

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
linyanyan@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。

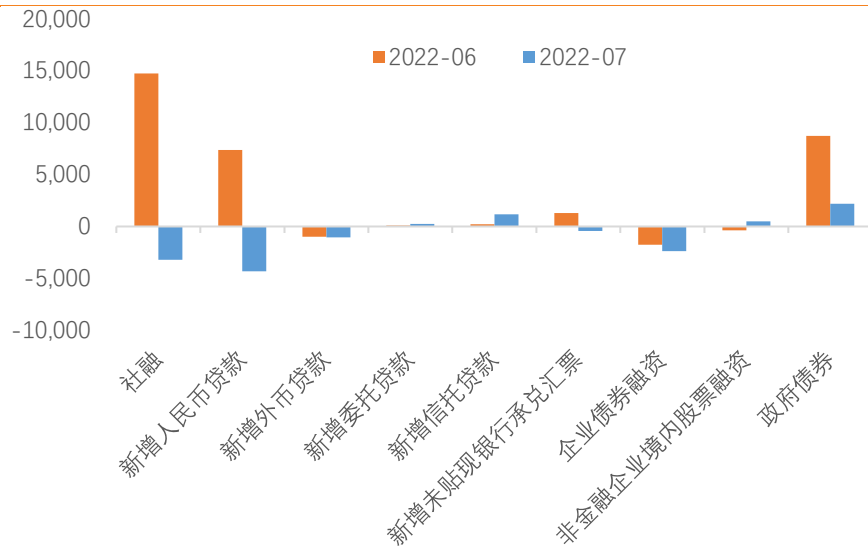
第一个原因随着国内经济减速和转型，需求和预期都在发生变化，预支未来的债务驱动模式也在逐渐退出历史舞台。另一个原因是，即使不考虑债务驱动的发展模式正在发生变化，当前环境也和历史有所不同。当前主要不是需求的能力不足，而是意愿不足，而意愿又受到外生因素的影响。结果导致市场主体，不太缺钱（M2同比走高）、不敢借钱（信贷同比下滑）、不想花钱（刨掉翘尾因素后，M1同比增速偏慢）的“三不”现象。

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）



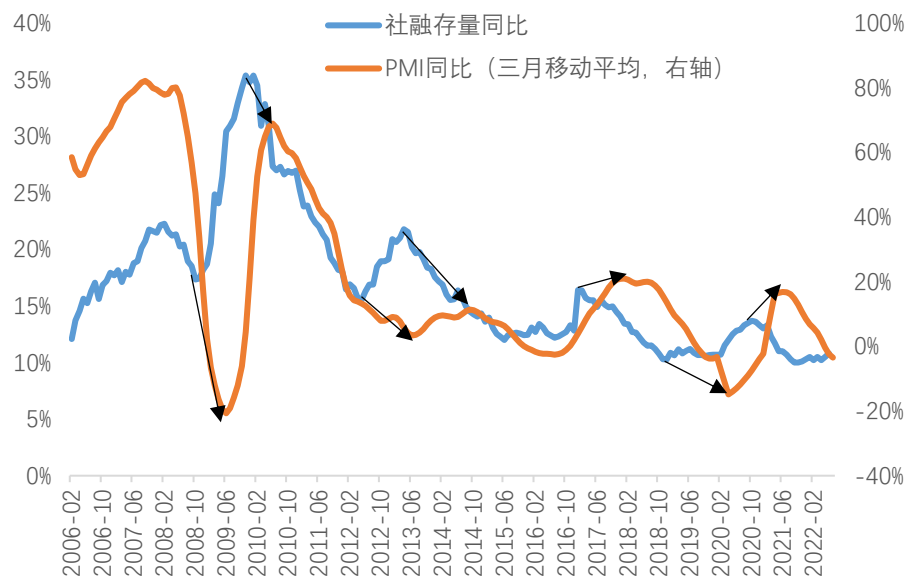
资料来源：WIND，天风证券研究所

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和居民部门杠杆，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

