

宏观点评 20230511

信贷狂飙为何“画风突变”？【勘误版】

2023年05月11日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《美国通胀的高不成低不就》

2023-05-10

《4月出口：“一带一路”的对冲力量有多大？》

2023-05-09

■ 刚经历了史上最强3月，就差点迎来近5年的最惨4月。4月信贷仅新增7188亿元，2017年以来同期仅高于2022年疫情反弹期间，其中尤其值得注意的是居民中长期贷款录得有数据以来的最大单月跌幅。画风突变背后，反映的一个核心问题就是政治局会议上提到的“内生动力不足”，政策一松手、信贷就“跳水”，环比降温的节奏堪比2009年和2016年，而当前居民在去杠杆，政府想稳杠杆，只有企业还在加杠杆（图1）。

■ 超额储蓄开始放量，但是流向可能有点窄。4月居民存款终于开始明显下降（减少1.2万亿元），不过从资产和经济表现看，市场心心念念的超额储蓄可能基本上没有流向投资，部分流向了消费，大量流向了房贷，对应的就是股市增量资金不足、博弈特征明显，人流量报复性恢复，但是人均消费水平仍不尽如人意（五一人均旅游支出约为2019年同期的80%），居民提前还贷情绪浓厚、二手房挂牌量大涨。

从历史上看，储蓄意愿下降后往往率先复苏的是投资意愿，然后才是消费。目前来看基本符合这一模式，只是居民选择的投资模式是还贷，以此修复资产负债表，而消费复苏主要还是“以量取胜”，质量的提高有赖于就业和收入的明显改善。4月政治局会议之后，用偏中长期的结构性政策，是否足够对冲短期内经济内生动力的不足，这可能是值得市场关注的核心问题（图2和3）。数据方面，具体来看：

■ 企业中长贷新增6669亿元，是否是“强弩之末”？4月企业借长钱的规模仍为同期历史新高，但仅比2021年同期多64亿元，主要依旧来源于一季度基建与制造业项目的政策发力惯性（图4），部分来源于出口支持下部分行业的复苏。不过上周二十届中央财经委第一次会议少见地提及“防止脱实向虚”，企业中长期贷款的持续高增可能离尾声越来越近。

票据替代短贷，企业经营活力仍有压力。4月票据利率大幅下降，凸显银行发力售票，但是整体看企业开票意愿不足，更多的用低息票据替代短贷需求，凸显当前企业经营的活力仍相对不足。往后看，PPI低位徘徊、库存去化还需一段时间，企业短贷恢复正常节奏仍需观察。

■ 居民积压的需求释放完了？经历3月录得历史同期最高后，居民中长贷“画风突变”，负新增1156亿元，甚至较2022年低基数多减超800亿元，结合4月住户存款减少1.2万亿元，反映地产销售放缓叠加按揭早偿持续，居民“取钱还贷”，给加杠杆预期“蒙上阴影”。居民短贷超季节性回落，同比少减600亿元，4月汽车消费反弹与服务业的持续扩张并未支撑消费贷恢复至疫情前水平。

历史上居民房贷缩量均出现在房市景气谷底，收入受损与较高存量房贷利率推动了本轮“提前还贷潮”，在银监会发文表示不得阻碍提前还贷后，4月房贷早偿率加速上升，而按揭早偿压力的缓解可能有赖于未来居民收入与地产投资收益率持续改善（图5和6）。

■ 债券融资同比少增。其中企业债融资同比少增809亿元，政府债融资同比多增636亿元。往后看，政府债融资节奏有两条路可以走：一是类似2020及2022年发挥逆周期作用在年中发力，二是回归2019年的正常节奏，鉴于近期一些重要会议上已减少或删除“三重压力”的表述，政府可能更倾向于稳杠杆，第二种路径的可能性更大。

表外方面，近期委托与信托贷款压降速度放缓，基本面复苏仍不均衡，信托、委托贷款分别同比新增85亿元、734亿元；4月票据融资增多，未贴现银票融资环比转负（图7和8）。

