

宏观点评 20230614

除了政策，迟来的信贷还有什么信号？

2023年06月14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

《6月降息拉开年中稳经济序幕》

2023-06-13

《稳增长的政策牌还有哪些？》

2023-06-13

■ 央行“迫不及待”地降息已经为金融数据不及预期做好了铺垫，叠加去年同期稳增长脉冲带来的高基数，市场对于5月信贷的“差”已有充分的预期。可能更加值得关注的是今年信贷的规模和节奏这一对重要的“矛盾”。前者对应的是货币政策屡次强调的“保持广义货币 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，而后者则取决于易纲行长近期对于“加强逆周期调节，全力支持实体经济”的讲话，如何在保证“匹配”的基础上加强“逆周期”？

■ “匹配”之下，今年余下三个季度信贷增速放缓是必然的趋势。我们在之前的报告里也提及，第一季度信贷总量同比多增 2.27 万亿元，靠前发力明显，若 2023 年维持信贷总量增长适度，则二季度及下半年需压缩量的空间；而若想控制信贷投放节奏平稳（今年各季度投放比例与 2022 年一致），就意味着 2023 年信贷存量增速突破 12.5%（图 1），这是明显偏高的。我们认为今年余下三个季度信贷投放总量在 13 万亿元左右较为合适（对应全年信贷增速 11%左右），比去年同期仅多增约 840 亿元。

■ 从节奏来看，稳经济 3.0 呼之欲出，至少未来两个月信贷可能有一定的企稳回升。如图 2，参考 2022 年两次稳经济一揽子政策出台后信贷表现的经验，6 月和 7 月信贷可能会从冰点回归，但是两个月之后会不会走 2022 年的老路，仍存在较大的不确定性。从具体数据上看：

■ 5 月人民币贷款新增 13600 亿元，同比少增 5300 亿元，一方面是去年货币信贷形势分析会议刺激背景下的高基数，另一方面则是二季度以来内生经济放缓现实的延续。在 PMI、出口、信贷数据反映的“弱需求”下，我们认为“强政策”不远了。

信贷投放节奏放缓了，但结构还没好起来。“弱需求”主要体现两点：一是在对公贷款逐渐占主导下的基建与制造业投资放缓；二是居民举债意愿弱的局面难觅改观。

■ 企业中长贷还得“再撑一会”。5 月新增企业中长贷 7698 亿元，同比多增 2147 亿元，经济动能偏弱下的对公需求的压舱石作用更加显著，但基建与制造业投资增长连续放缓与企业中长贷比重持续增加存在反差，信贷传导有待疏通。企业短贷环比小幅回升。票据贴现利率在 5 月末震荡，因去年同期的大幅冲量现象同比少增。

■ 居民部门“贷不动了”？5 月新增居民贷款仅 3672 亿元，其中拖累几乎全在中长贷（同比少增近 3000 亿元），居民短贷同比持平。反映居民消费修复缓慢，举债意愿仍较弱，按揭早偿问题未明显缓解。我们认为一季度居民信贷增长“昙花一现”的原因可能是家庭资产负债表在疫情期间已经受损，导致放开“报复性消费后”进一步加杠杆的能力与意愿均有限。

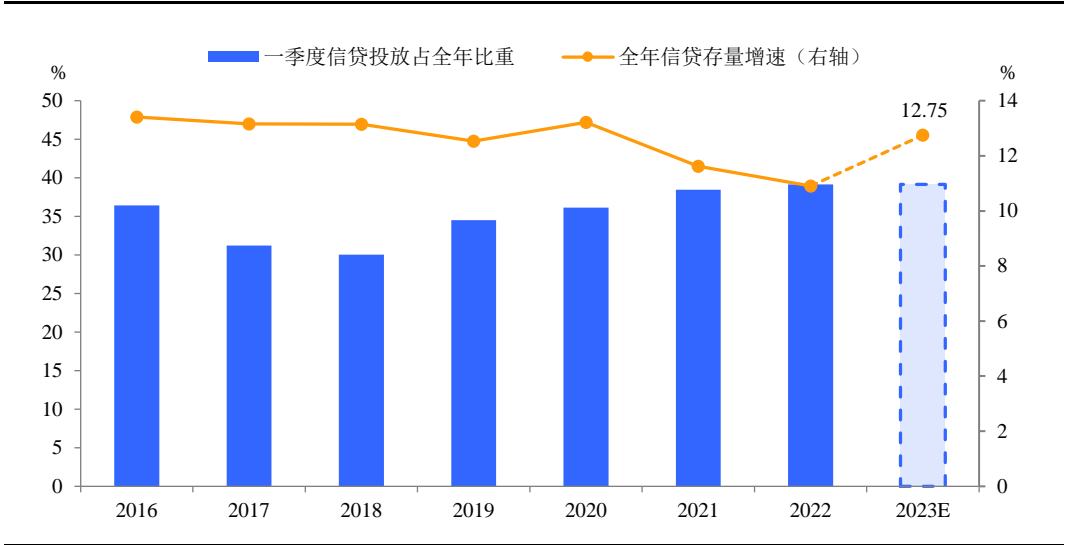
■ 直接融资方面，政府债同比少增 5011 亿元，发行节奏回归至 2019 年，企业债季节性回落，同比少增 2541 亿元。表外方面受到基本面偏弱的支撑，委托、信托贷款分别同比多增 922 亿元、167 亿元。

