

沙盘推演：居民部门重新加杠杆的蝴蝶效应

事件点评

——金融数据速评（2023.3）

投资要点

- ◆ **金融数据再超预期**，除了依旧热的发烫的企业中长贷，居民部门债务杠杆单月改善显著。可以确认居民部门重新加杠杆了吗？更进一步，如果居民部门开始重新加杠杆，会引发房地产市场和货币政策怎样的蝴蝶效应？
- ◆ **企业中长贷依旧滚烫之外**，疫后地产需求集中释放推动居民信贷逆势走强，但综合地产需求结构失衡现状，二季度居民加杠杆可持续性有待观察。3月新增信贷高达3.89万亿，连续三个月大超预期。但本月结构比前两个月更显优化，除已经一骑绝尘的企业中长贷之外，居民信贷扭转了此前一年连续去杠杆趋势，逆势新增达1.24万亿，与居民一季度购房需求集中释放的阶段性表现相呼应。但仅靠单月数据是否可认为房地产市场预期已经趋势性扭转？在这个问题上我们认为仍是有待进一步观察的。当前地产需求与疫情前长周期均值相比，表现较好的顺序严格按照一线强、二线一般、三线明显弱的梯次排序，这种结构与当前地产调控政策希望形成制造业布局连片扩散、城镇化动能有所下沉的政策导向仍是存有明显的结构性冲突的。
- ◆ **社融超预期的部分全部来自信贷**，企业中长贷的持续大幅高增显示财政存量资源捉襟见肘的阶段基建稳增长仍需货币信用环境的鼎力支持。3月社融新增5.39万亿，同比多增高达7300多亿，主要超预期的推动力均来自信贷方面。财政在经历了去年的存量增值税留抵退税、土地出让金大幅低于预期、基建稳增长二次发行专项债限额的三重洗礼之后，整体存量资源今年非常有限。在地产需求尚不能确认趋势转暖之前，基建投资稳增长的重要性仍然很高，并且至少在今年对货币信用环境的中性偏松方向提出了更高的要求。
- ◆ **M2增速维持高位但居民存款沉淀有所缓和**，证券市场财富效应趋于改善。3月M2同比较前月历史高点小幅回落0.2个百分点至12.7%。但考虑到信贷、社融存量增速分别连续3个月反弹至11.8%、10.3%，信用派生是本月M2维持高位的主要原因。居民存款沉淀现象有比较明显的缓和，三月中下旬以来国内股市上行市场信心有所提升，交易活跃度明显改善，一定程度上有助于扭转此前低迷的财富效应预期。
- ◆ **四、沙盘推演：如果居民部门重新加杠杆**，货币政策会发生怎样的变化？首先，应该分析当前房地产市场调控政策的中长期导向，是否希望一线城市再度出现新房和存量住房房价上涨的局面？尽管从2022年一季度开始，已有多项地产需求侧政策的大幅放松，但应当注意到“因城施策”贯穿始终，城镇化动能明显不足、又同时正在被一线和强二线城市虹吸的诸多三四线城市得到了相当大力度的呵护。本轮地产需求集中释放结构不佳，一旦延续至二季度，可能导致的是货币政策对一线地产需求的重新收紧和遏制，LPR小幅下调的逻辑可能会遭遇方向性逆转。此外地产税的讨论最近又随着一线城市需求回暖而再度升温。如果地产需求改善明显，土地成交回暖，地产投资大幅改善，今年基建稳增长的政策依存度就将大幅下降；净出口表现如果好于预期，降准降息的概率都将大幅下降，甚至确实不能排除LPR小幅上抬的可能性。房地产需求是二季度最大的货币政策不确定性。
- ◆ **风险提示**：货币政策提前收紧。

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

- 华金宏观·双循环周报（第5期）-美国就业、中国房地产强弱之辩 2023.4.9
- 华金宏观·双循环周报（第4期）-降准后为何跨季资金仍然偏紧？ 2023.4.2
- PMI数据点评（2023.3）-PMI走强映射何种复苏结构？ 2023.4.1
- 工业企业利润点评（23.1-2）-需求不旺与成本刚性削弱利润 2023.3.27
- 华金宏观·双循环周报（第3期）-欧美货币银行体系困局对我国的启示 2023.3.26



金融数据再超预期，除了依旧热的发烫的企业中长贷，居民部门债务杠杆单月改善显著。可以确认居民部门重新加杠杆了吗？更进一步，如果居民部门开始重新加杠杆，会引发房地产市场和货币政策怎样的蝴蝶效应？