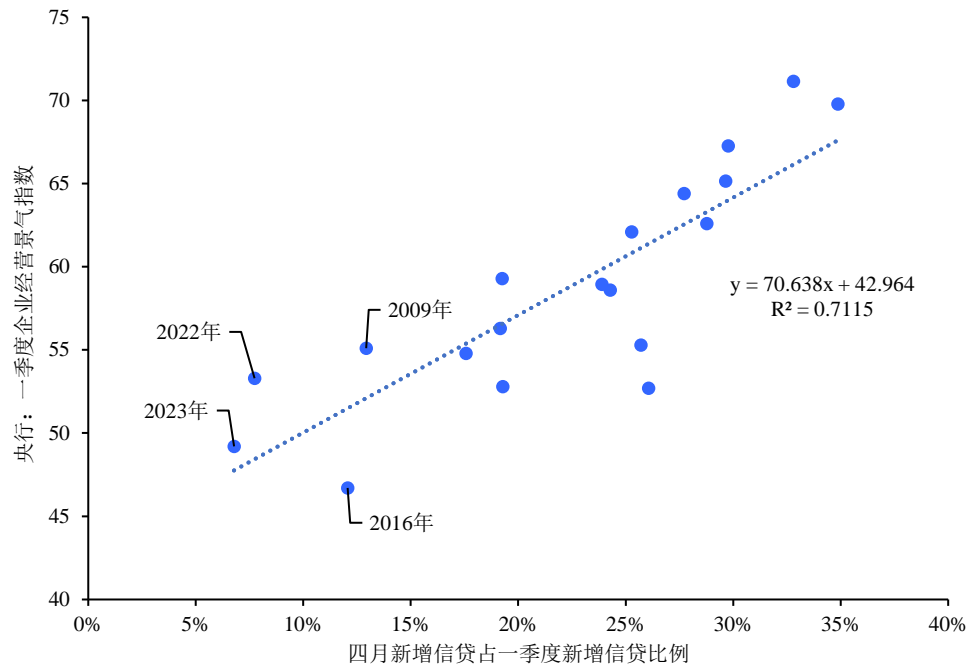
■ 一季度信贷“退潮”后，弱复苏问题的轮廓逐步显形。其一体现在投放超前发力或留给二季度短期“透支”的隐忧；2022年以来政府项目逆周期发力明显，一季度超量信贷或已提前消耗大部分基建项目，新能源车配套设施与新公共基建落地之前，政策驱动力或短暂进入“空窗期”。

其二是市场实际融资需求的修复仍需检验，4月PMI供给端再度放缓、地产开工磨底、房企业绩转弱均反映需求侧不强；且近期企业贷款利率与部分理财收益率倒挂，可能存在资金空转冲高读数的情况（图9和10）。

3月以来长端利率持续下行，二季度市场对经济的忧虑主要在于三点：**总量政策力度不够；制造业企业景气度恶化；信贷投放放缓、但结构并未出现明显优化。**往后看，政治局会议已明确经济复苏主线为内生驱动，政策上更注重行业 and 结构，民企稳信心、鼓励科技创新为下一阶段工作重点，不过这些“久久为功”的政策如何应对短期经济的压力尚需时间检验。第二季度处于信贷增长向有效需求形成的重要传导期，信贷投放稍作“休整”，待经济“换挡”至内生驱动。