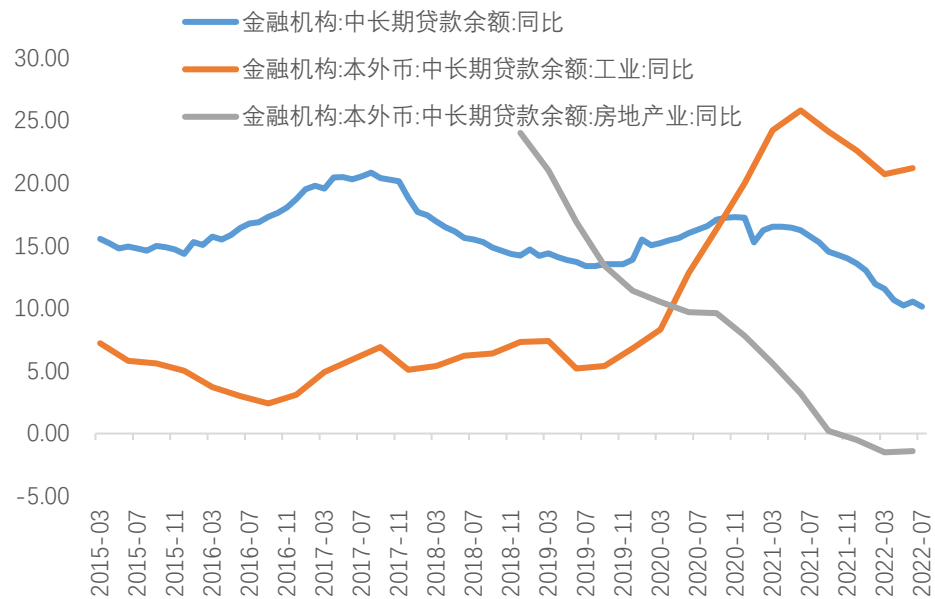


资料来源：WIND，天风证券研究所

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：%）

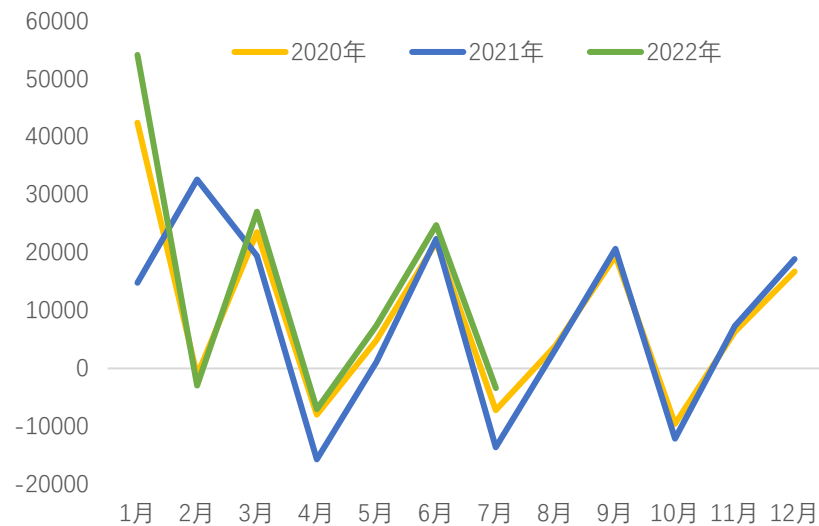


资料来源：WIND，天风证券研究所

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）

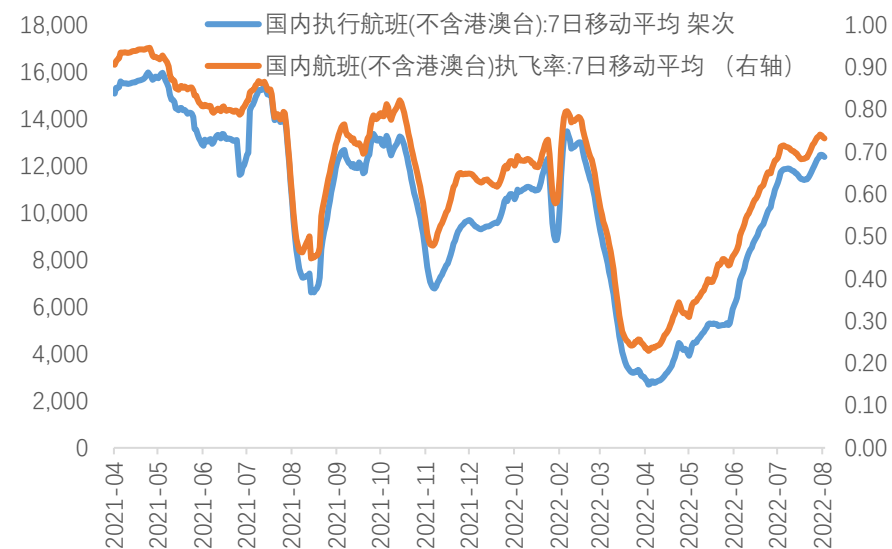


资料来源: WIND, 天风证券研究所

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。

