

宏观报告

证券研究报告

2023年06月01日

我们可能正在经历一个短暂的信用收缩

二季度可能会面临短暂的信用收缩，社融增速及信贷增速大概率会持续下滑。其中既有政策有意控制信贷、基建节奏的主观因素，也有地产、化债等带来的客观因素。

信用要从收缩重新转向扩张，也需要以上部分因素发生反转，即主观上政策开始引导信用扩张，客观上地方融资平台的信用收缩基本结束。

主观方面，我们预计财政、准财政重新驱动基建发力的窗口可能在今年7月，而央行重新发力宽信用可能会在8月。

客观方面，我们预计乐观情况下，6-7月能够完成本轮存量隐性债务的甄别、审计，从而结束地方融资平台债务的被动收缩。

因此，我们预计三季度开始，信用可能会结束短暂的收缩过程，重新回到扩张的趋势上来。

风险提示：宏观经济复苏存在不确定性，或将影响稳增长政策，进而影响信用投放；地方政府债务化解的具体推进节奏具有不确定性。

作者

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

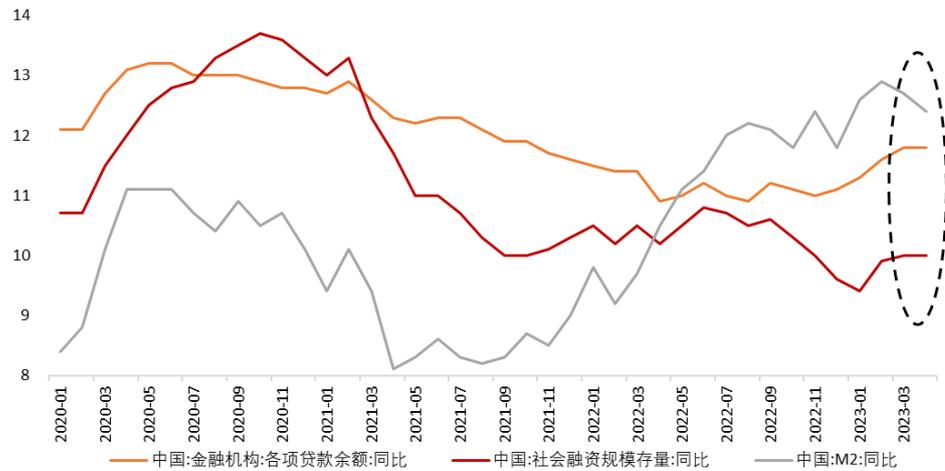
张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweibo@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-5月第5周》2023-05-28
- 2 《宏观报告：消费胜率明显提升——23年5-7月资产配置报告》2023-05-26
- 3 《宏观报告：宏观研究-基建怎么了？》2023-05-23

信用收缩的压力已经初现端倪。在去年同期基数明显偏低的情况下，今年4月新增人民币贷款同比仅多增734亿元，其中新增居民贷款同比多减241亿元，信贷增速也结束了连续4个月的回升势头。

图1：信用收缩的压力已经初现端倪（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

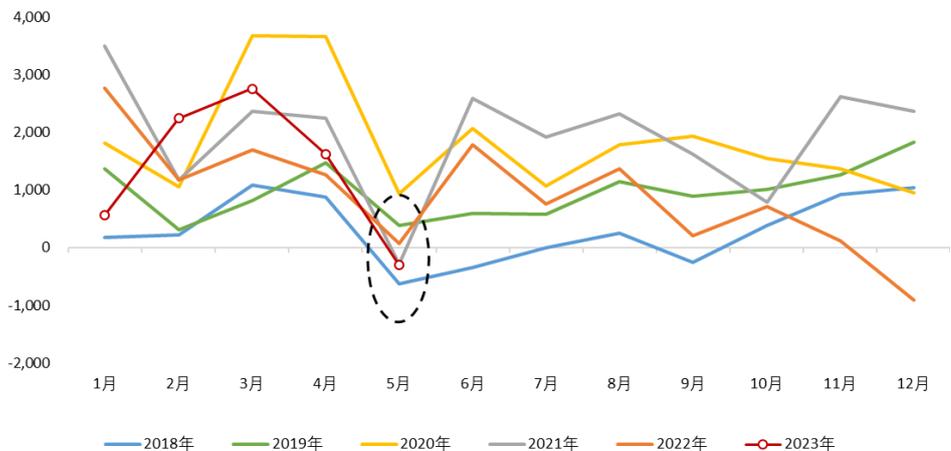
然而种种迹象表明，4月的信用收缩只是开始，二季度我们可能将经历一个短暂的信用收缩。收缩的原因既有主动，也有被动。