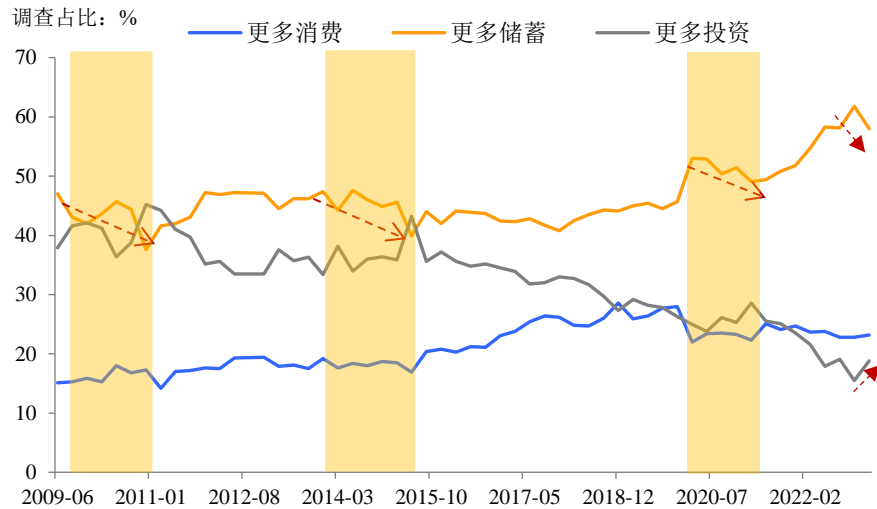
风险提示：毒株出现变异，疫情出现超预期反复；海外衰退幅度超预期；高频数据存在偏差，经济内生动力超预期复苏。

图1：4月信贷“骤降”，节奏上类似于2009年与2016年



数据来源：Wind，东吴证券研究所

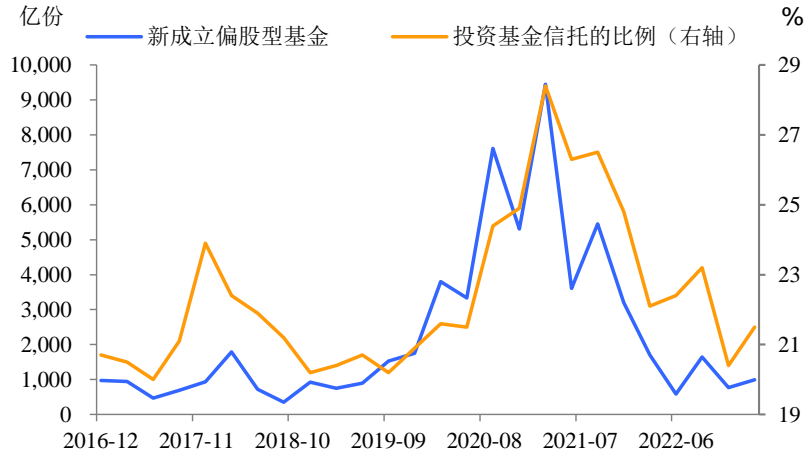
图2：从历史上看储蓄意愿下降首先带动投资意愿的复苏



注：上述为央行储户问卷调查的结果。

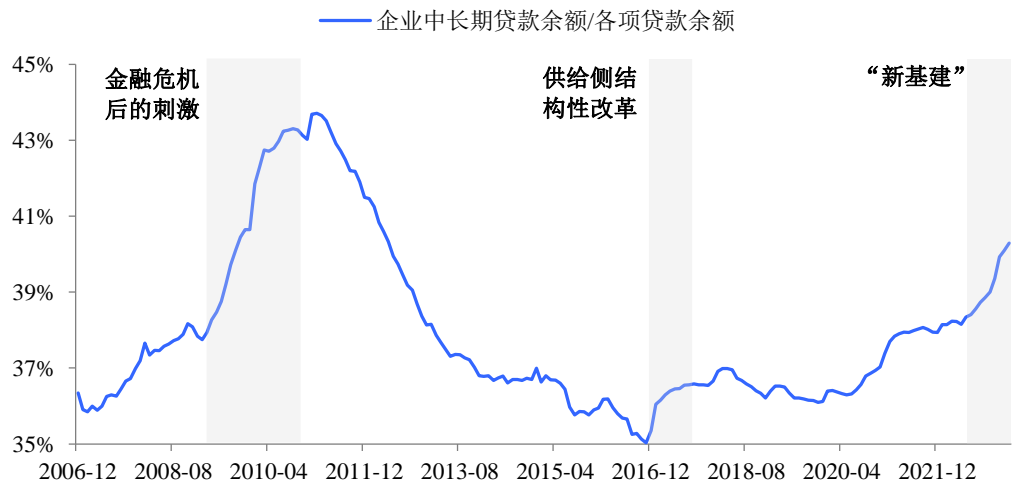
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 虽然选择更多投资, 但是居民对于基金信托的热情仍有限



