，疫情反复侵扰也对未来的经济预期和消费信心产生较大的压制，从而致使企业和居民部门均更倾向于选择相对保守的投资策略，信贷端的有效需求相对疲软。诸如上述各种原因，信贷的投放与派生实现以后，其并不能顺畅地传导至实体经济，信贷的结构问题及传导部分失效导致模型超出理想假设的范畴，周期的切换符合宏观趋势，但可能出现微观上的阶段性失效。

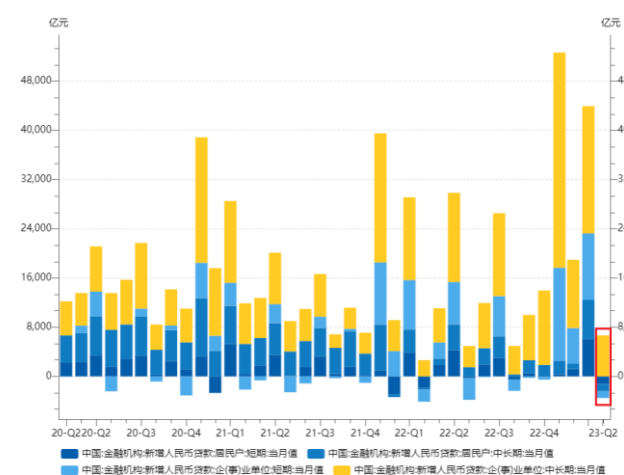
像我们之前提到，相较往期更理想化切换，此轮周期阶段的切换更为复杂，后疫情时代，居民单位信贷需求和消费需求永久受损，最终表现为低水平消费复苏和缓慢性复苏，这种性质的消费复苏尽管能对数据上有边际修复，但未必能对经济复苏起到足够的拉动力，从而易呈现数据边际向好与低基数效应导致的表象“复苏”，而实体经济热度却远不及预期的“似通缩”真实感受，形成现实与数据的裂隙。

2.2 关注流动性释放与信贷需求之间的阻滞

疫情不仅对生产经营活动产生的较大影响，且导致了许多消费场景硬缺失及供应问题，加之对未来经济预期不佳，居民与企业部门信贷需求纷纷走低，但上游却是总量无虞、护航经济为基调的货币政策发力，巨额的流动性释放与羸弱的下游需求之间形成了信贷的阻滞，以近期金融数据为例：

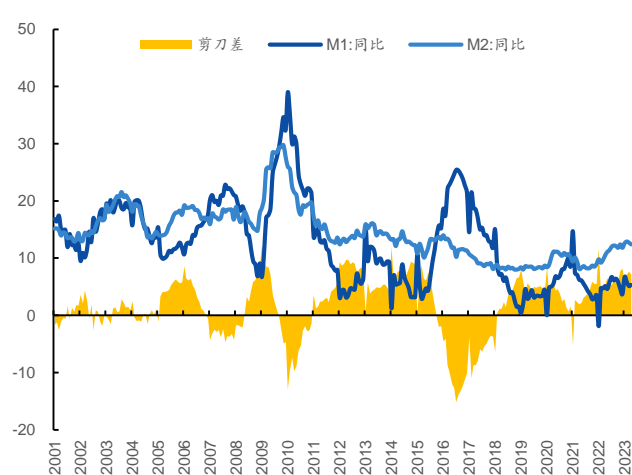
- **社融：**今年4月、去年4月新增人民币贷款分别为4431亿元、3616亿元，受疫情等因素的影响，去年4月信贷和社融增量都是超季节性低的，而今年仅是同比略增，并没有出现实质性的增加。其一，季节切换后社融量极低，说明了信贷供给端发力明显，经济处于被动型拉动过程中，而一季度的信贷透支效果凸显，导致季节切换后明显低于往年同期水平，22年疫情影响与23年疫后需求偏弱均是如此；其二，4月绝对水平较低，其实也是真实信贷需求的一种写照，如果借鉴新增人民币贷款的中长期拆分来看，可以发现居民部分一直偏弱，4月数据走低有企业端支撑不足导致整体塌陷的原因存在。
- **金融机构新增人民币贷款：**今年4月、去年4月居民新增贷款分别为-2411亿元、-2170亿元，整体态势和社融呈现类似特点。具体看，仍然是以结构性问题为主——**居民中长贷疲弱，企业中长贷是主要支撑力量**，居民端的数据与近期车房数据可以相互验证。
- **M1、M2：**4月M1同比5.2%，M2同比增长12.4%，剪刀差为7.1%，仍处于历史高位，反映了实体经济活跃度差，融资需求乏力，尽管财政、货币积极刺激，但市场主体对于加杠杆持谨慎态度。

