

信用至暗时刻背后的结构、风险和背离

报告日期: 2022-05-14

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

主要观点:

●事件: 2022年4月新增人民币贷款6454亿元, 预期1.45万亿元, 前值3.13万亿元; 新增社融9102亿元, 预期2.0万亿元, 前值4.65万亿元; M2同比10.5%, 预期9.9%, 前值9.7%。M1同比5.1%, 前值4.7%。

一、4月信贷社融总量、结构均差, 指向疫情冲击蔓延、地产低迷、消费不振。

1、贷款方面, 4月新增贷款6454亿元, 同比少增8246亿元, 较过去三年同期均值少增7513亿元, 甚至低于疫情暴发的2020年2月(9057亿元)。各项贷款余额同比回落0.5个百分点至10.9%。总量结构均差, 指向疫情全面拖累经济, 特别是地产、消费。

分项看:

1) 居民贷款大幅减少, 是贷款的主拖累, 与疫情冲击下的消费、地产持续低迷有关。4月居民贷款减少2170亿元, 同比大幅少增7453亿元, 较过去三年同期均值少增7907亿元。历史上居民贷款净负增的情况屈指可数, 近些年分别是疫情暴发的2020年2月, 今年2月和今年4月。央行公布的居民贷款口径略有调整。其中, 住房贷款减少605亿元, 同比少增4022亿元; 不含住房贷款的消费贷款减少1044亿元, 同比少增1861亿元; 经营贷款减少521亿元, 同比少增1569亿元。若以住房贷款近似替代居民中长期贷, 则较过去三年同期均值大幅多减5096亿元。居民贷款下滑与疫情拖累消费和服务业, 导致汽车生产受阻, 地产销售大幅下滑等有关。4月乘用车销量同比下滑35.5%(3月下滑10.5%); 30大中城市商品房成交面积同比下滑54%(3月下滑47%), 连续9个月呈两位数以上下滑。

2) 企业贷款同比少增, 票据仍是主支撑, 指向宽信用政策发力占主导; 但企业中长贷大幅少增, 指向实体经济融资需求较差。4月新增企业贷款5784亿元, 同比少增1768亿元, 较过去三年同期均值少增1078亿元。结构较差, 呈现较为明显的冲量和政策逆周期支持特征, 而实体经济融资需求偏差。表内票据新增5148亿元, 同比多增2437亿元, 较过去三年同期均值多增2316亿元, 与4月票据利率大幅下行形成印证, 体现冲量和政策宽信用意图。与此同时, 企业中长贷仅增加2652亿元, 同比大幅少增3953亿元, 较过去三年同期均值少增2340亿元。从与实体匹配的角度来看, 4月经济景气度全面回落。疫情对制造业的超季节性拖累有所加深; 建筑业PMI小幅回落, 4月扩张放缓且低于季节性; 同时, BCI指数显示疫情对民企造成严重冲击, 就业延续恶化。根据4月PMI偏离季节性的幅度大致测算, 疫情对二季度经济的拖累可能为1-1.4个百分点。因此, 企业中长贷走弱与地产低迷、小微企业受挫有关, 同时建筑业支撑力度仍不够。合理推测4月企业中长贷中大部分资金可能流入基建, 而制造业、房地产业可能有限。

2、社融方面: 4月社融同比大幅少增, 新增量仅略好于2020年2月, 表内贷款是最大拖累, 主因疫情对消费、地产等造成冲击。社融存量增速较前值下滑0.4个百分点至10.2%, 宽信用再次出现反复; 结构中为数不多的亮点是非标融资有所改善, 且政府债券继续形成正向贡献。

4月新增社融9102亿元, 仅略高于2020年2月疫情暴发时的8737亿元; 同比少增9468亿元, 较过去三年同期均值少增1.3万亿元。社融存量同比较前值回落0.4个百分点至10.2%, 剔除政府债券的社融存量同比较前值回落0.36个百分点至8.97%, 指向宽信用再次出现反复。结构上看, 新增人民币贷款是主要拖累, 非标(信托、委托贷款)、股票融资、政府债券对社融形成支撑。

1) 新增人民币贷款大幅少增, 是社融主要拖累。新增人民币贷款增加3616亿元, 同比大幅少增9224亿元, 较过去三年同期均值少增8988亿元。社融中的新增人民币贷款指的是不包含非银机构贷款部分, 其与金融机构新增贷款的口径差异指向非银贷款对信贷规模存在冲量影响, 且居民贷款净负增, 对社融拖累较大。