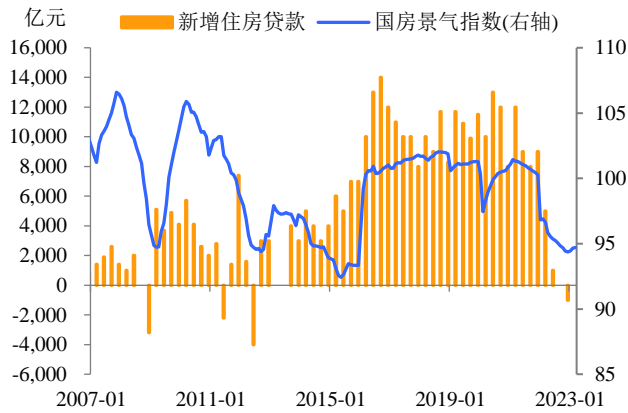
注: 橙线为央行调查中选择更多投资基金信托的调查结果。
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 复苏期政府倾向于基建发力



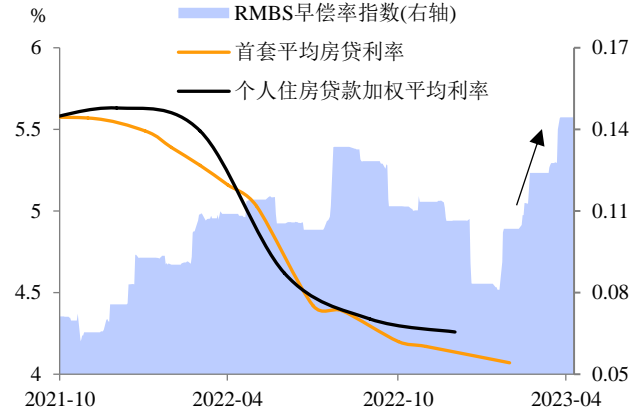
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 地产不景气, 居民倾向于去杠杆



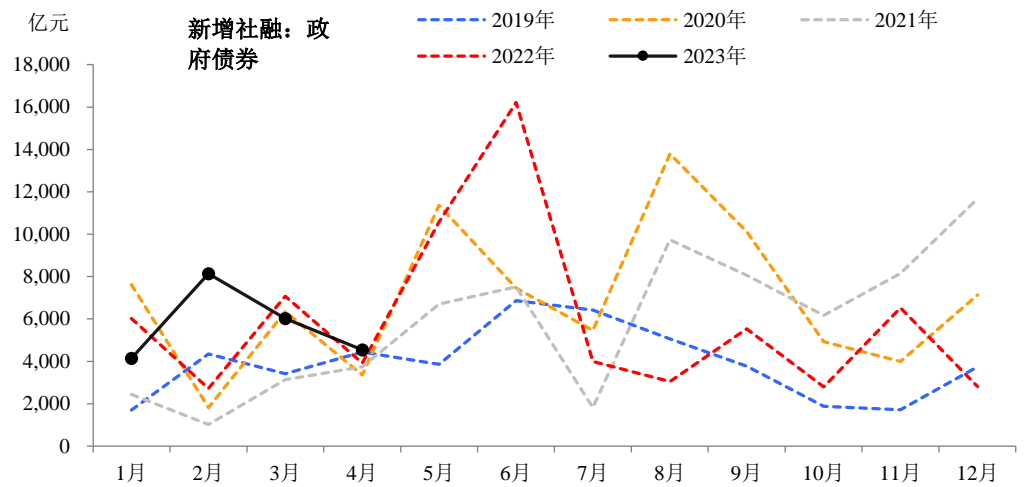
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 近期居民按揭早偿行为加速



