

# 宏观

证券研究报告

2023年07月12日

## 信用周期是否见底？

我们认为二季度或是政策底、经济底、金融底。翻过二季度，三季度开始金融、经济数据或都会逐渐进入疫后复苏的第三阶段。

下半年在透支效应减弱、消费内生修复、外需加速库存见底等因素的共同作用下，经济环比增速有望改善。

同时，央行政策的重心从负债端到资产端，信用政策力度再度加强。如央行6月30日增加“支农支小再贷款、再贴现额度2000亿元”通过结构性政策工具来发力稳信用。同时，财政政策在国常会定调后，也进入发力期。在政策和基本面的支撑下，我们认为国内信用周期有望再度重回小幅扩张区间。

**风险提示：**信用周期好转低于预期，地产销售复苏不及预期、基本面持续偏弱

### 作者

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

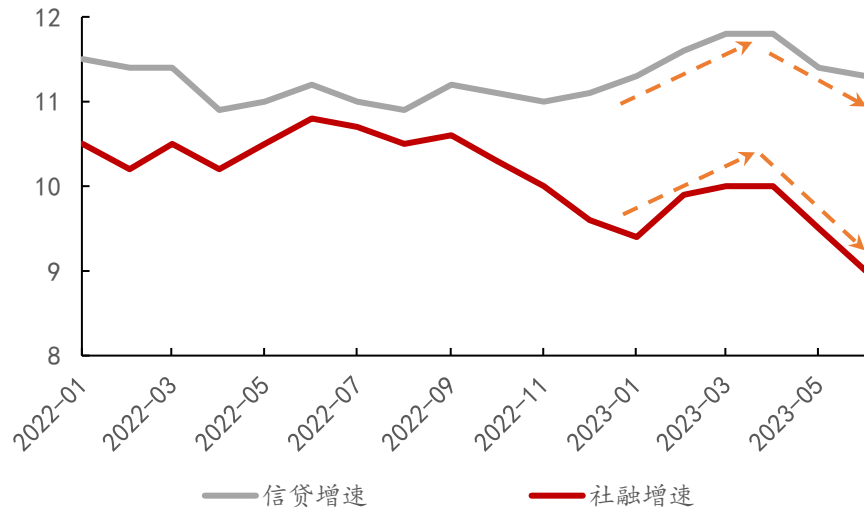
**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观报告-从616国常会至今都有哪些政策出台？》  
2023-07-10
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年7月第2周》  
2023-07-10
- 3 《宏观报告：宏观-疫后复苏进入第三阶段？》 2023-07-03

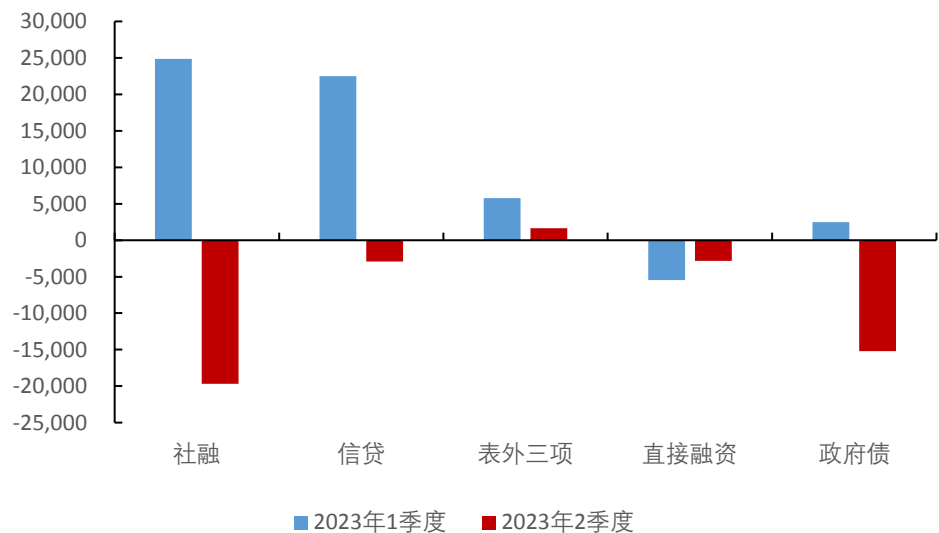
上半年国内信用环境先松后紧，一季度经济补偿性复苏带动信用扩张，社融同比多增 2.5 万亿，新增人民币贷款同比多增 2.3 万亿；二季度随着经济环比动能明显减弱，实体贷款需求指数从 78.4% 快速回落至 62.2%，新增人民币贷款同比减少 2166 亿元。叠加去年政府债发行节奏靠前（二季度政府债同比减少 1.5 万亿），社融同比增速从 3 月的 10% 回落至 6 月的 9%，创有统计以来新低。

