

宏观

证券研究报告

2023年04月17日

信贷资金流去了哪儿

在“货币-信用-需求-价格”的传导过程中，物价是信用扩张/收缩的结果，也是经济表现的滞后指标。

高失业率、低工资增速下，居民部门加杠杆意愿较弱，终端消费未见起色是拖累CPI的原因之一。

企业虽然是信贷扩张主体，但是企业信贷资金对投资的拉动效率下滑。一个原因是信贷融资补缺债券融资。另一个原因是信贷融资补缺经营性现金流。

风险提示：实体融资需求继续缺席，经济复苏成色低于预期，信用扩张不及预期

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

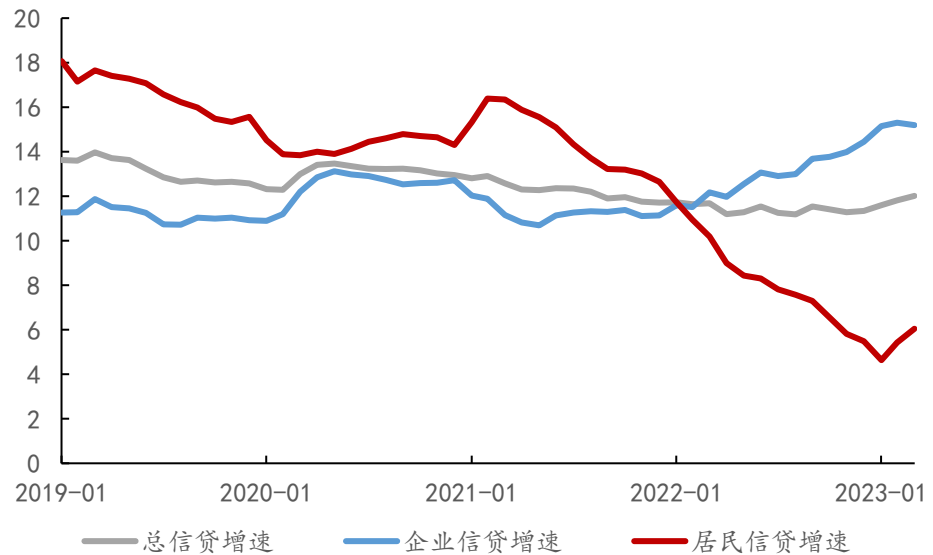
相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-从美债期限结构看衰退的新视角》2023-04-11
- 2 《宏观报告：宏观-如何估算一季度GDP?》2023-04-11
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-4月第2周》2023-04-09

在“货币-信用-需求-价格”的传导过程中，物价是信用扩张/收缩的结果，也是经济表现的滞后指标。比如 2020 年，M2 和社融在 2 月见底，经济在 2 月见底，PPI 在 5 月见底，核心 CPI 在 2021 年 1 月见底。

年初以来 CPI 的低迷并不意外，居民部门本就不是这一轮信用扩张的主力，一季度新增信贷 10.6 万亿，其中仅 1.7 万亿投向了居民部门，居民信贷增速持续回落，直到 2 月才在地产销售带动下止跌回升。

图 1：企业信贷维持扩张，居民信贷收缩初步企稳（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（2023 年 3 月数据同比使用当月新增信贷数据来计算得到）