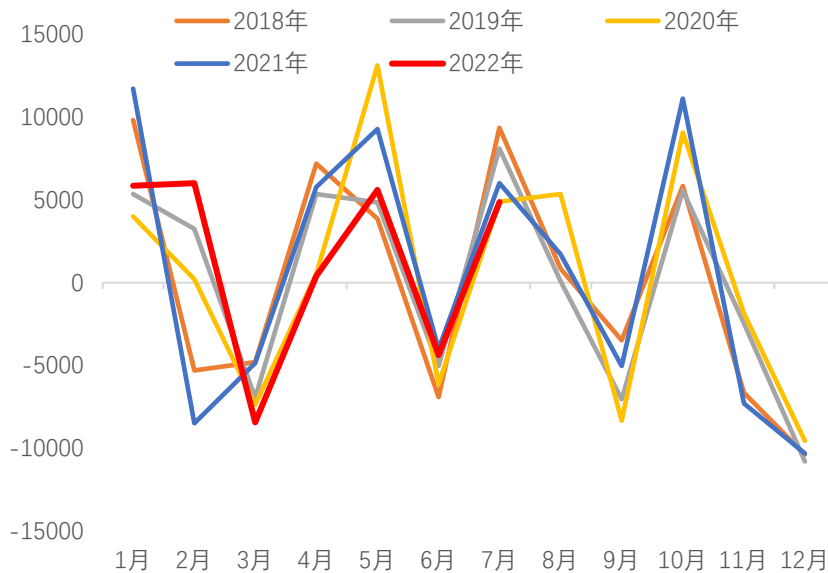
图 5: 国内航班执飞率回升



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

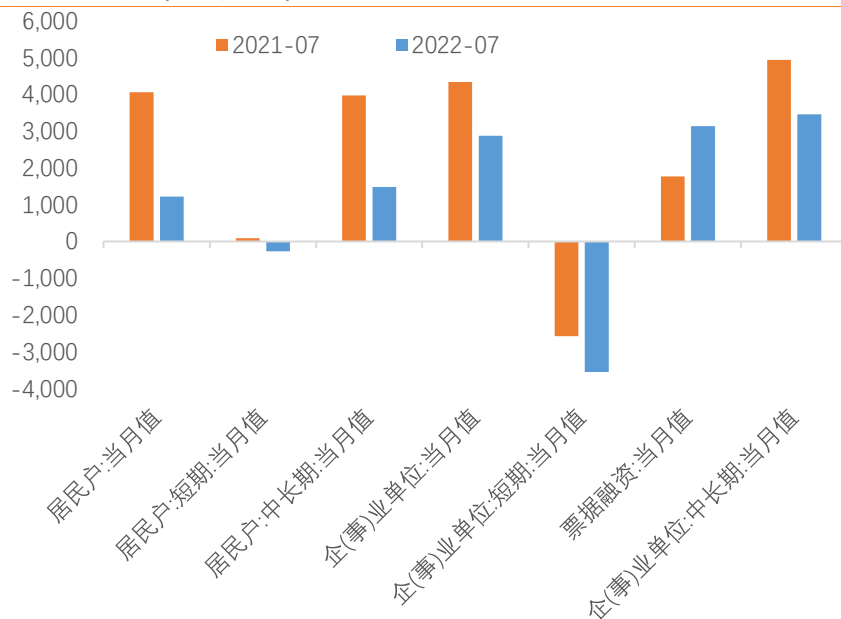
总的来说, 在房地产大周期下行和“债务驱动投资”的发展模式退潮, 可能让信贷数据对经济周期的领先性意义逐渐消失。外生性因素又造成了短期需求不充分(不缺钱、不借钱、不花钱), 即使需求充分改善也未必拉动信贷数据, 进一步扰乱了信贷数据和实际需求之间的关系。因此市场在对待金融信贷数据时, 应该避免简单套用历史规律, 淡化金融数据波动的影响, 并且多关注结构变化, 从需求数据中直接找证据。