图 10：信贷需求羸弱



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：融资需求乏力

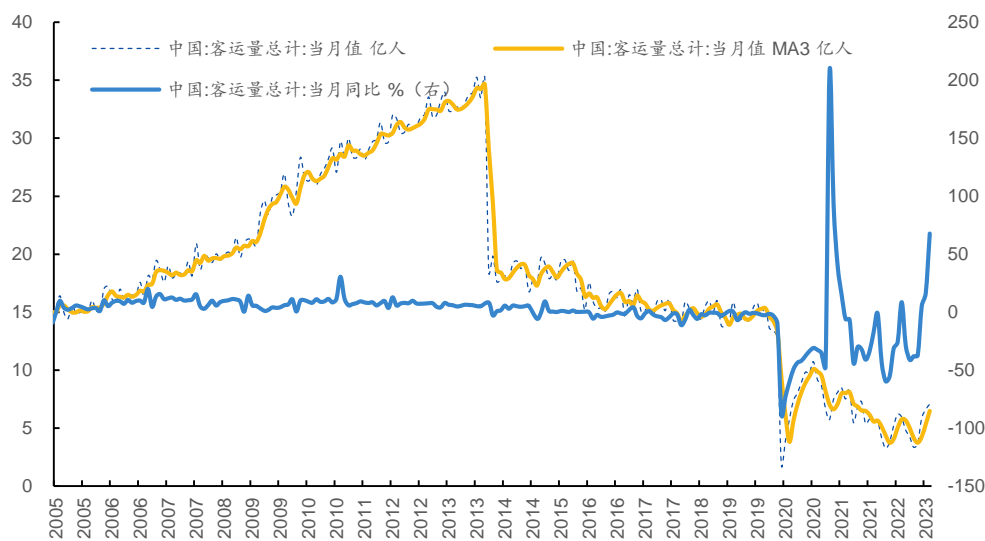


资料来源：Wind，国元证券研究所

自2022年二季度以来，疫情的反复侵扰下经济维持弱复苏态势，信贷投放主要矛盾在于资金供给充裕但实际有效需求不足，22年下半年及23年一季度来看，信贷端结构问题略有好转，但仍然存在，重点表现在企业端的恢复尚可与居民端中长贷方面的不及预期。

随着疫情防控对经济活动制约的解除，信贷需求由内而外本质修复的可能性大大提升，但企业盈利增速和居民可支配收入水平等据疫情前尚有差距，高频的出行数据也可以侧面验证，尽管恢复速度（同比增速）不错，但绝对水平的修复仍然还需要时间。自下而上的需求羸弱，是造成流动性释放与信贷需求之间的阻滞的重要原因之一，而弱需求来自于近年地产逻辑的变化、消费信心及需求的长久受损、居民收入端与资产负债表问题以及疫后经济恢复缓慢的多重因素导致，其中有些原因又是互相矛盾、互相影响，目前并没有完美的方法可以同时解决多方面问题。