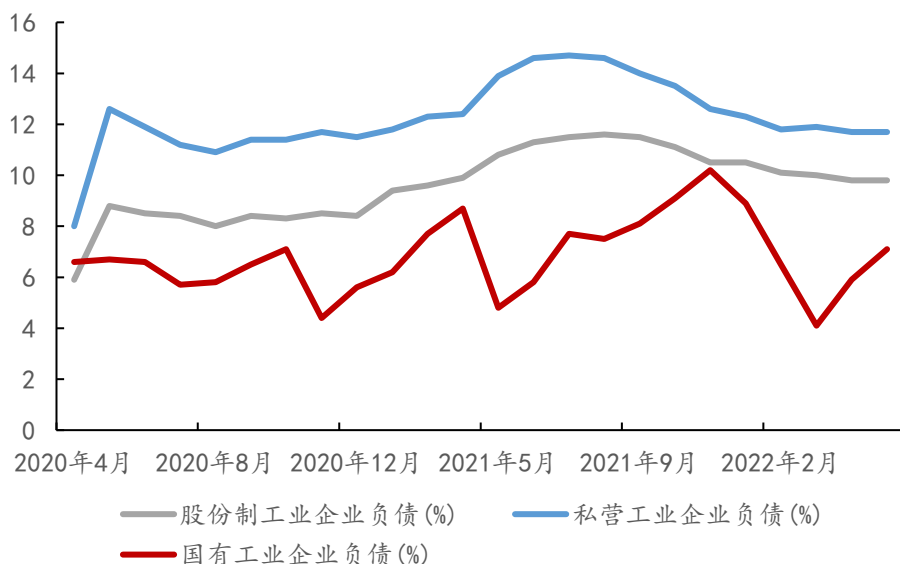
居民不愿意加杠杆的原因或还是老问题，这是过去三年居民资产负债表相对承压，失业率偏高，收入增速持续放缓，消费尚未修复的结果之一。2022 年新增居民存款 17.8 万亿，社零同比下滑 0.2%，全年平均核心 CPI 仅为 0.86%。

更值得关注是企业部门。2022 年以来企业是信用扩张的主体，从 2022 年初至 2023 年一季度，新增信贷 31.9 万亿中有 26.1 万亿投向了企业，也让企业信贷增速从 2022 年初的 11.6%持续上行至 2023 年 3 月的 15.2%¹。

本轮信贷资金主要投向了央国企和地方平台。今年 1-2 月国企负债规模增速已经高于去年末的低点 3 个百分点，但私营企业和股份制企业的负债规模增速继续下滑，比高点分别下滑了 3 个百分点和 1.8 个百分点。

图 2：国企负债增速见底，私营企业负债继续下滑（单位：%）

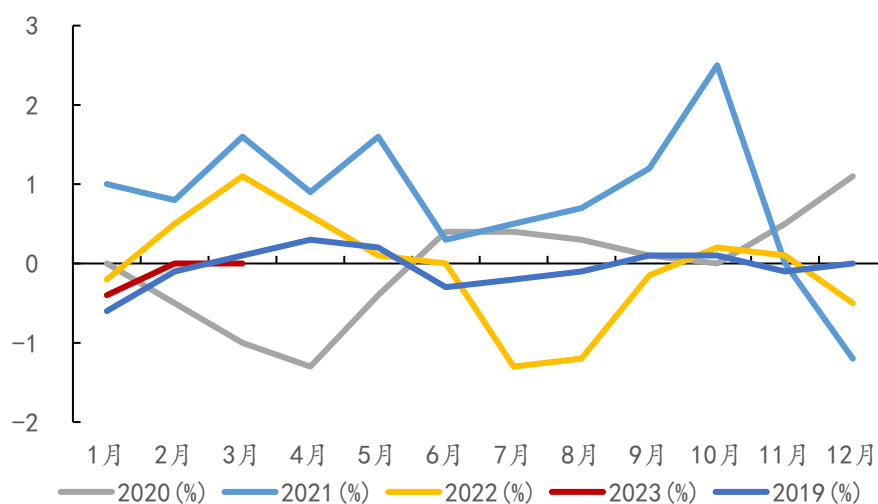
¹ 2023 年 3 月信贷增速使用 2023 年 2 月存量数据加上 3 月新增贷款数据计算得到