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)



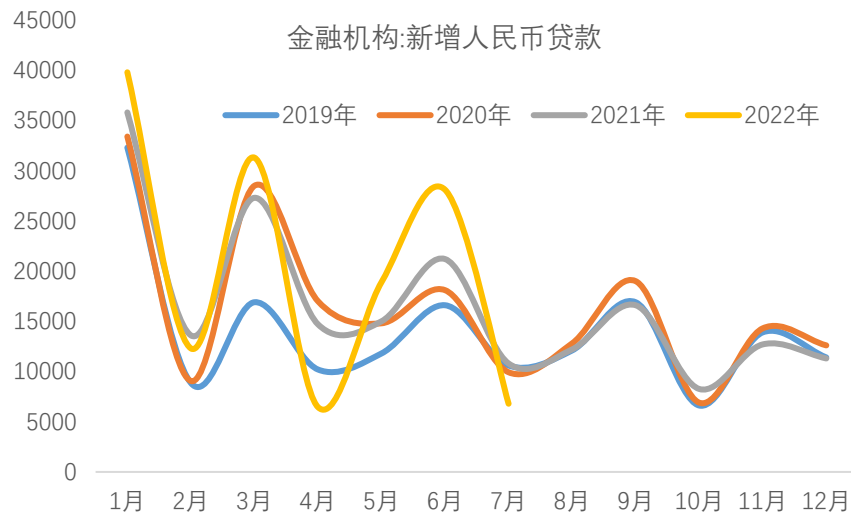
资料来源: WIND, 天风证券研究所

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）

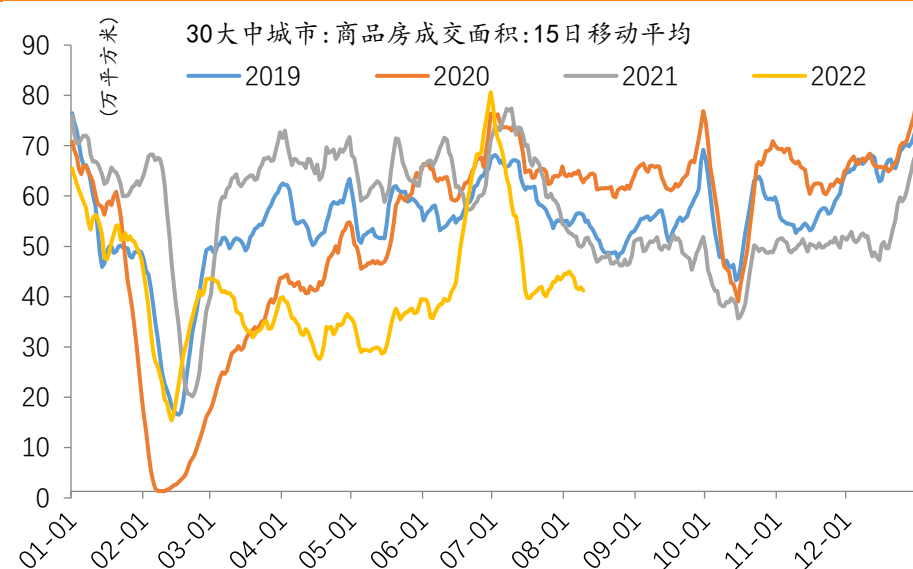


资料来源：WIND，天风证券研究所

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。

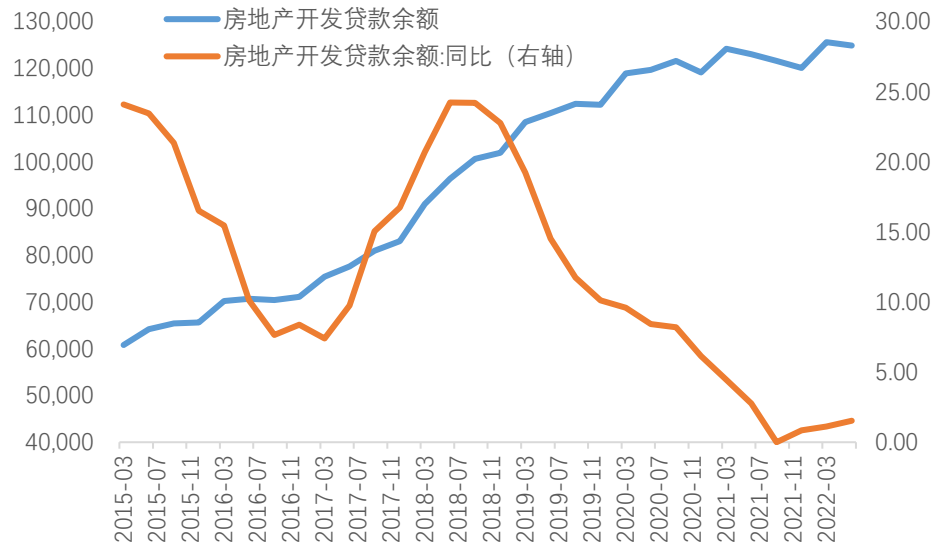
图 9：国内地产销售仅是弱企稳