图 12：出行数据恢复速度较快，但绝对水平的修复尚且不够



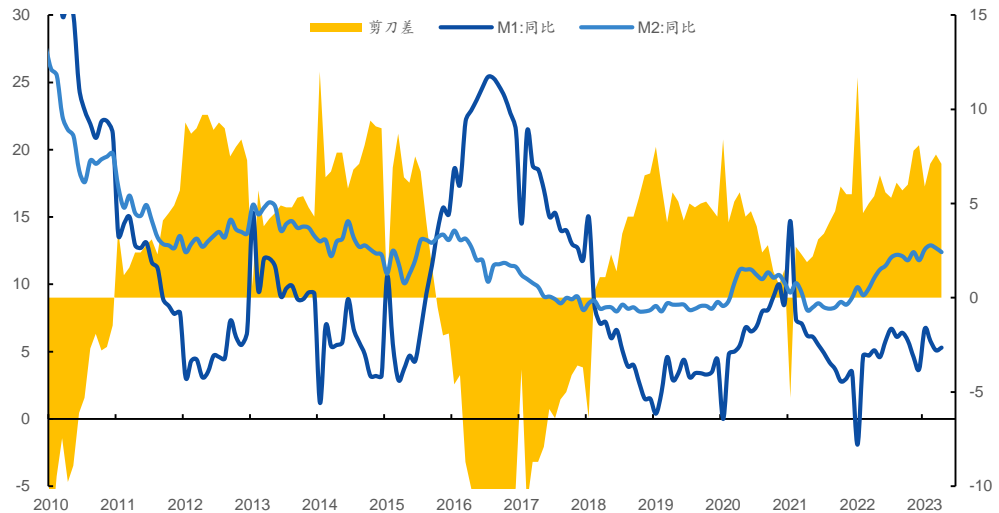
资料来源：Wind，国元证券研究所

2.3 剪刀差比较明显，货币活化程度偏低，且尚未看到明显的收敛趋势

将上面的 M1 和 M2 数据详细去看，可以看到 4 月份，广义货币 M2 同比增长 12.4%，狭义货币 M1 同比增长 5.3%。这体现了货币依旧维持宽松状态，这也与先行指标及信贷脉冲指数的上升相符，但较高的 M2 增速与 M1 之间的间隙反馈了仍然较大剪刀差背后是“流动”资金疲弱，即货币活化程度偏低。尽管总量充裕的背景下资金蓄水池余量较多，有转化为消费力和投资的可能性，但目前仍然是不强的需求下货币投放尚未完全转化实体经济的有效“购买力”，实体扩表意愿仍然相对谨慎，反馈出经济的内生修复动能依然偏弱，上游的信贷投放并不能有效地转化总需求的反弹以及经济恢复的活力。

相较于剪刀差的绝对数据，趋势更加重要，目前来看剪刀差并未形成明显收敛的趋势，暂时维持在一定区间，后续趋待货币投放和派生更加有效地转化成购买力，并拉动 M1 增速的继续回升。

图 13: 剪刀差仍未看到收敛的趋势



资料来源: Wind, 国元证券研究所

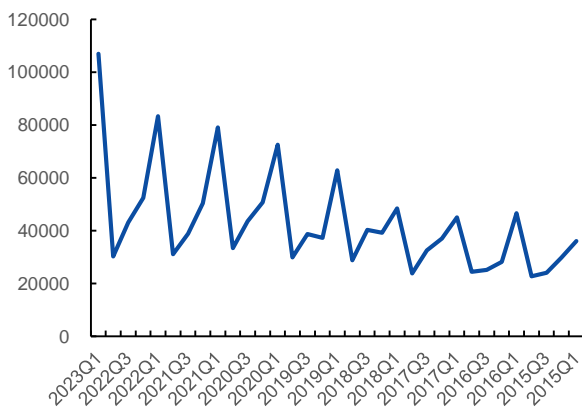
2.4 社融低于预期系弱现实与季度因素共同导致

4 月份社会融资规模增量为 1.22 万亿元，环比 3 月份大幅下降了 3.1 万亿，且社融数据低于市场预期的，较去年同期也多增加了 2729 亿元。

一方面，4 月社融的确低于市场预期，且较去年疫情影响下的同期增加不多，反馈了实体信贷需求偏弱的现实情况；

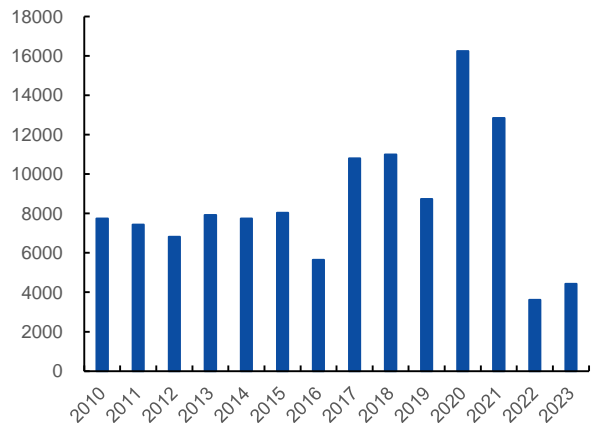
另一方面，历史数据来看，每年的一季度往往都是金融机构发放信贷的集中期，即社融会在一季度提前投放，4 月份需求或被提前透支，而且近年稳增长护航经济的大背景下，开年信贷发力自然相对偏强，易导致季度衔接之间出现落差。