图 1：从信用扩张到信用收缩（单位：%）



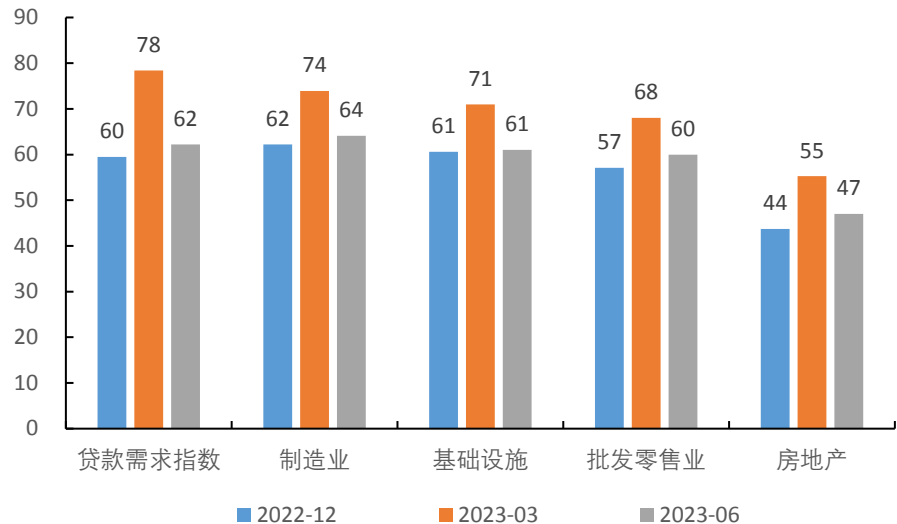
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：二季度信贷和政府债拖累社融增速（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：指标为社融分项的季度同比变动规模）

图 3：二季度各行业贷款需求指数明显回落（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

二季度，企业部门、居民部门和地方政府均处于信用收缩的阶段。进入三季度，我们认为居民部门和企业部门的信用会开始企稳，地方政府部门信用可能重新扩张。

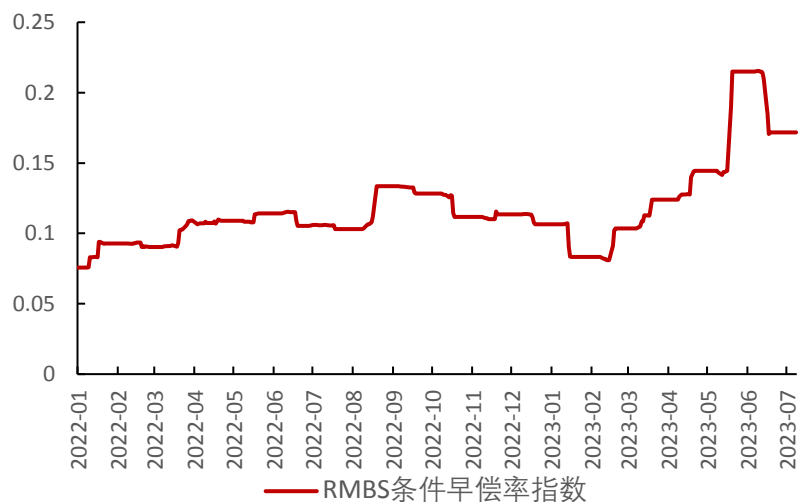
最值得关注的是居民部门的融资需求后续是否会有所好转。

6月居民信贷同比多增1157亿元，其中短期和中长期贷款分别同比多增632亿元和463亿元。居民部门信贷好转除了与央行降息以及商业银行季节性冲量有关外，也反映了居民行为的变化。一是6月下旬开始RMBS条件早偿率指数明显规模回落，居民提前还贷行为有所缓和。