■ M2-M1 剪刀差维持高位，企业存款的活化程度仍较低。社融存量增速回落至 9.5%，信贷“开门红”意味着今年社融存量或已见顶，但并非是对基本面的不利信号，下半年“对公强、零售弱”的结构性问题能否优化更加重要。

■ 强政策“出手”或意味着 6 月社融反弹。信贷冲量影响消退+居民举债意愿低+企业经营压力修复缓慢的“三重压力”下，供需低迷破局的“接力棒”或传给政策端。参考去年 5 月及 8 月降息及国常会部署一揽子政策出台后的均有两个月的信贷反弹，我们认为本周二调降 OMO 后，宽松信号逐步明确，稳经济的政策“组合拳”有望早于 7 月政治局会议出台，大概率拉动社融回升。

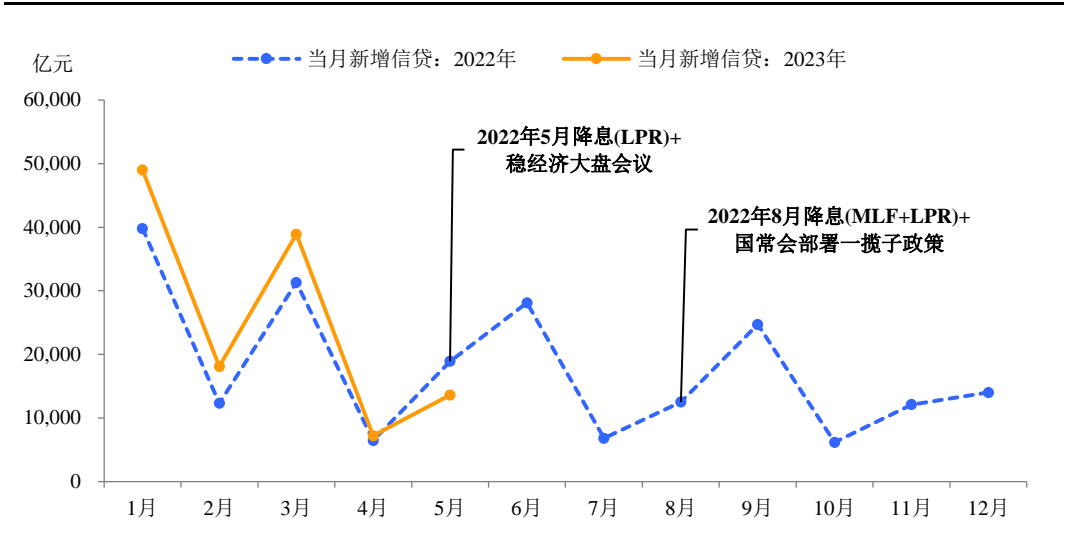
风险提示： 毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