2) 社融中为数不多的亮点是非标融资有所改善, 对社融形成了正向贡献。4月委托贷款减少2亿元, 同比少减211亿元; 信托贷款减少615亿元, 同比少减713亿元。随着去年资管新规过渡期的到期, 信托贷款降幅收窄。投向方面, 用益信托数据显示, 4月投向基础产业的规模占比增加, 而投向房地产和金融领域的产品规模占比下降。此外, 4月新增未贴现银行承兑汇票减少2557亿元, 同比多减405亿元, 我们判断可能因为在实体经济差、流动性充裕、宽信用诉求下, 表外票据向表内贴现加快。

3) 政府债券同比小幅多增, 预计地方专项债二季度将加快投放。政府债券新增3912亿元, 同比多增173亿元, 较过去三年同期均值多增69亿元。wind数据显示, 4月地方政府新增专项债券净融资额950亿元, 规模不高。今年1-4月新增专项债发行累计1.4万亿, 财政部要求地方6月底前完成大部分今年新增专项债的发行工作, 并于三季度完成剩余额度发行扫尾工作, 意味着剩余2.25万亿专项债需要在二季度加快投放, 5-6月发行压力较大, 将为社融带来更大支撑。

3、存款方面: M1、M2双双回升, 财政支出加快。

M1同比较前值回升0.4个百分点至5.1%, M2同比较前值回升0.8个百分点至10.5%, 与贷款和社融增速形成背离; 财政存款同比大幅少增, 指向财政支出继续加快。4月M1同比上行, 与基数下行有关(2021年3月M1同比7.1%, 4月6.2%), 但与地产低迷、以及贷款和社融增速下行形成背离; 同时4月M2同比的大幅回升, 除了基数下行(2021年3月M2同比9.4%, 4月8.1%)可解释部分原因, 也与社融增速发生背离, 后文将做详细阐述。此外, 4月财政存款增加410亿元, 同比少增

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用的梦想与现实》2021-11-11
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_社融的内生弱与外生强》2021-12-10
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_测算: LPR 还有再降息空间吗?》2022-01-10
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_数读 LPR 调降》2022-01-20
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用来了, 稳增长还会远吗?》2022-02-10
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“宽信用”的阶段性波折还是“资产负债表衰退”风险?》2022-03-12
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_信贷结构究竟如何? 对经济有何启示?》2022-04-12
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_百年变局之下, 坚定看多中国——4月政治局会议点评》2022-04-29
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度央行货币政策报告的 8 大关注点》2022-05-10

5367 亿元，体现了财政前置要求下，财政支出力度加大，这也为 M2 释放了空间。4 月居民存款和企业存款分别减少 7032 亿元和 1210 亿元，同比少减 8668 和 2346 亿元。居民存款的同比少减，可能与疫情之下，预防性储蓄加大有关。

● **二、信用至暗时刻背后的三个细节**

1、信贷结构来看，顺周期指标占比大幅下滑 60 个百分点，与景气低迷形成印证。我们在报告《信贷结构究竟如何？对经济有何启示？》中曾将信贷分成顺周期和逆周期指标来进行分析。由于宽信用的传导往往存在“票据→短贷→长贷”的规律，即“宽货币→宽信用”的传导往往以宽松的货币政策落实开始（比如降准、降息、喊话宽信用），但由于短期实体经济融资需求难大幅抬升，因此前期表现为票据冲量，或者是以票据贴现补充企业的临时、短期现金流需求，此时企业短贷也较多；随着实体经济融资意愿提升，再体现为企业中长贷的回升。

因此，我们将新增信贷中的票据和企业短贷之和定义为“逆周期变量”，主要体现政策维稳意志；以居民贷款、企业中长贷之和定义为“顺周期变量”，主要体现消费、地产和投资的改善（需要指出的是，两者往往此消彼长，但之和并非 100%）。历史数据表明，顺周期变量与商品房销售、制造业 PMI 正相关性较强。数据显示 4 月顺周期变量占新增贷款比重较前值大幅回落 60 个百分点至 7.5%；而逆周期变量占比则相反，即回升 13.6 个百分点至 49.6%。在疫情冲击之下，经济景气度低迷，消费、地产和企业投资仍偏弱，贷款结构较差。