图 14: 社融季节性特征十分明显



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 15: 近年 4 月社融体量一览



资料来源: Wind, 国元证券研究所

2.5 新增人民币贷款情况类似，企业中长贷强于居民端

4 月份人民币贷款增加 7188 亿元，同比多增 649 亿元，环比则下降了 3 万多亿，该情况与与社融数据基本对应，情况类似。

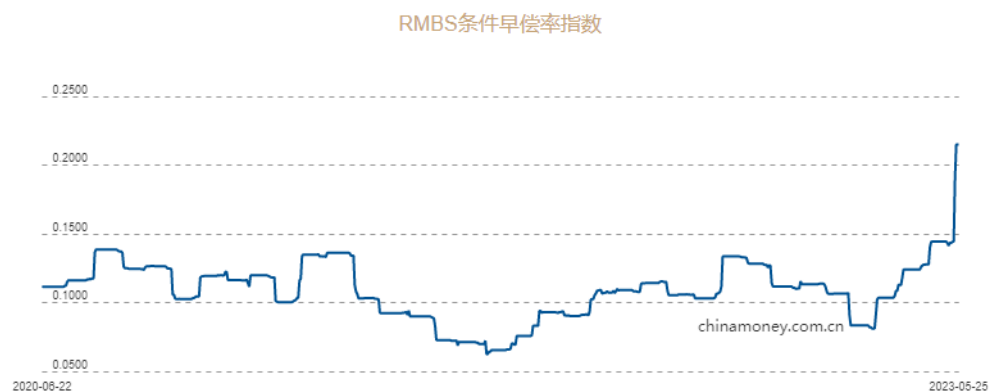
中长期贷款作为新增人民币贷款的重要组成项，是我们特别关注的重要指标之一。其中，4 月份企业端的中长贷发力节奏与社融及新增人民币贷款的整体节奏保持一致，企业的投资往往具有前瞻性和计划性，目前来看企业端的中长期贷款情况基本符合预期，也是整体中长贷增长的主要贡献部分。

企业端的中长贷 4 月份为 6669 亿元，较去年同期上升 4017 亿元，成为 4 月信贷数据中难得的亮眼项，但当前企业中长期贷款的高增与其他经济数据所展现的经济复苏程度存在背离。一方面，可能是由于当前企业中长期贷款仍与基建的关联度较高有关，除大基建、大央企以外的其外融资意愿较低；另一方面，当前经济可能处于“脱实向虚”，从 4 月非银贷款高速增长中可以发现这一点。后续当地方项目逐渐进入“空窗期”，企业中长期贷款能否继续成为信贷的重要支撑还需观察。

居民端的中长贷 4 月份为 -1156 亿元，较去年同期下降 842.28 亿元，为有史以来的最低值。一方面，从高频数据上看，4 月份以来房地产销售数据有所回落，新增购房需求有所降低；另一方面，可能是居民提前还贷的影响，3 月银行冲量居民存款季节性回升，而 4 月居民存款流出力度强于季节性，可能有部分存款流出进行提前还贷。提前还贷本身是一种正常现象，因为我国二手房交易通常需要结清房贷，这意味着只要二手房市场存在交易行为，居民提前还贷的情况就会发生。

4 月末以来，RMBS 条件早偿率指数升至 0.14 点，为历史高位水平，表明当前居民提前还贷的行为较为显著。这里也说明了另一个更直观的问题——居民端的提前还贷可能反映了个体资产负债表受损的主动修复与投资选择不佳两方面问题。