图1: 若一季度信贷投放占比与 2022 年持平, 则意味着全年信贷增速明显加快



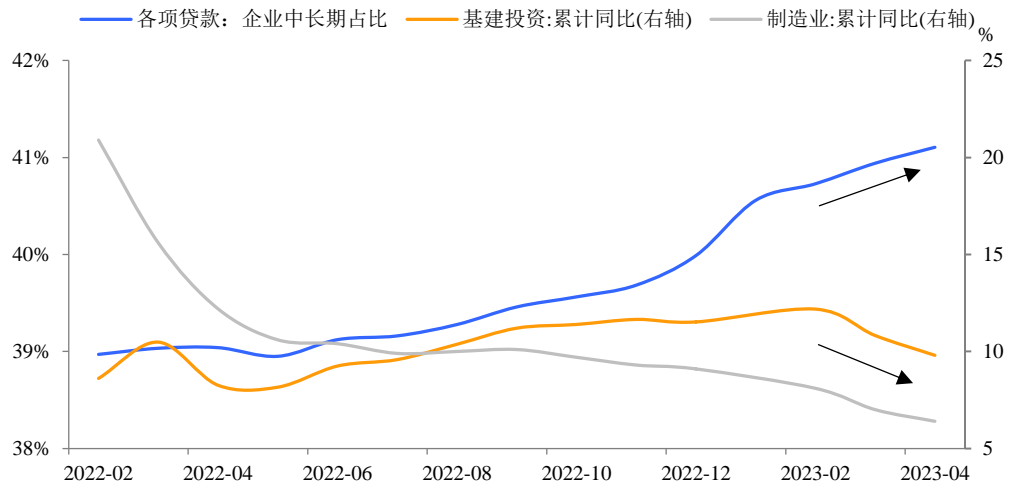
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 参考去年的两次“稳经济一揽子政策”出台后均有信贷持续两月反弹



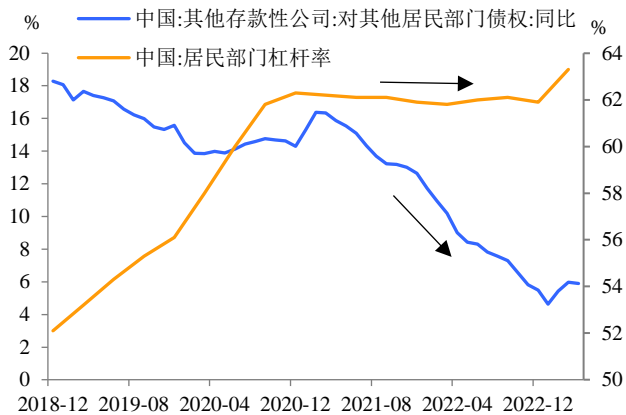
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 今年以来对公贷款占比高增, 但基建与制造业投资增速持续放缓



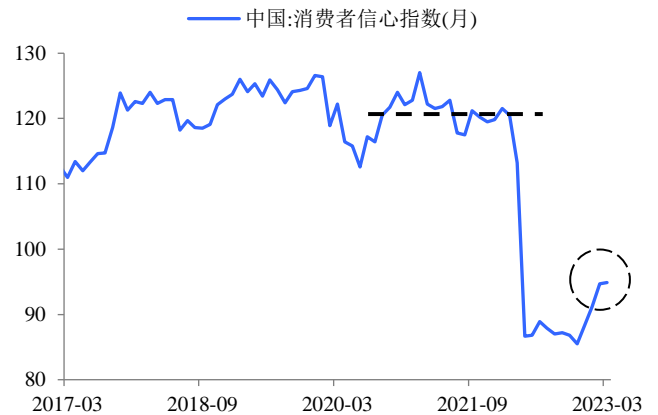
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 家庭部门资产负债表在疫情放开前或已受损



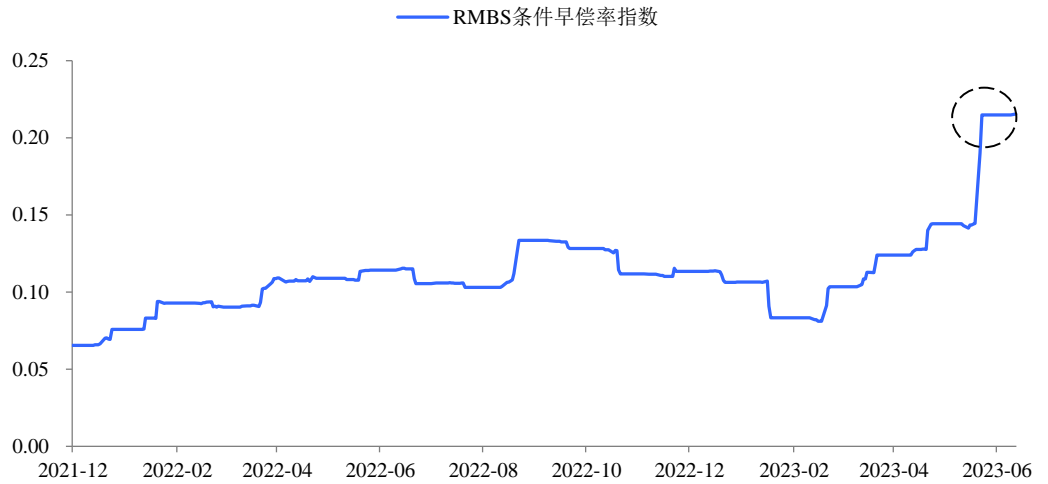
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 居民消费信心恢复, 但仍距疫前较远