2、年内居民贷款两次负增，企业贷款结构恶化，是否意味着“资产负债表衰退”风险加大？

1) 疫情之后居民杠杆率保持稳定，但收入结构有所恶化，未来加杠杆能力可能受到制约。近些年中国居民杠杆率稳步抬升，根据国家资产负债表研究中心测算，疫情之后的 2021-2022 年一季度，居民部门杠杆率基本稳定在 62% 左右，较疫情前略有提升。往后看，受疫情影响，居民加杠杆意愿和能力可能受到制约。疫情对居民收入造成了结构性冲击：第一，2020 年和 2021 年一季度，疫情影响下，居民财产性收入增速下滑幅度加大；第二，观察不同收入群体的收入增速，疫情之后中等收入群体可支配收入增速恢复较快，但低收入群体收入增速迟迟未能恢复，甚至继续下滑，收入差距拉大也将制约低收入群体加杠杆能力。若以债务收入比（居民债务/可支配收入）替代居民杠杆率加以衡量，则 2019 年底已经达到 105%，较 2009 年的 46% 已经翻倍。考虑居民收入增速放缓，疫情对居民收入结构造成冲击，居民加杠杆意愿和能力可能受到制约。

2) 企业部门还本付息压力上升，但还未至资产负债表衰退程度。前期报告《“宽信用”的阶段性波折还是“资产负债表衰退”风险？》我们指出需警惕“资产负债表式衰退”风险，但目前看这一风险不算大。根据 BIS 数据测算，中国企业还本付息压力加大，但还远不到 20 世纪 90 年代以来日本的程度。

我们根据国际清算银行（BIS）的“Debt service ratios”和“Credit to the non-financial sector”两套数据库，测算了我国和日本企业部门 1999 年以来的还本付息占新增贷款比重（简称“还本付息率”）的情况。2008 年金融危机以来，我国企业还本付息率总体趋于上行，表明企业债务压力加大，其中金融危机之后的 2009 年和疫情之后的 2021 年出现阶段性抬升。但截至 2021 年三季度，我国企业的还本付息率维持在 0.49 左右，与日本有较大差距，说明中国企业还未至“资产负债表式衰退”程度。

3、M2 升、社融降、M2 与社融背离说明了什么？

1) 实体融资需求较差，可能存在资金空转现象，资金空转的存款体现在 M2 中，而未体现在社融中。受疫情反复、地产景气度下行等影响，实体经济融资需求较差。社融中不包括非银机构贷款，而主要反映的是实体经济的融资规模，这时社融可能就会比较低。但 M2 中包含非存款类金融机构在存款类金融机构的存款以及非存款类机构部门持有的货币市场基金，即同业存款和其他存款（包含同业存单）。如果银行购买资管产品，而资管产品本身未投入实体经济，就会产生资金空转，M2 增速提升，但社融没有太大变化。

2) 4 月地方政府专项债发行缓慢，但财政投放有所加快，财政存款转化为对实体经济的支持，提升 M2。一方面，政府债券计入社融，4 月地方政府新增专项债券净融资额仅 950 亿元，政府债券新增 3912 亿元，发行量并不高，因此对社融支撑有限；另一方面，政府债券发行形成的财政存款不计入 M2，对 M2 形成挤压，而当财政投放加速，形成对实体经济支持时，则会释放 M2 空间。4 月财政存款同比少增 5367 亿元，财政支出加快，对 M2 形成支撑。

3) 社融-M2 持续下滑本身也说明了实体融资需求不高，社会的资金供给超过需求。通常社融表征实体经济的融资需求，M2 表征货币供给。社融-M2 同比持续下行，说明整个社会的资金需求增速低于资金供给增速。