图 16: 提前还贷有可能是资产负债表受损与投资收益不高的被动选择



资料来源：中国外汇交易中心¹，国元证券研究所

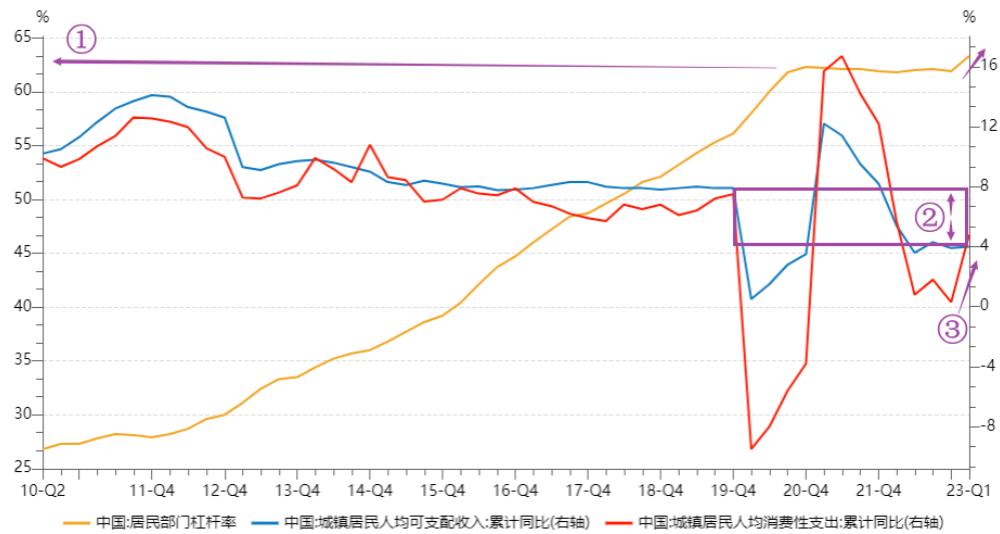
尽管此篇更多是信贷端的讨论，但居民部门信贷需求的增长离不开良好资产负债表为基础。其一，下图可以看到，疫情冲击对居民部分的收入端影响十分明显，也加速了杠杆率的走高。疫情期间，整体以更低的消费支出增速和收入增速维持杠杆率在一

¹ <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/rmbsindx/>

定水平。其二，截止目前，收入端的增速与疫情前仍然存在较大缺口，失去了更加乐观的收入预期为前提，消费和信贷自然会更加保守。其三，23年一季度，疫后生产级生活的正常化加速了前期诸如购房等消费需求的出清，体现在了消费支出同比的短期加速，但在收入增速并无明显变化的基础上，最终体现为杠杆率的抬升，即资产负债率的变化，而这样的消费扩张是与收入变化不匹配的，从而持续性并不会太强。

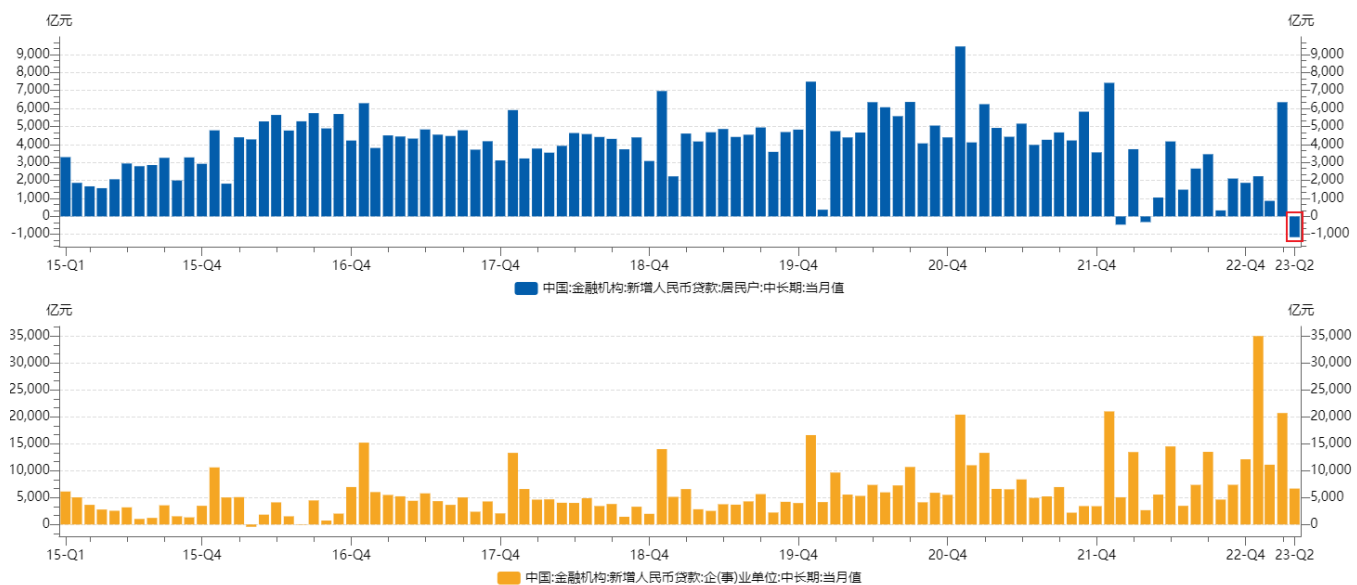
这些相关的变化，可以体现出后疫情时代，收入端的修复还需要时间，而没有收入稳健增长为基础的居民部分资产负债体系仍是比较脆弱的，已经不足以支撑持续性的消费扩张，也同样不能支撑信贷需求快速扩张。