信用主动收缩体现为政策有意控制了信用扩张的节奏。

央行《一季度中国货币政策执行报告》¹增加了“总量适度、节奏平稳”的要求，针对信贷投放强调了“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度”，同时删去了“保持信贷总量有效增长”，体现了主动控制信用扩张的意图。（详见《逐字逐句重点解读一季度货政报告》，2023.5.17）

反映在结果上，**基建融资已经开始走弱**。基建相关的融资出现收缩，最直接的体现是5月城投债净偿还293亿元，较去年多减361亿元，明显弱于往年同期，仅仅略高于2018年。4月基建投资出现了明显下滑（详见《基建怎么了？》，2023.5.23），从高频数据看，螺纹钢表观需求量、石油沥青开工率、水泥熟料开工率仅持平于去年同期，基建下滑的趋势在5月仍然存在。

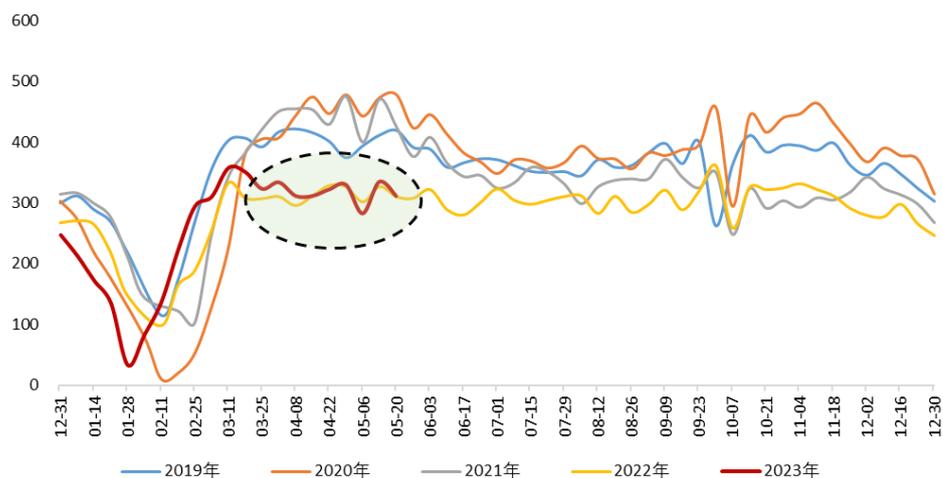
图2：5月，城投债净融资-293亿元，明显弱于往年同期（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

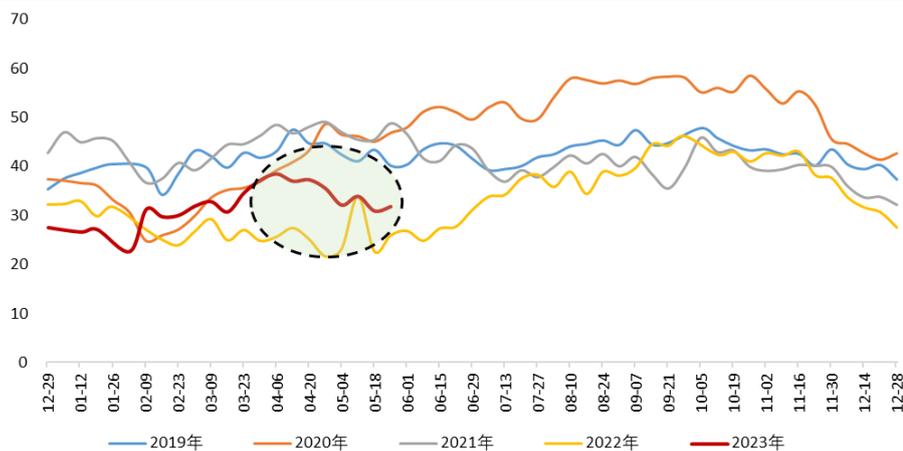
¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4882440/index.html>