央行4月11日下午公布3月金融数据，单月新增信贷高达3.89万亿，续创历史同期新高。除前两个月一枝独秀的企业中长贷新增高达2.07万亿之外，居民信贷也新增高达1.24万亿，亦为居民新增信贷的单月历史纪录，而此前一年多刚经历了居民信贷的连续大幅走弱。在信贷惊人高增的推动下单月新增社融也高达5.39万亿。M2同比高位小幅回落至12.7%，好于市场预期。我们对上述两个关键问题结合数据进行详细分析。

图1：社融存量同比及结构（%）

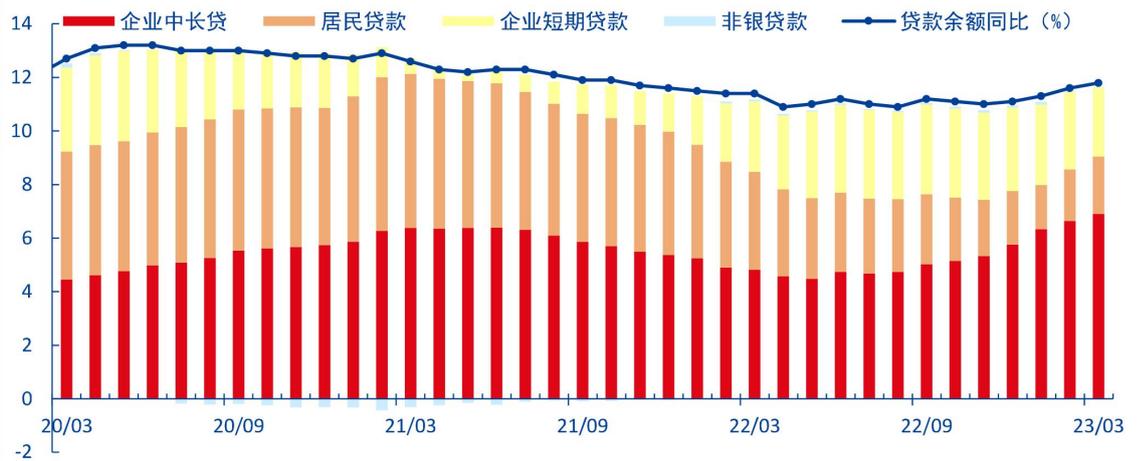


资料来源：Wind，华金证券研究所

一、企业中长贷依旧滚烫之外，疫后地产需求集中释放推动居民信贷逆势走强，但综合地产需求结构失衡现状，二季度居民加杠杆可持续性有待观察。

3月新增信贷高达3.89万亿，同比多增达7600亿，连续三个月大超预期。但本月结构上比之前两个月更显优化，除了此前已经一骑绝尘的企业中长贷3月再创出2.07万亿同期新高、并超预期多增万亿之外，单月居民信贷逆势扭转了此前一年居民信贷低迷、连续去杠杆的趋势，单月新增高达1.24万亿，仅次于2021年1月创出历史次高单月增量。考虑到居民短期贷款中也有一部分非正式地流入房地产市场，单月短期、中长期居民信贷分别新增6094亿、6348亿的结构确实与居民一季度购房需求集中释放的阶段性表现相呼应。