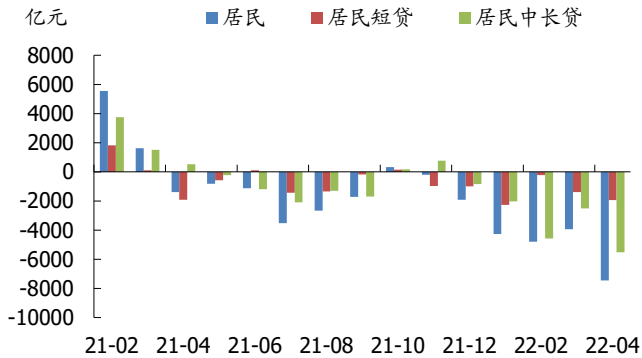
● **三、信用收缩，如何破局？**

4 月信贷社融总量、结构均差，反映了疫情冲击蔓延、地产低迷、消费不振，稳增长政策仍需继续加速加码。货币政策方面，结合一季度央行货币政策执行报告来看，指出“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”，但弱化了跨周期调节表述，并延续坚持不搞“大水漫灌”，同时关注物价稳定和海外货币政策，叠加美联储可能鹰派加息，预计国内短期全面降准降息较难。不过，央行将更注重结构性货币政策的运用，支持农业、小微、科技、养老、物流、双碳等领域，且可能通过压降存款利率的方式降低贷款利率。考虑 4 月降准 25bp 以及随着存款利率的优化和调整，4 月最后一周全国金融机构新发生存款加权平均利率较前一周下降 10 个基点，预计最快 5 月 LPR 可能下调，从而推动降低企业综合融资成本。房地产政策方面，在 429 政治局会议“支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”的要求下，后续“稳地产”政策将在供需端进一步加码，按揭、开发贷等房地产贷款也将有序投放。财政政策方面，专项债更加前置、做好减税降费工作，增量工具安排方面特别国债、消费券等都是可选工具，将进一步做好扩基建、稳地产、稳外贸、促消费工作。

● **风险提示**

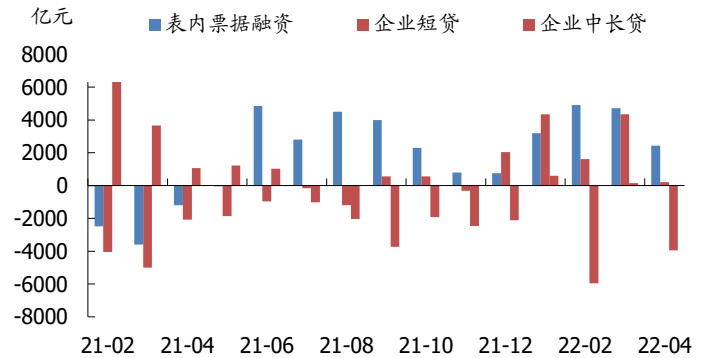
地产下行速度超预期，实体经济融资恢复不及预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 居民贷款同比少增，指向消费、地产承压



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 2 企业中长贷同比大幅少增



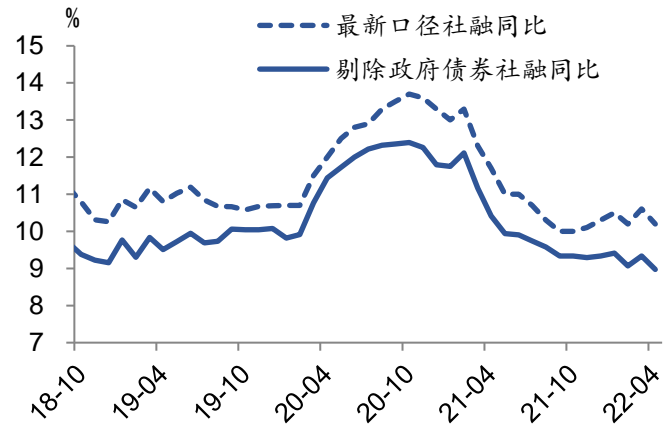
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 3 票据利率持续下行



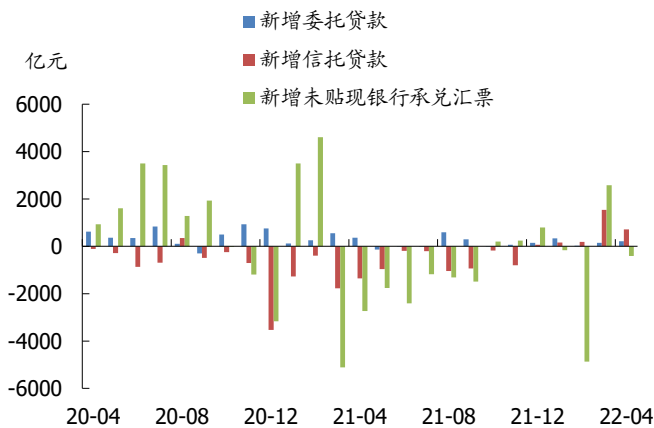
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 社融存量增速下滑