资料来源：统计局，天风证券研究所

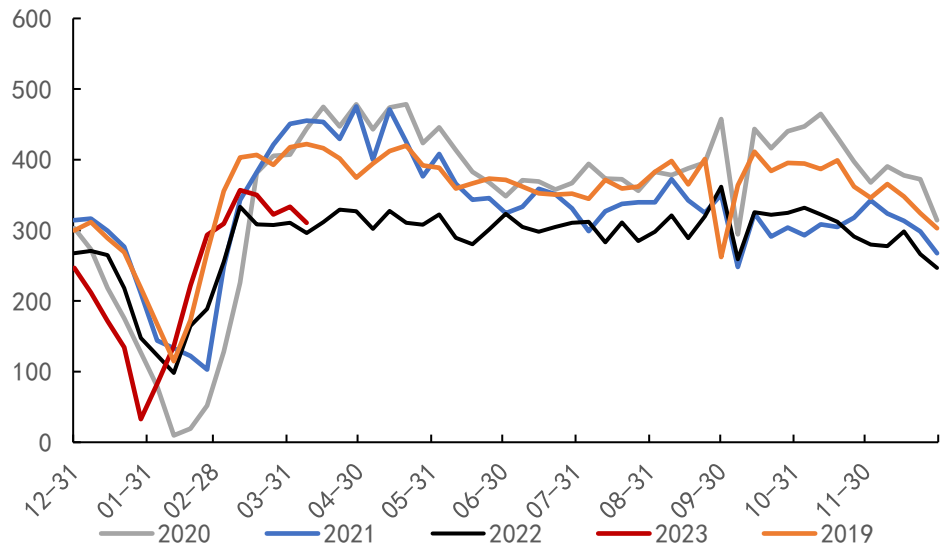
央国企和地方平台在拿到信贷资金后，理应投入基建和制造业，进而推动 PPI 上行。但即使刨除基数效应，3 月 PPI 环比仅 0%，低于过去 3 年的均值 0.2%。为什么年初以来信贷对投资的拉动效应不佳？

图 3：PPI 环比依旧偏弱（单位：%）



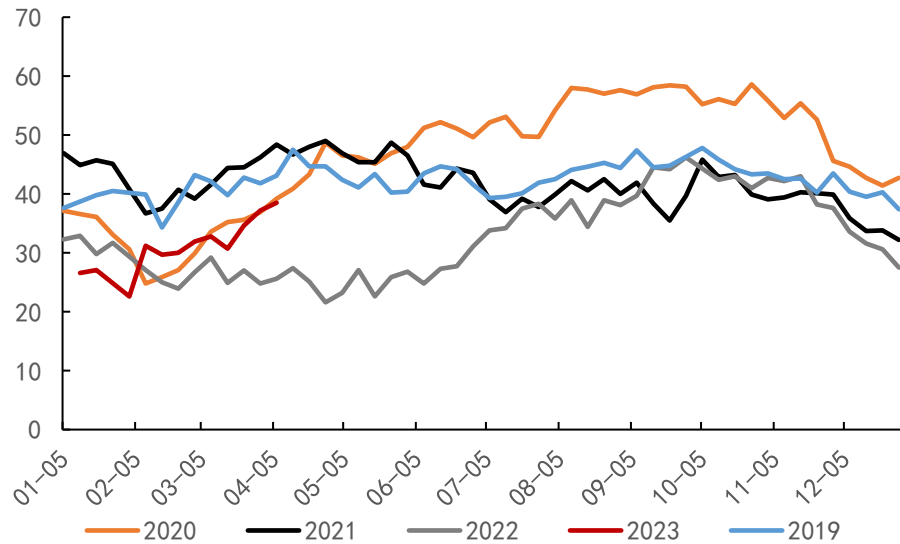
资料来源：wind，天风证券研究所（2023年3月数据同比使用当月新增信贷数据来计算得到）

图 4：螺纹钢表观消费量偏弱（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：石油沥青装置开工率（单位：%）