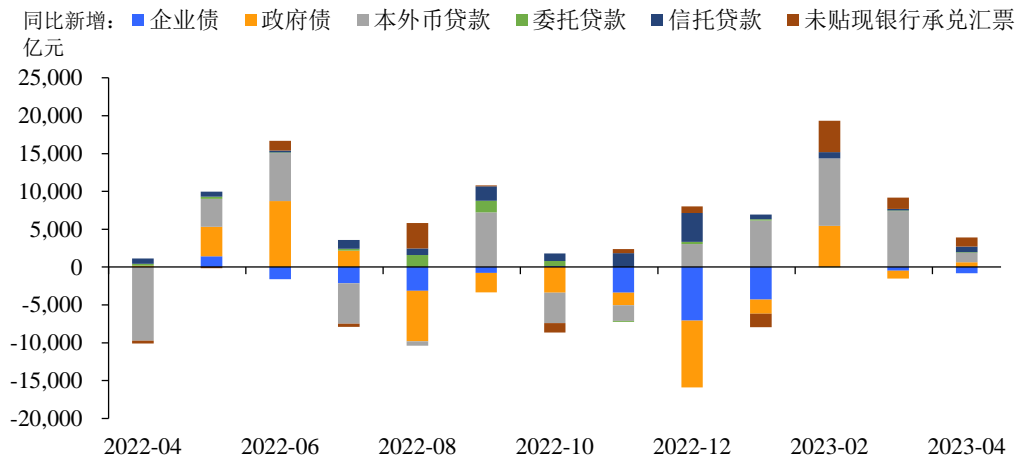
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 政府债发力可能已到“强弩之末”, 之后走势或类似于2019年



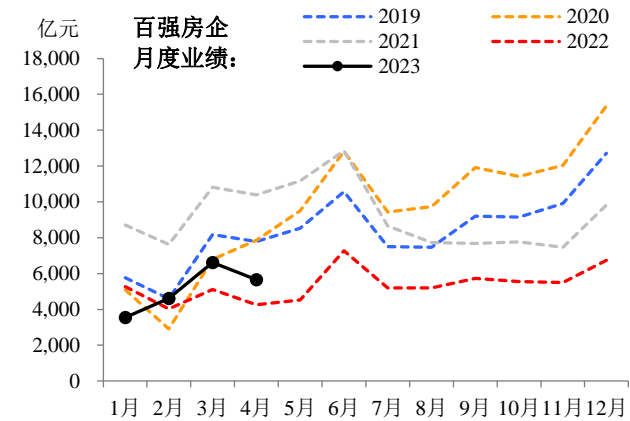
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：4月新增社融：结束一季度以来的强势



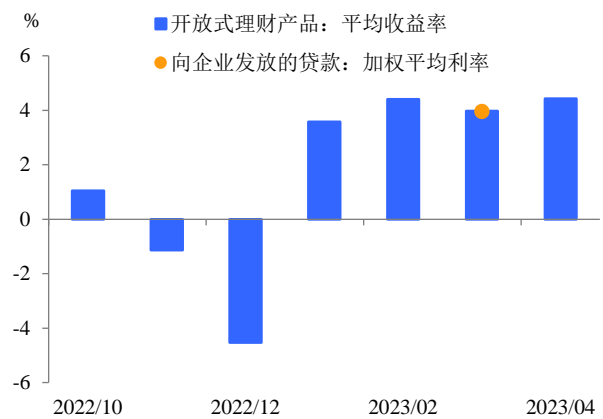
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：4月房企业绩转弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：理财收益率与企业贷款利率近期存在倒挂现象



注：理财产品收益率是指普益标准监测数据显示的理财产品存续开放式固收类理财产品（不含现金管理类产
品）收益率

数据来源：普益标准,Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