图 17：收入增速尚有差距，消费支出增速抬升直接对居民杠杆率产生影响



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 18：居民中长贷创历史最低值，企业单位中长贷属于合理水平



资料来源：Wind，国元证券研究所

2.6 先行指标与房地产脱钩，与资本市场相关性增强

在中国经济高速发展的阶段，地产作为经济增长的重要抓手，房地产繁荣发展是经济高速增长、促进城镇化的重要力量。现在中国房地产业正进入发展拐点，即从高速扩张阶段进入到平稳发展的新阶段，近些年房地产管控政策的加码，房价与流动性的关系逐渐脱钩。

我们认为这将带来两方面的影响：

- 在宽松的货币政策下将有更多的资金流入非房地产领域，比如股市投资；
- 地产失去或部分失去了逆周期调节中对经济的托底作用。

但立足新发展阶段，把握“房住不炒”基本定位，实现“软着陆”，维护地产“平稳健康发展”，实现“良性循环”才是政策的目标所在。近年政策端对地产融资和开发的管控、疫情反复影响，以及经济下行的环境下理性购房需求的回落，最终反馈在了数据上，2022年5月商品房销售面积累计同比为-23.6%，已成为除2020年新冠疫情疫情影响外的近十年最低，且至今仍处于低位区间。

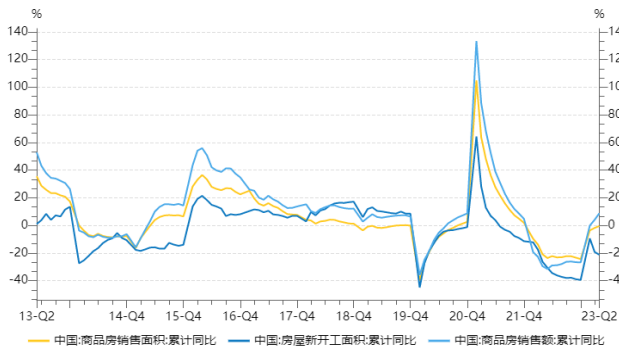
基于此，可以看到，年中在支持合理购房需求、维持市场平稳健康发展的思路下，全国多个城市出台了“地方版”稳楼市政策，内容涉及调整限购政策、降低首付比例、发放购房补贴、限售政策修改、鼓励多胎家庭购房、为房企提供资金支持等方面。近期“三支箭”政策逐步落地，对中国地产部门流动性困境的根本性缓解起到了非常积极的作用，叠加防疫政策优化调整和未来对需求的进一步刺激政策，对房地产进入平稳健康发展阶段有着良好的助推作用。

地产痛点：地产虽然在经济发展中不再是以前的角色，但稳增长与经济复苏中对地产支持仍是不可缺少。目前的痛点在于地产作为重资产行业至此拐点之际能否实现升级或脱困，以及看到需求端和销售数据的改善，这也决定了未来市场回暖中地产品否同步复苏。

地产则需要注意“平稳发展”及当下的纾困供血等边际变化不代表地产政策的转向，政策预期主导短期行情，风融资环境改善利好风险偏好的边际修复，但核心问题“房住不炒”并未动摇，对房地产市场长期影响可能相对有限，但至少会对经济复苏的拖累情况有所缓解。

一方面在“房住不炒”的定位下，政策利好是行业信心的恢复的一种修复，帮助房企改善当下的生存环境，优化行业去杠杆的节奏，引导房地产市场“软着陆”；另一方面，居民预期改变需要时间，且居民预期、销售、拿地、投资的链条很长，仍需要更多政策配合。

图 19: 商品房销售数据不佳, 积压需求释放抬升短端数据



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 20: 房价在多方因素压制下新一轮下跌潮已经形成



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 21: 二手房量价均处于向下的通道



数据来源: Wind

资料来源: Wind, 国元证券研究所

与此同时, 近些年信贷脉冲指数与房地产价格脱钩明显, 房价的变化已经对最近两轮信贷周期不再敏感, 反而资本市场的表现与流动性释放及收紧的相关性较大。可以看到在 2020 年随着先行指标的上行, 资本市场的上行趋势比较明显, 而在 2021 年初流动性逐渐从市场抽离后, 股市也以震荡走低给予反馈。

2022 年以来, 尽管上游流动性的投放与派生相当充裕, 但基于实体经济偏弱, 有效融资需求也受到了较大影响, 信贷传导至实体经济的力量大大减弱, 信贷脉冲指数新一轮上行开启并不十分顺利。