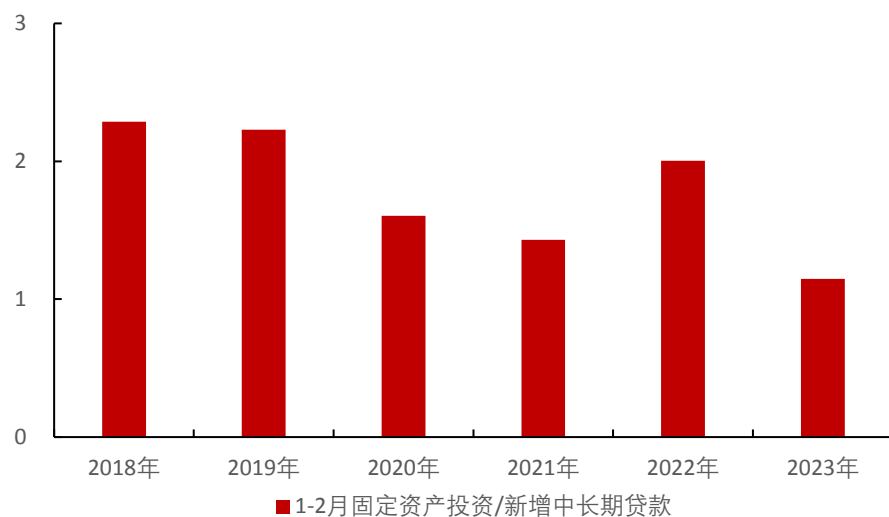


资料来源：wind，天风证券研究所

从数据上看，今年 1-2 月企业贷款同比多增了 1.7 万亿，但是在固定资产投资的资金来源之中，国内贷款同比减少了 3.9%。1-2 月每单位中长期贷款能够拉动的固定资产投资规模（固定资产投资完成额/企业新增中长期贷款²）也只有 1.15，低于过去 3 年的均值 1.67。另一个数据也反映出信贷效率下降，体现企业资金活化程度的 M1 和 M2 同比增速剪刀差持续扩大。在企业投资意愿偏低时，信贷资金沉淀在金融体系内部，数据上体现为企业存款特别是定期存款高增，今年 1-2 月企业定期存款同比增长 13.1%，企业活期存款同比增长仅 4.1%。