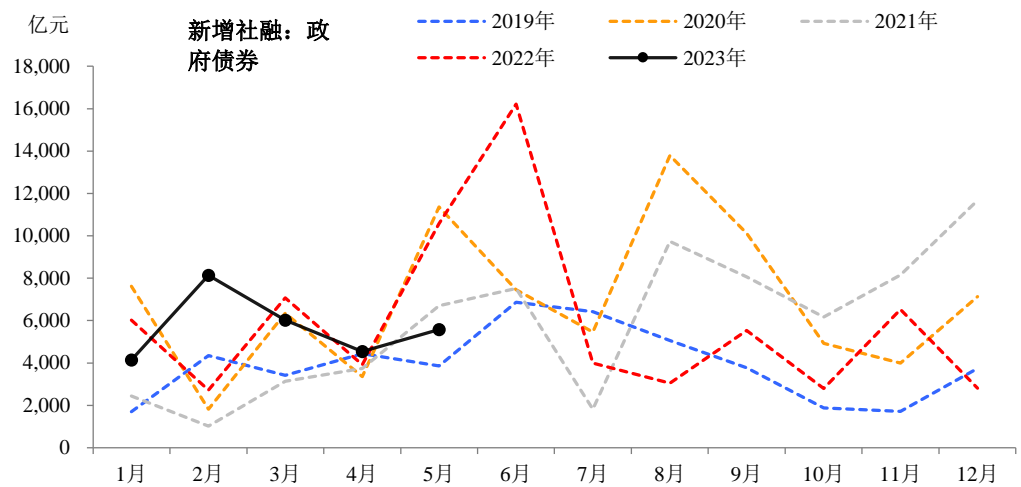
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 按揭早偿现象并未缓解



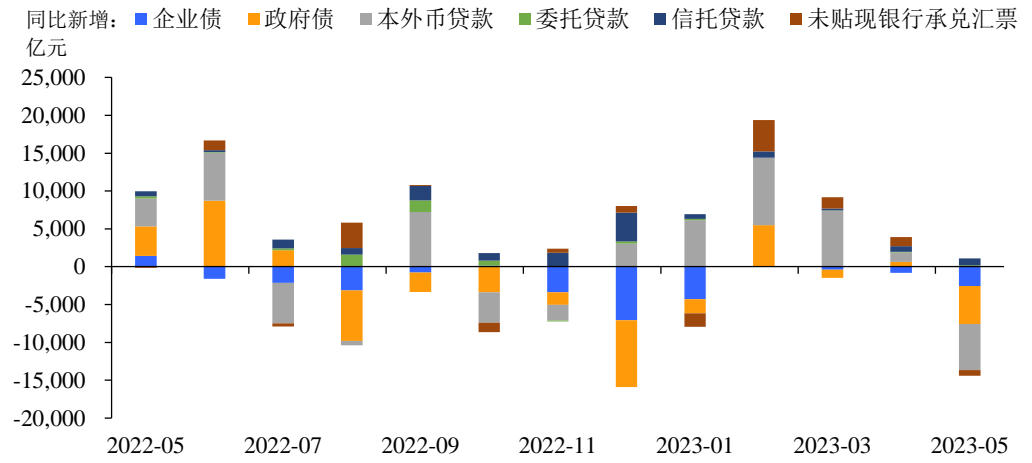
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 政府债发行趋缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 5月新增社融: 因去年高基数回落



数据来源: 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>