23 年初, 防疫政策出现重大变化, 参考境外经验, 疫情爬坡期及高峰期对实体经济及资本市场交易情绪的影响均比较大, 疫情彻底降温后, 经济若能顺利进入加速恢复的阶段, 市场反馈相对较好。因此, 地产逻辑的变化也带来了信贷脉冲指数与房地产价格脱钩, 被动导致居民资产配置中更多的资金可能分配到资本市场投资中去, 利好更多资金入市。但短期问题在于居民资产负债表的自我修复(提前还贷)将会增加对储蓄资金的使用, 叠加收入端受损的恢复、经济弱复苏等因素影响, 也降低了资金入

市的投资信心，这也使得暂时回不到“地产逻辑变化致使居民单位资产配置更多权重向资本市场转移”这一长期逻辑之上。

图 22：房价数据对信贷周期不再敏感，资本市场与之相关性提升



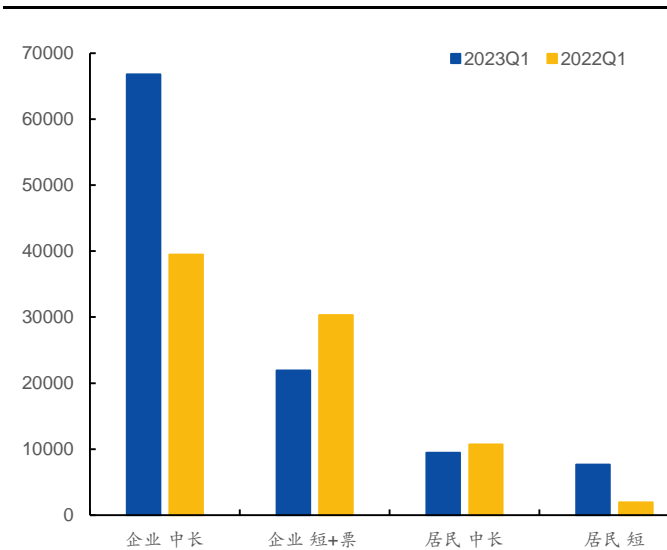
资料来源：MacroMicro，国元证券研究所

3. 一季度信贷的消纳方式

2023 年一季度，经济活动摆脱了疫情影响，实体融资需求边际改善，信贷增长规模较高，但信贷的消纳方式却略有特殊性，即企业端既有预期好转带动企业资金需求扩张的进取型行为，又有通过融资维稳现金流等防御策略，居民端以借短还长或提前还贷修复资产负债结构的保守性资产配置为主。

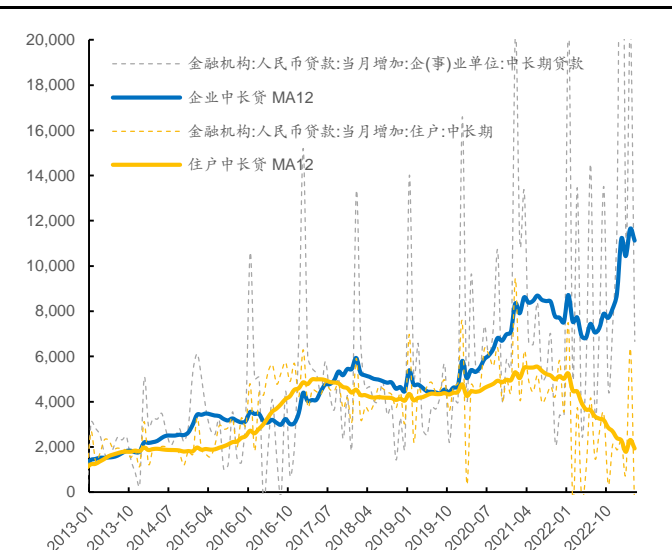
二者均与以往经济复苏阶段扩张性的投资及消费策略不同，这些特征或许也是当下复杂宏观环境下的特有现象。

图 23：居民长转短，企业短转长



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 24：居民单位和企业中长贷趋势性背离



资料来源：Wind，国元证券研究所

4月末，央行发布一季度金融机构贷款投向统计报告，其中企事业单位贷款稳步增长，中长期贷款增速提升较多。数据来看，2023年一季度末，本外币企事业单位贷款余额148.38万亿元，同比增长14.3%，增速比上年末高0.7个百分点；一季度增加9.03万亿元，同比多增1.78万亿元。