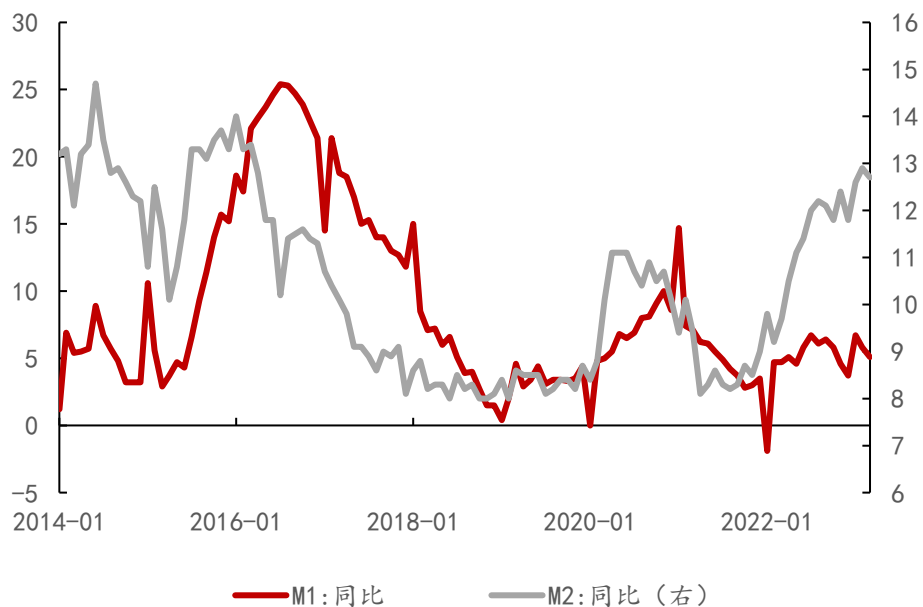
图 6：固定资产投资完成额/企业新增中长期贷款（无需单位）

² 累计固定资产投资完成额/新增中长期贷款指标可以理解为企业增加 1 单位中长期贷款一般能够拉动多少单位的固定资产投资



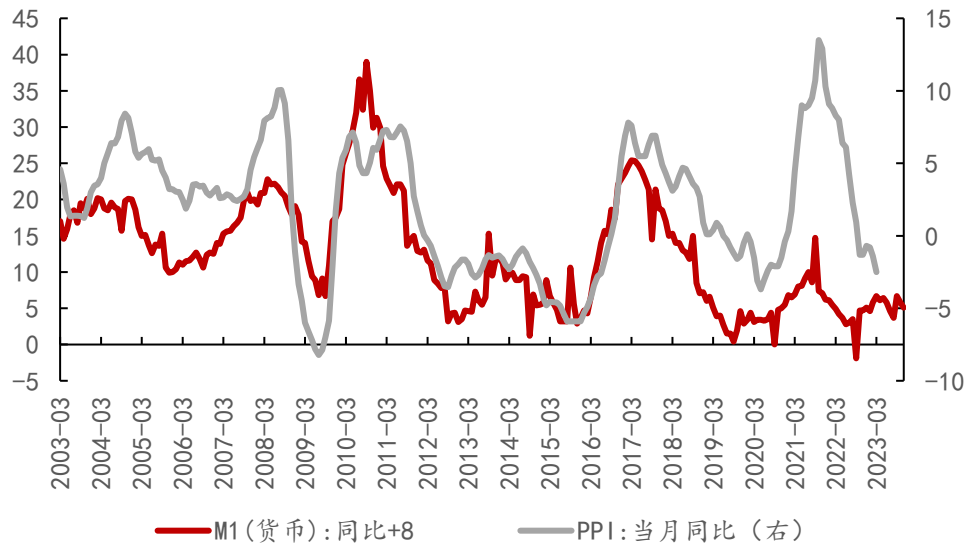
资料来源：wind，天风证券研究所（注：数据相除后的结果，不需要单位）

图 7：M2 同比与 M1 同比增速差距扩大（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：M1 增速领先 PPI 增速（单位：%）



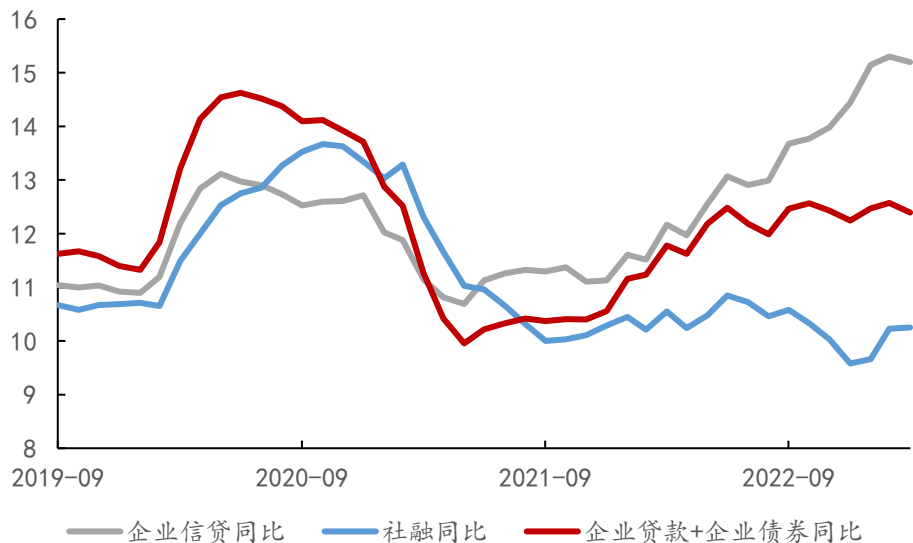
资料来源: wind, 天风证券研究所

数据反映出年初以来信贷资金对投资的拉动效率下滑。

一个原因是信贷融资补缺债券融资。

去年受部分债券违约和理财产品暴雷的影响，企业债券融资的难度加大，2022 年社融口径下的企业债券融资同比 2021 年减少了 1.2 万亿。今年 3 月企业贷款+企业债券的同比增速为 12.4%，虽然也高于 2022 年初的 11.2%，但上行幅度明显低于信贷增速，这也解释了本轮社融增速的底部反弹幅度仅有 0.7 个百分点。

图 9：企业贷款+债券同比增速与社融同比增速走势分化（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

另一个原因是信贷融资补缺经营性现金流。在利润承压的情况下，企业债务融资有可能用于偿还利息和维持现金流，而非大规模投资。今年 1-2 月工业企业营业收入和利润同比增速均大幅回落，其中收入增速从 2022 年初的 12.4% 下滑至 -2.3%，利润增速从 22 年初的 -4.4% 下滑至 -33.4%。

图 10：企业贷款+债券同比增速与社融同比增速走势分化（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

随着地产大周期下行和“债务驱动投资”的发展模式退潮，信贷数据对经济周期的领先性意义或将逐渐消失（详见《信贷还有领先性吗？》）。目前，信用扩张的部门主要是央国企和融资平台，而私营企业的投融资意愿依旧低迷，同时，信贷扩张可能是替代债券融资或者经营性现金流，并未带动投资的快速修复，这也导致以往“信贷强则经济好”的指示意义有所下降。

在金融数据领先意义逐渐降低的情况下，市场也会去寻找其他更加能够有效反应经济真实修复成色的指标。

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