图3：螺纹钢表观需求量基本持平于去年同期（单位：万吨）



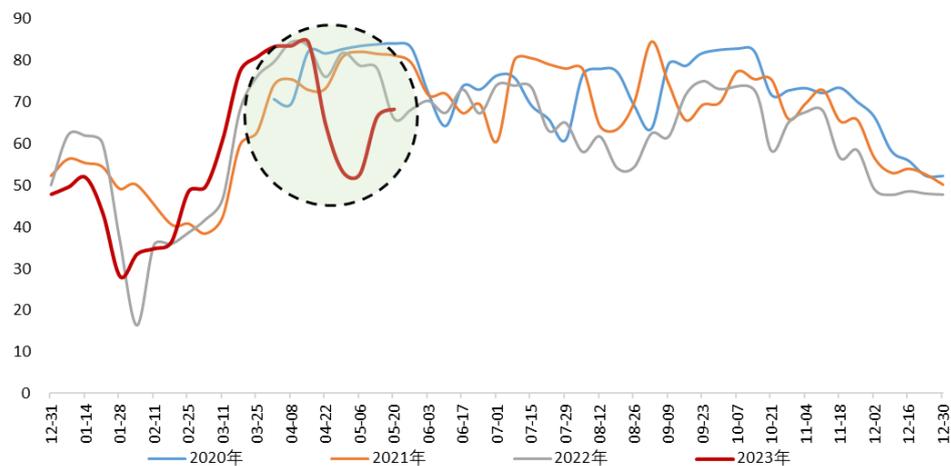
资料来源：Wind，天风证券研究所

图4：石油沥青开工率基本持平于去年同期（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图5：水泥熟料产能利用率基本持平于去年同期（单位：%）