图 2：贷款存量同比及结构（%）



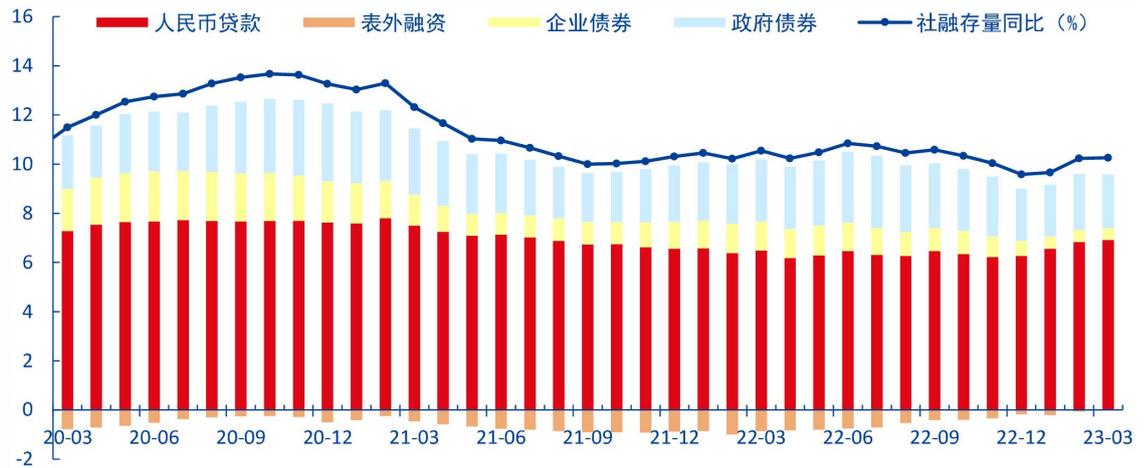
资料来源：Wind，华金证券研究所

但是仅靠单月数据是否可以认为房地产市场预期已经趋势性扭转？在这个问题上我们认为仍是有待进一步观察的。年初以来地产需求的一波迅速改善并未同时呈现结构的优化，当前地产需求与疫情前长周期均值相比，表现较好的顺序严格按照一线强、二线一般、三线明显弱的梯次排序，这种结构与当前地产调控政策希望形成制造业布局连片扩散、城镇化动能有所下沉的政策导向仍是存有明显的结构性冲突的。这可能意味着本轮地产需求的改善更接近去年 6-8 月、或者 2021 年上半年的情况，也就是疫情缓和过后需求的递延式集中释放。那么二季度地产市场的表现就将在很大程度上决定货币政策的全年走向，从而也将成为我国今年经济结构的最大变动可能性来源。

二、社融超预期的部分全部来自信贷，企业中长贷的持续大幅高增显示财政存量资源捉襟见肘的阶段基建稳增长仍需货币信用环境的鼎力支持。

3 月社融新增 5.39 万亿，同比多增高达 7300 多亿，主要超预期的推动力均来自信贷方面。表外融资、企业债券、政府债券单月分别新增 1919 亿、3288 亿、6022 亿，整体符合我们预期。值得关注的是年初专项债提前下达额度较多，但实际上地方政府在全年新增额度（3.8 万亿）稍低于预期的情况下并未选择大幅前置发行。这种情况凸显出财政在经历了去年的存量增值税留抵退税、土地出让金大幅低于预期、基建稳增长二次发行专项债限额的三重洗礼之后，整体存量资源今年非常有限的现状。这一点与企业中长贷的连续多增也证实地产需求尚不能确认趋势转暖之前，基建投资稳增长的重要性仍然很高，并且至少在今年对货币信用环境的中性偏松方向提出了更高的要求。

图 3: 社融存量同比及结构 (%)

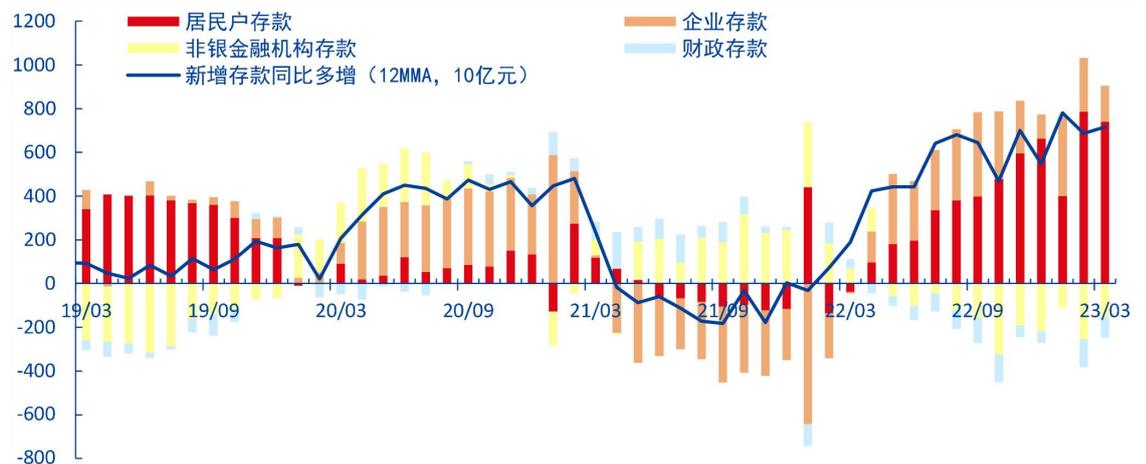


资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、M2 增速维持高位但居民存款沉淀有所缓和，证券市场财富效应趋于改善。