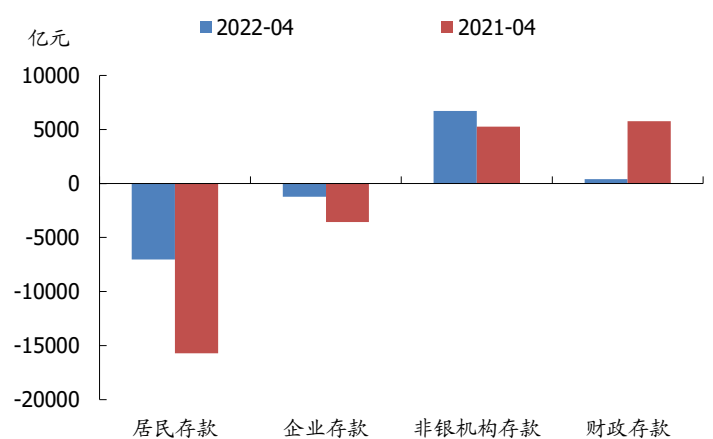
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 表外融资同比少减



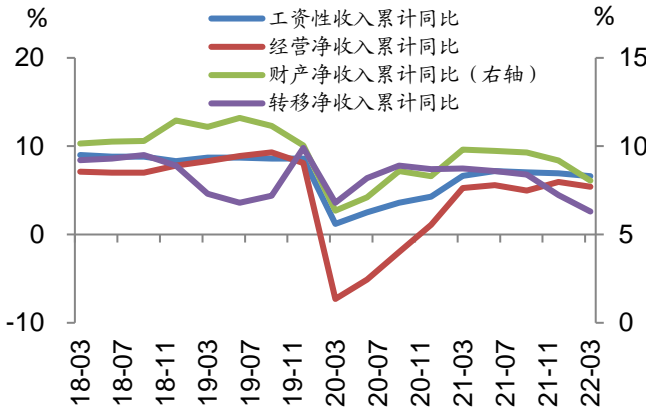
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 6 财政支出继续加快



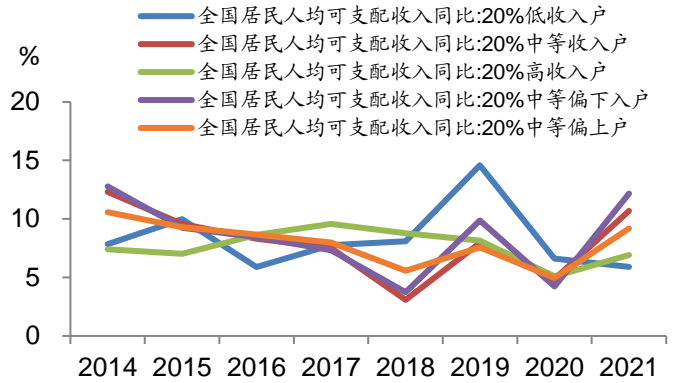
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 2022 年一季度居民财产净收入增速下滑



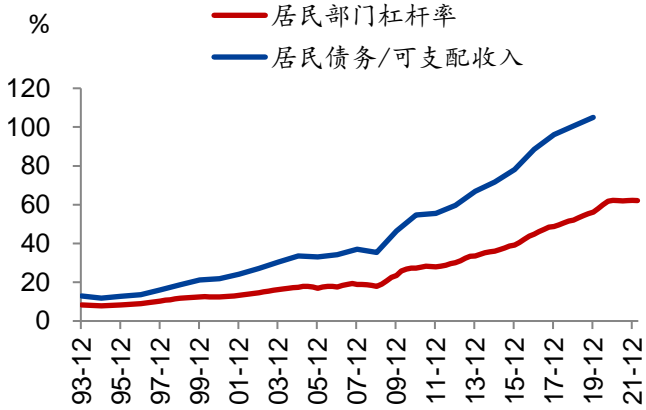
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 8 疫情之后低收入群体收入增速持续下行



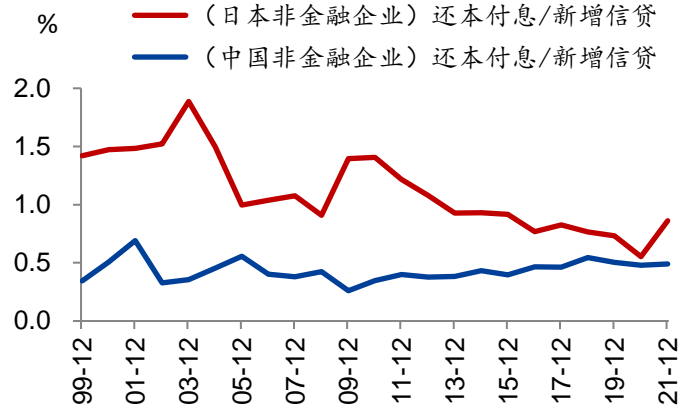
资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 9 居民债务收入比和杠杆率持续攀升



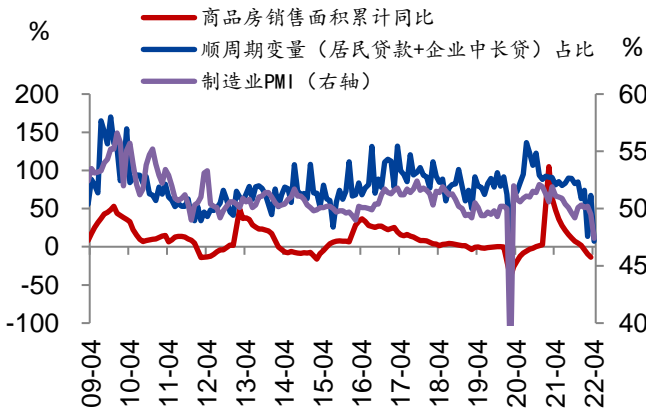
资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 10 中国企业还本付息压力还远低于日本



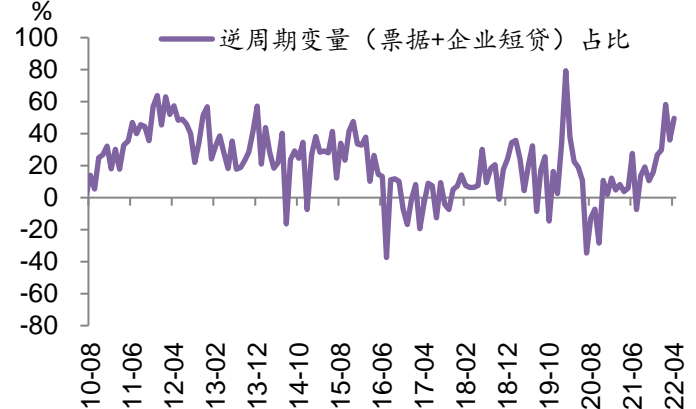
资料来源: BIS, wind, 华安证券研究所测算

图表 11 信贷中的顺周期变量占比大幅下滑



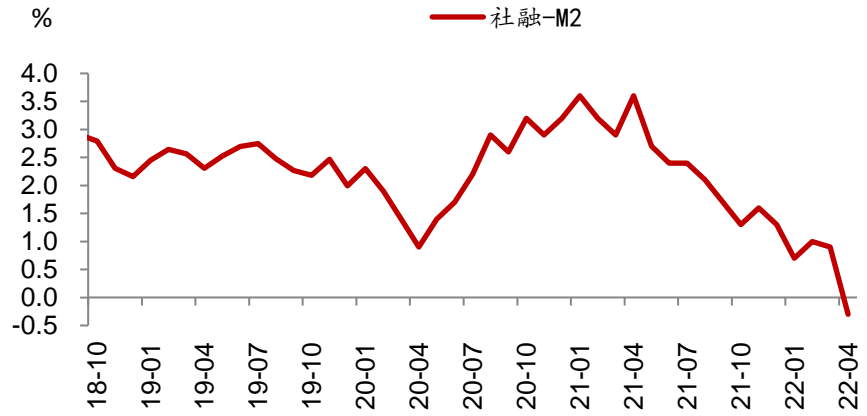
资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 12 信贷中逆周期变量占比上升



资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 13 社融-M2 增速持续下行



资料来源：WIND，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。