拆分一季度数据，可以发现在上游总量无虞的支持下，季度信贷总量再创新高，但主要由企业部门信贷拉动，企业信贷贡献了近9成的新增信贷，且主要以中长贷拉动为主。反观居民信贷则主要由短期贷款拉动，新增短贷多增0.57万亿，新增中长贷则是少增。

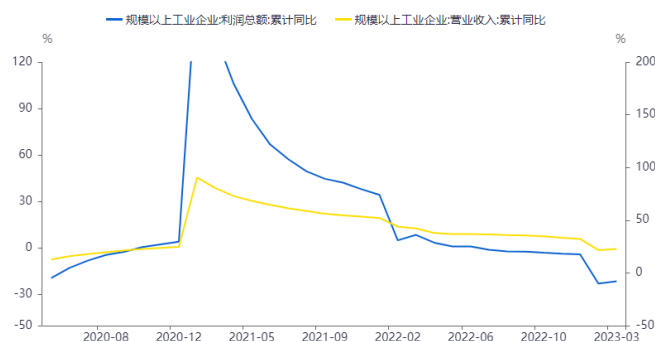
这样的企业信贷增长结构较以往十分不同，企业信贷中长贷明显扩量，短贷不佳且票据融资大幅缩减，居民端则“长转短”特征明显。

3.1 企业端：中长贷扩量反映企业攻守兼有，短贷不佳票据融资缩减

- 生产经营活动正常化，复工复产稳步进行以及市场预期好转带动企业资金需求扩张，同时在结构性政策的发力下，中长期贷款也持续回升；
- 疫情长期影响对企业维持经营带来巨大压力，不排除有借新还旧、补充现金流等信贷行为存在。

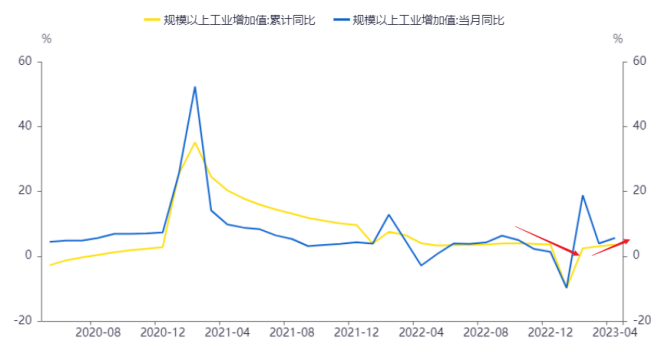
前一方面，看得到整个政策的目标仍然是以稳健的货币政策护航经济，在经济复苏基础不牢固的背景下，投资包括细分领域的制造业和基建仍是短期的重要抓手，支撑一季度中长期贷款同比多增，也是信贷延续积极态势的核心支撑；后一方面，无论从工业增加值的增速来模拟企业经营情况的大概态势，还是去看规上企业的利润增速，都可以看到22年疫情反复侵扰下企业利润还是有所受损的，22年四季度及23年防控恢复初期均是偏弱区间，有理由相信不佳的经营环境可能会倒逼企业增加信贷需求来借新还旧或维稳短期现金流，以保证经济复苏初期的企业经营状态顺利恢复。

图 25：规上企业的利润增速近期走低



资料来源：Iifind，国元证券研究所

图 26：工业增加值增速自四季度开始逐渐抬升



资料来源：Iifind，国元证券研究所

3.2 居民端：地产逻辑变化及收入端受损影响长贷需求，短贷有消费边际升温迹象

- 居民中长贷部分改善与短期房市回暖和政策支持有关，外部环境正常化促使前期积压购房及置换需求集中兑换，政策支持及低利率环境也相对友好，但并非趋势性改善。
- 居民端中长贷需求的整体趋势仍然是走弱的，这与地产逻辑变化后的长期趋势有关，在“居民单位和企业中长贷趋势性背离”一图中已有显示。不仅如此，居民端中长贷还有较多提前还贷的现象，反映了个体资产负债表受损的主动修复与投资收益不高的被动选择等两方面问题。
- 短贷超季节性多增指向居民消费边际升温，疫后补偿性消费是主要贡献，但有居民以低利率短贷置换房贷的可能。

4. 风险提示

- 国内经济复苏斜率不足的风险；
- 政策落地实效不及预期的风险；
- 海外经济下行周期带来的超预期风险。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188