3 月 M2 同比较前月历史高点小幅回落 0.2 个百分点至 12.7%。但考虑到信贷、社融存量增速分别连续 3 个月反弹至 11.8%、10.3%，信用派生是本月 M2 维持高位的主要原因。从存款结构来看，居民存款、企业存款本月同比分别多增 2051 亿、少增 456 亿，居民存款沉淀现象有比较明显的缓和。与证券市场新增交易活跃度强相关的非银金融机构存款同比多增达 9370 亿，三月中下旬以来国内股市上行市场信心有所提升，交易活跃度明显改善，一定程度上有助于扭转此前低迷的财富效应预期。

图 4: 新增存款同比多增 (12MMA, 10 亿元)



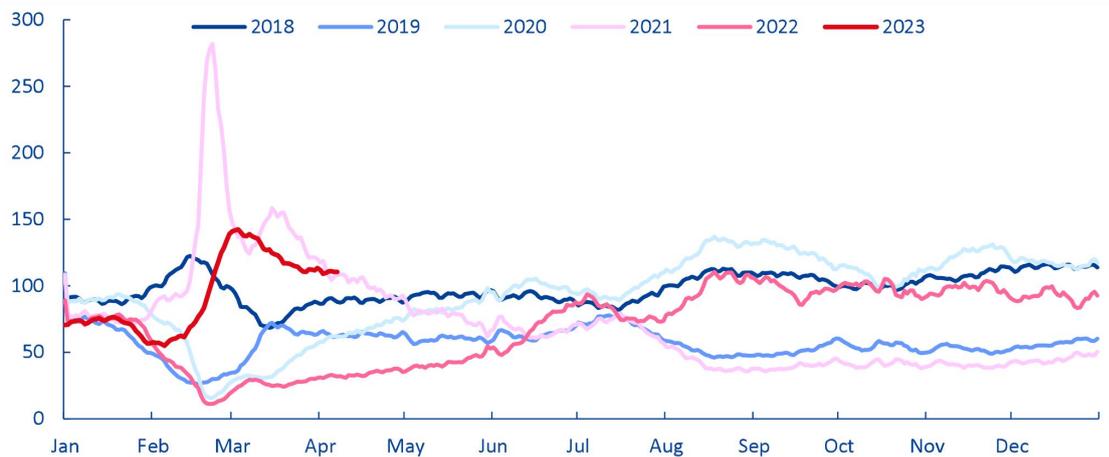
资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、沙盘推演：如果居民部门重新加杠杆，货币政策会发生怎样的变化？

3 月信贷结构给我们提出一个新的课题：如果万一二季度真的地产需求持续了一季度的暖意，以至于居民部门确实扭转了此前一年多的连续去杠杆趋势，迅速开始重新加杠杆了，那么我们今年的经济结构、以及对货币信用环境促进基建稳增长的要求，是不是会发生一些重要的变化？首先，我们应该分析当前房地产市场调控政策的中长期导向，是否希望一线城市再度出现新房和存量住房抢购、房价上涨的局面？尽管从 2022 年一季度开始至今的一年中，我们已经看到多项地

产需求侧政策的大幅放松，但应当注意到“因城施策”的要求贯穿始终——一线城市放松的力度是相当克制的，而城镇化动能当前明显不足、农村户籍人口吸纳能力较弱、又同时正在被一线和强二线城市虹吸的诸多三四线城市则受困于地产供给过剩、需求不足，这类城市得到了相当大力度的呵护。本轮地产需求集中释放结构不佳，一旦延续至二季度，可能导致的并不是政策的持续呵护，反而是货币政策对一线地产需求的重新收紧和遏制，考虑到当前 LPR 已经和诸多二三线城市刚需房贷利率脱钩，那么一旦要考虑收紧一线，LPR 小幅下调的逻辑可能会遭遇方向性逆转。除此以外，地产税的讨论最近又随着一线城市需求回暖而再度升温，落地的可能性也是存在的。同时，如果地产需求改善幅度较为明显，土地成交回暖，地产投资大幅改善，那么今年对于基建稳增长的政策依存度就将大幅下降，加之外部环境呈现实体需求不太弱、加息路径有下修的格局，净出口表现如果也好于预期，降准降息的概率都将大幅下降，甚至确实不能排除 LPR 小幅上抬的可能性。总结起来一句话，房地产的不确定性是二季度最大的货币政策不确定性，以上分析作为一个沙盘，我们强烈建议关注二季度房地产需求的逐月表现。

图 5：30 城住宅成交面积趋势（与近年来均值之比，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：历年 3 月平均地产销售情况（万平米）及结构比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

风险提示：货币政策提前收紧。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn