

宏观

证券研究报告

2023年03月12日

信贷的持续性

作者

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

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

受益于高增的政企信贷、修复的信用债市场与靠前发行的政府债，2 月社融打破了去年“大小月”的特征。从信贷结构看，企业部门融资需求主要来自两个方面。一是基建配套融资需求；二是制造业融资需求。

而后续信贷修复的持续性则主要取决于民营企业和居民部门的融资需求。特别是居民部门，考虑到高增的存款和偏高的失业率，我们预计融资需求的修复尚需时日。

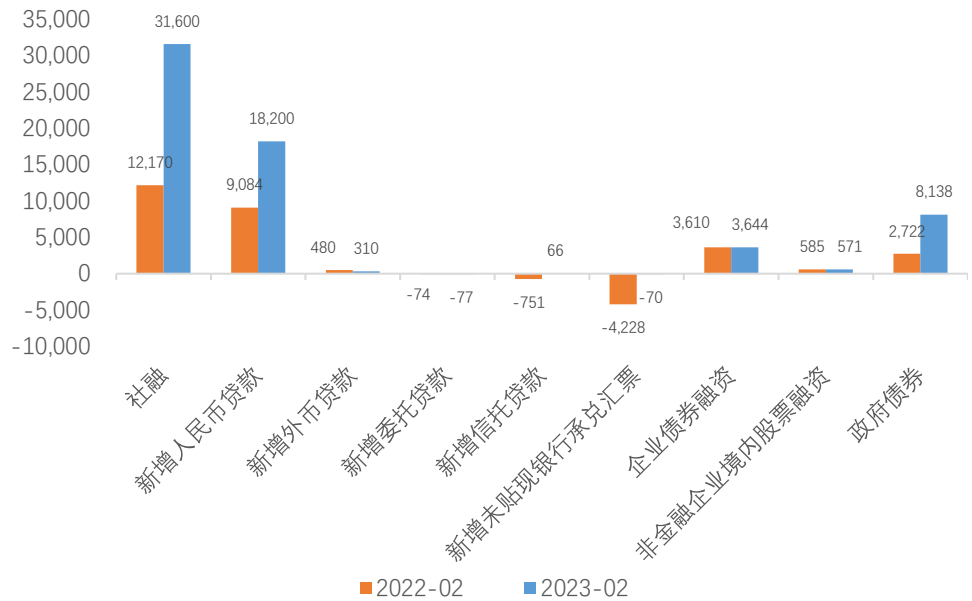
相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-行业 ESG 评价关注什么指标？——金属与采矿》2023-03-11
- 2 《宏观报告：宏观-哪些制造业行业更具复苏弹性？》2023-03-08
- 3 《宏观报告：两会报告的新意-2023 年政府工作报告解读》2023-03-06

风险提示：国内经济修复低于预期，海外经济修复不及预期，国内疫情超预期影响居民融资需求

2月金融数据延续了1月的“开门红”，新增社融3.2万亿（wind一致预期2.1万亿），同比多增1.9万亿，创历史同期新高。

图1：信贷和政府债是2月社融高增的主要支撑（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

社融数据的高增由人民币贷款、政府债、企业债和未贴现银行承兑汇票共同驱动。

其中新增贷款1.8万亿，1.6万亿投向企业部门，2081亿元投向了居民部门。

从结构来看，居民部门依旧缺席了本轮信用修复行情。在居民部门融资需求缺席时，企业继续承担了融资的主力。2月企业中长期信贷高增（1.1万亿，占比68.9%）与票据融资负增（-989亿元）的信贷结构表明信贷数据超预期并不是由信贷政策所驱动的，其体现的是实体融资需求的好转。

从信贷结构看，企业部门融资需求主要来自两个方面。

一是基建配套融资需求，1-2月wind口径专项债发行规模为8269亿元，占全年预计发行规模的比重为21.8%，与2022年接近。我们预计2月在财政资金的支撑下，基建项目的配套融资需求依旧旺盛（今年1月基建新增贷款就达到了1.5万亿¹）。因为春节错位的原因，2月新增政府债8138亿元，同比多增了5416亿元。

二是制造业融资需求，在疫情、节假日等短期扰动因素结束后，稳步修复的经济和偏低的信贷成本（2022年末企业加权平均贷款利率仅3.97%）共同驱动制造业企业融资需求好转。在企业融资需求好转时，信用债的发行环境也出现好转。随着理财市场调整对债券市场的影响逐渐减弱，2月城投债等的信用利差明显收敛，信用债的发行难度和发行成本均有所降低。受此影响，2月新增企业债3644亿元，环比上行2158亿元，结束了企业债连续数月同比负增的局面。

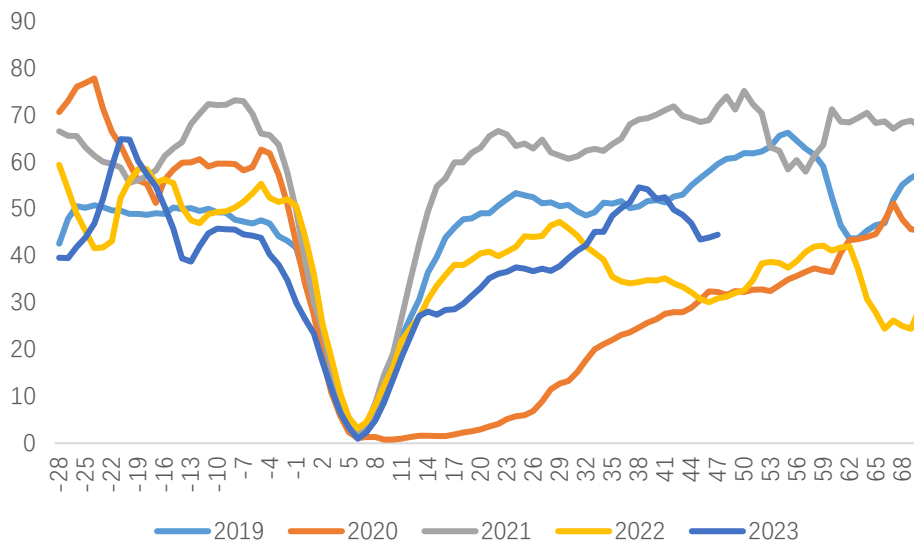
图2：信用利差收敛（单位：BP）

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/vgv6N9pu4vBhWn67sOYDRQ>



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 2 月 30 大中城市商品房成交面积持续修复 (单位: 万平方米)



资料来源: wind, 天风证券研究所

今年以来信贷承载的主体是以地方平台基建和国企、央企制造业为代表的政企类部门，我们预计二者的融资需求未来或仍将维持一定韧性。

年初以来一方面是基建投资正在加快形成实物工作量。如百年建筑网数据显示 2 月 22-28 日水泥出库量环比继续修复，其中基建水泥直供量环比上行 40.6%，农历同期同比提升 2.9%，石油沥青开工率也已经超过了去年同期。随着基建加快形成实物工作量，预计其对配套资金的需求也会延续。

另一方面是制造业企业的投资意愿较强，2 月 BCI 企业投资前瞻指数上行 9.3 个百分点至 62.96%，创 2022 年 4 月来的高点。另外国内制造业企业的去库存阶段已经进行了半年多，今年下半年部分制造业行业可能会开始进入补库阶段。

但今年居民部门的融资需求修复，仍然具有不确定性。

2 月居民部门新增短期贷款 1218 亿元，同比多增 4129 亿元；新增中长期贷款 863 亿元，同比多增 1322 亿元，这是时隔 15 个月居民信贷首次同比多增。但受到居民部门提前还贷²的影响，居民中长期贷款环比有所回落。另外，居民部门使用消费贷和短贷来提前

² <https://mp.weixin.qq.com/s/LChnj6bTbPLOXbz-9ZGX3Q>

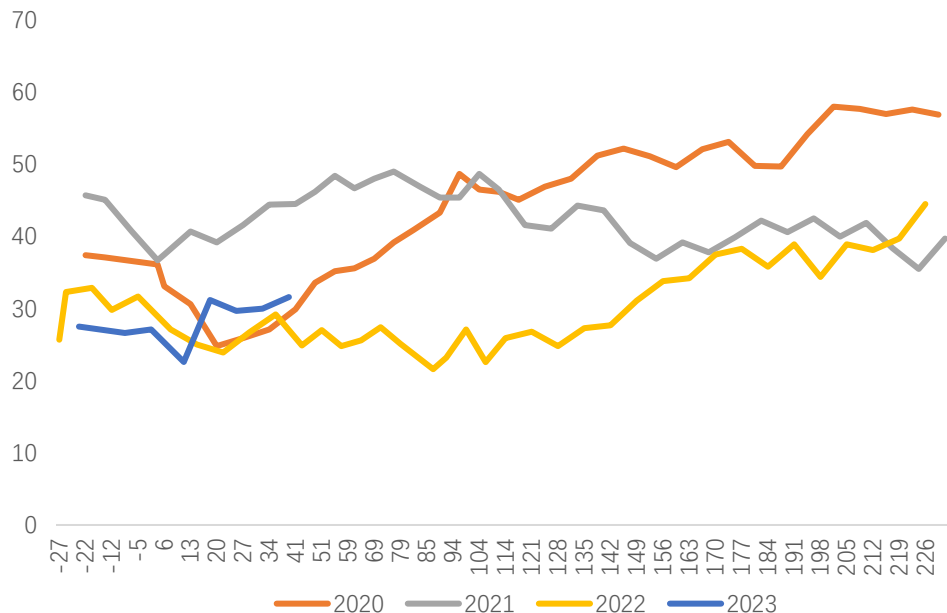
偿还房贷的行为也可能会对 2 月居民部门短期贷款形成一定支撑。

2 月居民部门信贷同比好转，除去年同期基数较低以外（2022 年同期新增居民贷款-3369 亿元），主要原因是房地产销售的快速反弹。但是 2 月国内房地产销售市场显著回暖的背后，是去年末以来居民因疫情被搁置的购房需求的集中释放。在积压需求短期释放后，地产销售的修复节奏已经开始放缓，3 月初以来 30 大中城市商品房销售面积已经有所降温，且分城市能级来看，3 月前两周二、三线城市商品房成交面积相比于 2 月末的下滑幅度更为明显。