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。

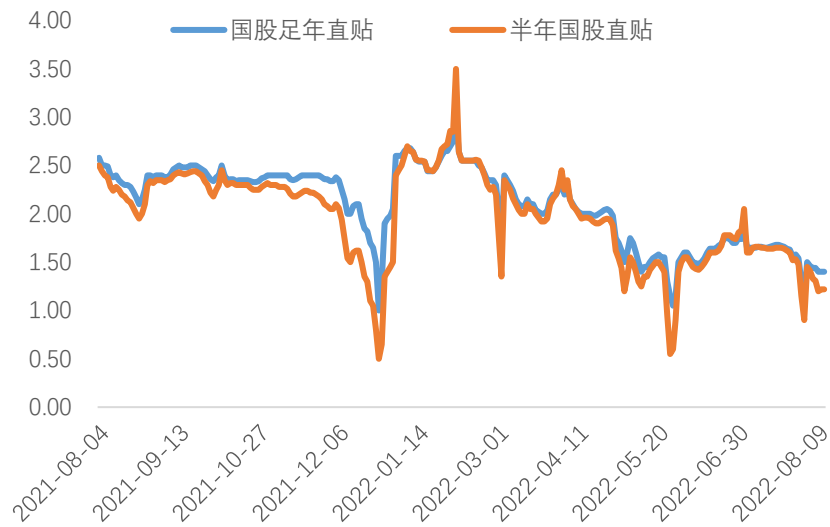
不过地方政府使用专项债务限额可能还会面临这么几点困难: 1) 未使用专项债务额度区域分布不均, 从规模上看, 截止 2021 年末, 前五省份和前十省份剩余额度占总剩余额度的 39.5%和 60.7%, 且主要集中在北京、上海、江苏等经济大省, 而这些地区反而并不太缺财政资金。这意味着后续限额的使用可能需要进行跨区域调整, 但是这就需要重新调整预算, 并经过人大常委审批。2) 从此前几次使用上看, 限额空间主要偏向用于再融资领域, 并没有形成增量债务, 后续能否用于新增专项债务也有待观察。