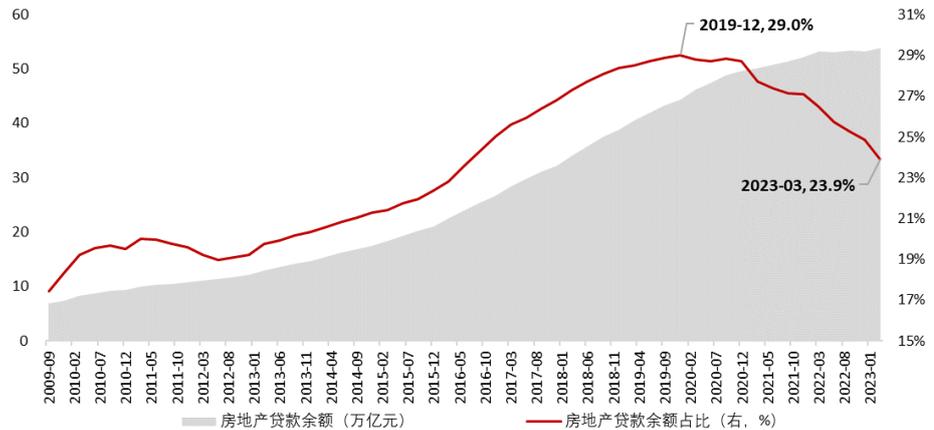
资料来源：Wind，天风证券研究所

主动的信用收缩体现了政策的收放，而被动的信用收缩往往与风险相伴。

二季度信用被动收缩之一是房地产部门，房地产融资还有继续下滑的压力。

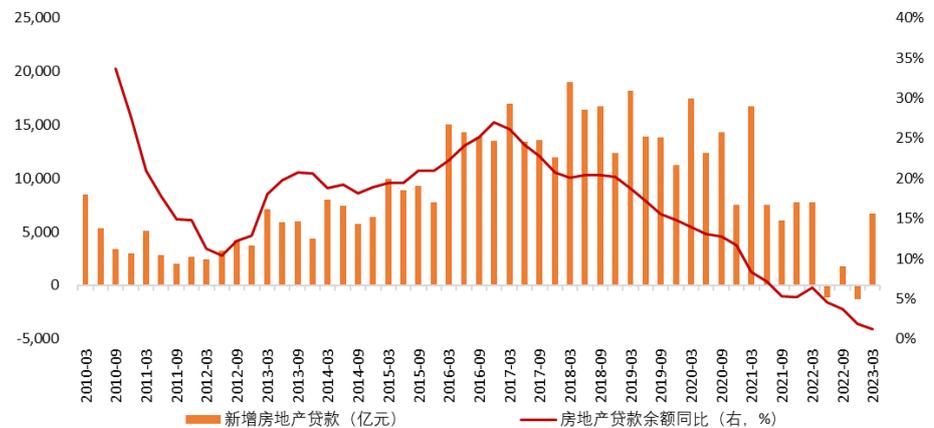
今年一季度，房地产贷款仅新增 6718 亿元，虽然结束了去年四季度的负增长，但仍然同比下降 13.8%，房地产贷款余额增速持续回落的趋势并未改变。截至一季度末，房地产贷款占比人民币贷款余额 24%，从 2019 年末峰值接近 30% 的水平明显下滑；房地产贷款余额增速仅有 1.3%，环比回落 0.6 个百分点，已经非常接近于零增长。

图 6：截至今年一季度，人民币贷款余额中房地产占比 24%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：截止一季度末，房地产贷款余额增速仅有 1.3%



资料来源：Wind，天风证券研究所

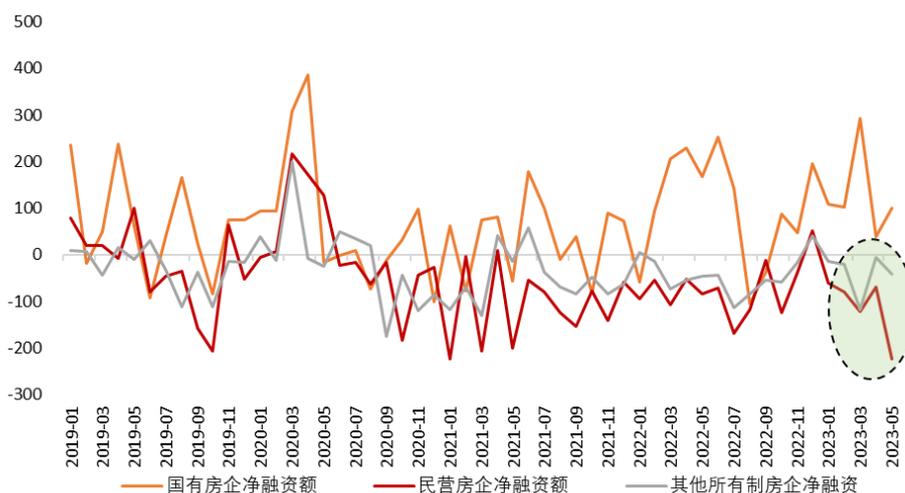
除贷款外，房地产的债权和股权融资也没有起色。去年底，监管部门推出支持房企融资的“第二支箭”和“第三支箭”²，通过央行再贷款支持民营房企发债融资，并且放松了涉房企的股权融资³。但是民营房企债券净融资除了去年 12 月短暂转正外，今年以来仍然延续着此前持续负增长的趋势。今年 1-5 月，民营房企发债净融资为 -554 亿元，不仅没有改善，收缩幅度甚至较去年同期又扩大了 164 亿元。股权融资同样不乐观，根据 Wind 统计，从去年 11 月政策放松以来，还没有房企能够在 A 股市场实现股权融资。