从这个角度来看，目前房地产销售修复斜率最快的时候或已经过去，后续房地产销售能否继续修复还需要更多的证据支撑。消费与地产类似，年初以来线下消费的快速修复有场景恢复后的补偿性特征，消费的超预期复苏也主要由持有较多超额储蓄的中高收入人群驱动，但是更广泛的商品消费回升还需要等到居民收入端修复之后才能够看到，所以也不能用年初服务消费修复的斜率来线性外推未来消费持续修复的高度。

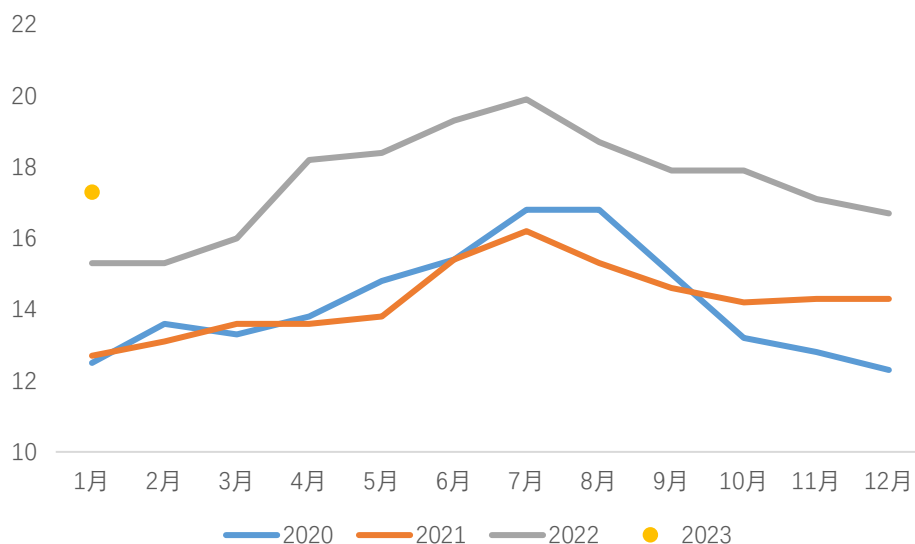
再考虑到目前较高的居民失业率（2023 年 1 月 16-24 岁人口失业率达到了 17.3%）和较高的存款意愿（2 月居民存款同比多增 1.1 万亿），无论是购房还是消费带来的居民部门融资需求的修复持续性，仍然具有不确定性。因此在居民部门融资需求未见起色时，信贷在去年基数偏低的情况下或能继续修复，但上升动力或会偏弱。

图 4：石油沥青开工率回升（单位：%）



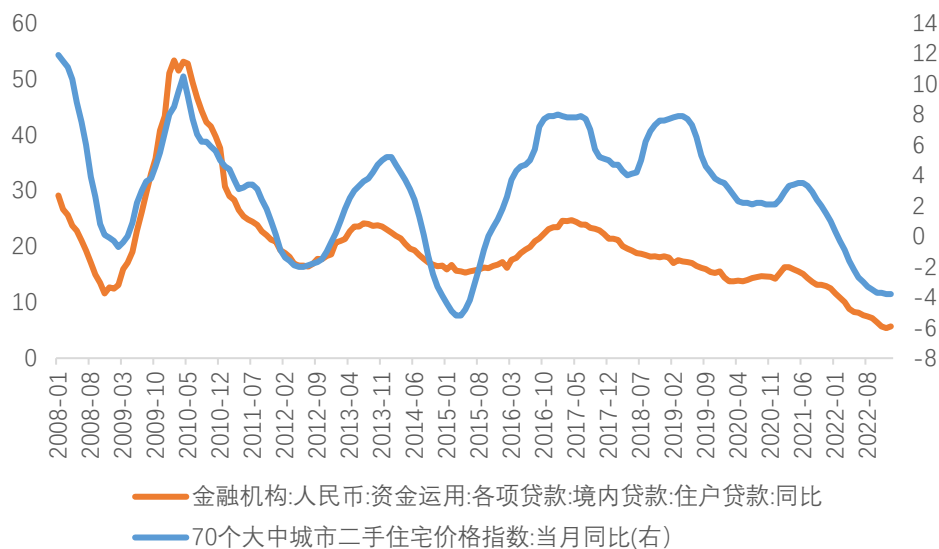
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：16-24 岁人口失业率（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图6: 居民部门融资需求与房价走势存在明显的正相关 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

总的来说, 受益于高增的政企信贷、修复的信用债市场与靠前发行的政府债, 2月社融打破了去年“大小月”的特征。而后续信贷修复的持续性则主要取决于民营企业和居民部门的融资需求。特别是居民部门, 考虑到高增的存款和偏高的失业率, 我们预计融资需求的修复尚需时日。

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