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后续几个月里会为社融带来超万亿的缺口。

图 11: 8 月之后, 政府债同比承压 (单位: 亿元)

与近期地方政府严控“隐性债务”有关，今年财政部两次通报违法违规新增隐性债务案例。这体现了目前监管对隐性债务继续保持高压治理的态势，在这样的情况下，城投企业在融资时也会更加谨慎。

图 13：7 月末票据直贴利率大幅走低（单位：%）



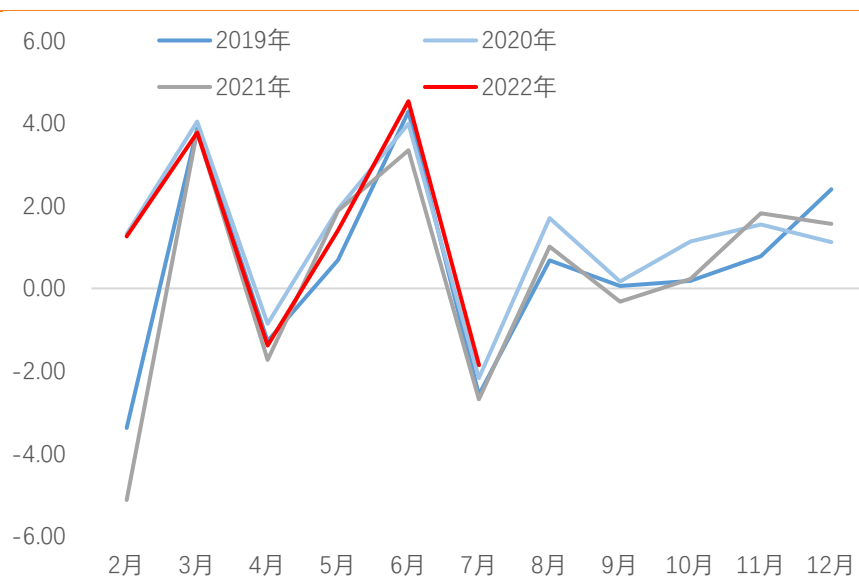
资料来源：WIND，天风证券研究所

4) 财政发力推动 M2 同比走高。

7 月末，广义货币(M2)同比增长 12%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 3.7 个百分点；狭义货币(M1)同比增长 6.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.9 个和 1.8 个百分点。

7 月 M1 同比增速上行存在一定翘尾因素的影响，根据 wind 数据，6 月 M1 翘尾因素为 1.56%，7 月份为 4.36%。但是除翘尾因素之外，我们也能够看到 7 月 M1 的环比降幅是明显低于往年水平的，7 月 M1 环比为-1.86%，而过去 3 年均值为-2.48%，我们认为这可能与基建项目开始加快落地开工有关。

图 14：M1 的环比变动（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

7 月 M2 同比继续走高，也有一定的翘尾因素影响。此外，M2 的同比走高可能与政府债发行同比高增以及此前募集的财政资金加速下发，财政存款向企业存款转移有关。

我们也可以使用（社融存量中的政府债券-财政存款余额）来模拟“对政府债权（净）”对 M2 的影响，结果显示，二者对 M2 的拉动率基本保持同步。7 月拟合值为 4.09%，前