二季度房地产融资继续收缩的趋势仍然难以扭转。从 30 大中城市新房销售数据来看，随着积压需求在前期的集中释放，地产销售的修复斜率预计仍将继续走弱（详见《地产修复的事实》，2023.3.20），进而影响到房企回款的改善和金融机构对房地产融资的风险偏好修复。同时地产销售和新开工还保持着明显背离，房企的预期仍然不强，拿地意愿偏弱，融资意愿短期内也难以出现好转。

² https://www.nafmii.org.cn/xhdt/202211/t20221108_311365.html

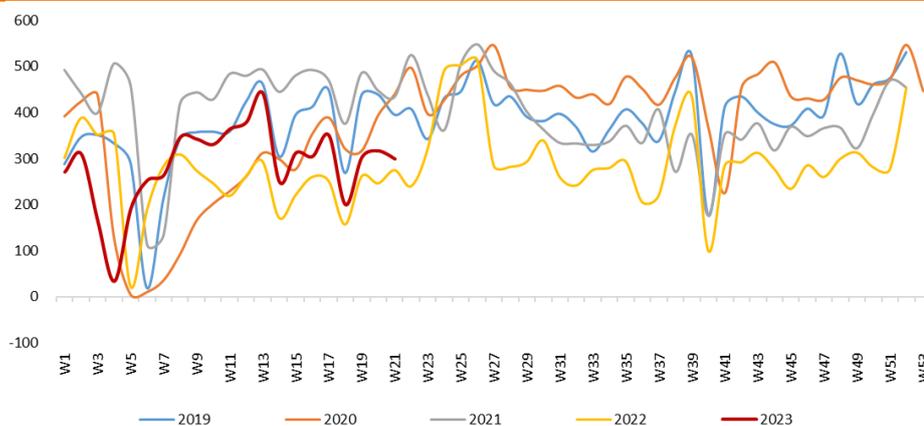
³ https://mp.weixin.qq.com/s/6NpEHICO_rjBO_7dfOcJ1g

图 8：今年 1-5 月，民营房企发债净融资仍然为负（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：30 大中城市新房成交面积继续走弱，影响房企资金条件的改善（单位：万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：地产销售与新开工明显背离，房企融资拿地意愿偏弱（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

二季度信用被动收缩之二是地方政府融资平台，隐债化解的推进也可能加剧信用的边际收缩。

2023 年《政府工作报告》中提出，“防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降

低利息负担，遏制增量，化解存量”⁴，指明了今年隐债化解的核心思路。化解地方政府债务风险的目的是收敛风险，而非引爆风险或者消灭债务。

但面对诸多的融资平台和隐性债务，推动大规模展期降息的前提是对存量债务进行甄别和审计，防范道德风险问题过程中难免会造成个体风险的暴露，从而对信用扩张形成抑制。

综合来看，二季度可能会面临短暂的信用收缩，社融增速及信贷增速大概率会持续下滑。其中既有政策有意控制信贷、基建节奏的主观因素，也有地产、化债等带来的客观因素。

信用要从收缩重新转向扩张，也需要以上部分因素发生反转，即主观上政策开始引导信用扩张，客观上地方融资平台的信用收缩基本结束。

主观方面，我们预计财政、准财政重新驱动基建发力的窗口可能在今年 7 月（详见报告《基建怎么了？》，2023.5.23），而央行重新发力宽信用可能会在 8 月（详见报告《逐字逐句重点解读一季度货政报告》，2023.5.17）。

客观方面，我们预计乐观情况下，6-7 月能够完成本轮存量隐性债务的甄别、审计，从而结束地方融资平台债务的被动收缩。

因此，我们预计三季度开始，信用可能会结束短暂的收缩过程，重新回到扩张的趋势上来。

⁴ <http://www.gov.cn/zhuanti/2023lhzfgzbg/index.htm>

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