值为 3.91%，拉动率提高。

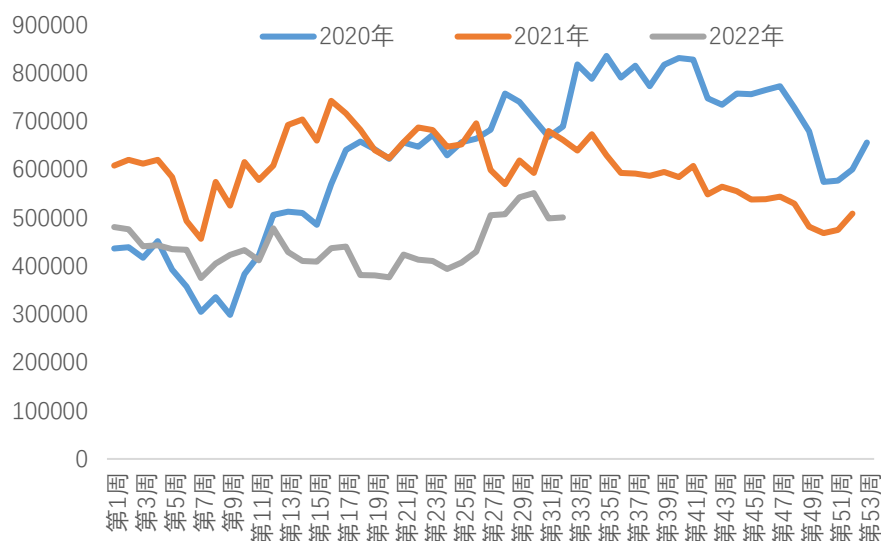
进一步的，如果将社融视为负债端，M2 视为资产端，我们能够看到近几个月来这两者之间出现了明显的背离，M2 同比和社融同比差值进一步拉大，金融市场的“资产荒”行情有所加剧。这也表明目前“宽信用”的堵点在于缺乏实体融资需求上。

后续央行货币政策的重心也会放在金融机构的资产端。这一点在央行二季度货币政策执行报告上也有所体现。报告一来删去了“保持宏观杠杆率基本稳定”的表述，并表示要“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”；二来基建成为了央行的宽信用的抓手，央行表示要“依法合规用好 3000 亿元政策性开发性金融工具，推动新增的 8000 亿元开发性政策性银行信贷额度及时投放，引导商业银行、社会资金等跟进提供融资支持，加快推动基础设施建设和重大项目形成实物工作量”。

往后来看，我们也认为基建对信贷的支撑会逐步加强。目前，随着专项债以及“准财政”资金的下发、地方政府完成换届、中央多次定调发力基建、上游原材料价格回落以及疫情影响减弱，基建扫清了“资金、意愿和能力”等方面的阻碍，开始进一步发力。

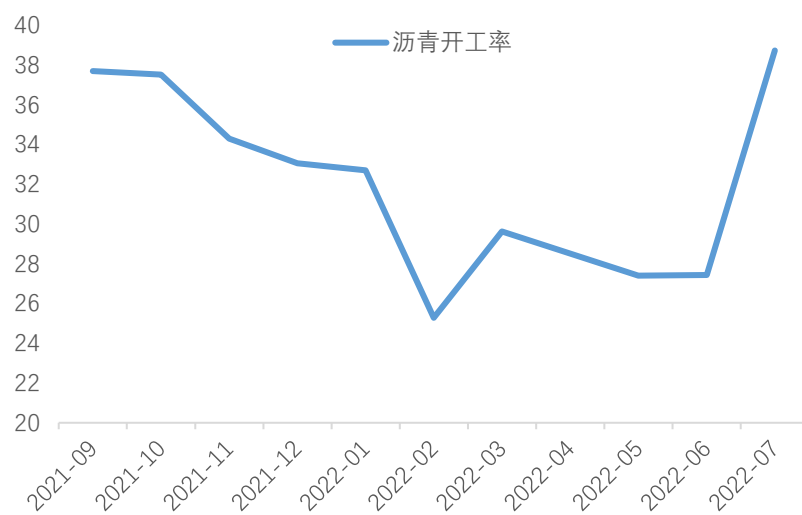
而且和上半年的情况略有不同，从高频数据上看下半年基建投资开始加速落地，此前基建投资同比增速与高频数据背离的现象明显改善，比如百川数据显示 7 月沥青开工率达到了 38.7%，明显高于今年上半年的水平。后续预计随着基建投资逐渐落地，基建对信贷的拉动作用也会逐步显现。

图 15：沥青周度产量（单位：吨）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 16：7 月沥青开工率明显回升（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com