二是居民非购房类需求如汽车消费依旧维持韧性。如受益于汽车促销政策持续加码<sup>1</sup>、新能源车渗透率不断提高，6月乘联会口径乘用车零售环比增长8.7%，连续5个月环比正增长，上半年累计同比增长2.7%，新能源车累计同比增长37.3%。同时，政策二季度央行调查中居民“更多消费”的比重从一季度的23.2%小幅回升至二季度的24.5%。

往后来看，8月之后青年人口失业率度过季节性高峰叠加暑期出行季的到来，有望驱动居民信贷需求企稳。

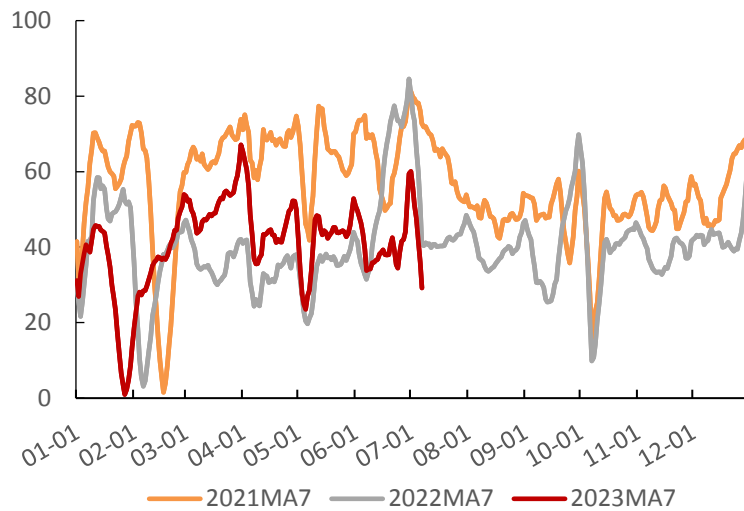
图4: 居民早偿率指数回落(单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

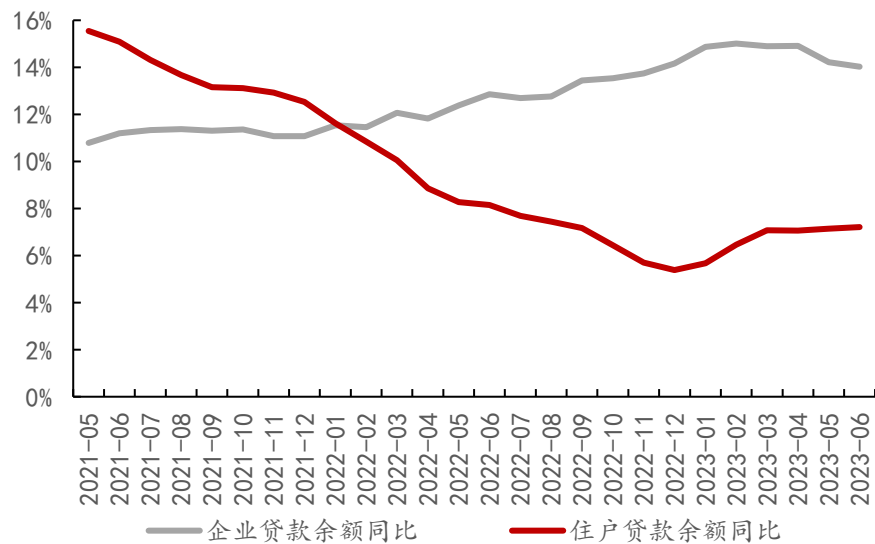
<sup>1</sup> 商务部办公厅关于组织开展汽车促消费活动的通知 国务院部门文件 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

图 5：30 大中城市商品房成交面积继续偏弱（单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：居民和企业部门信贷增速（单位：%）



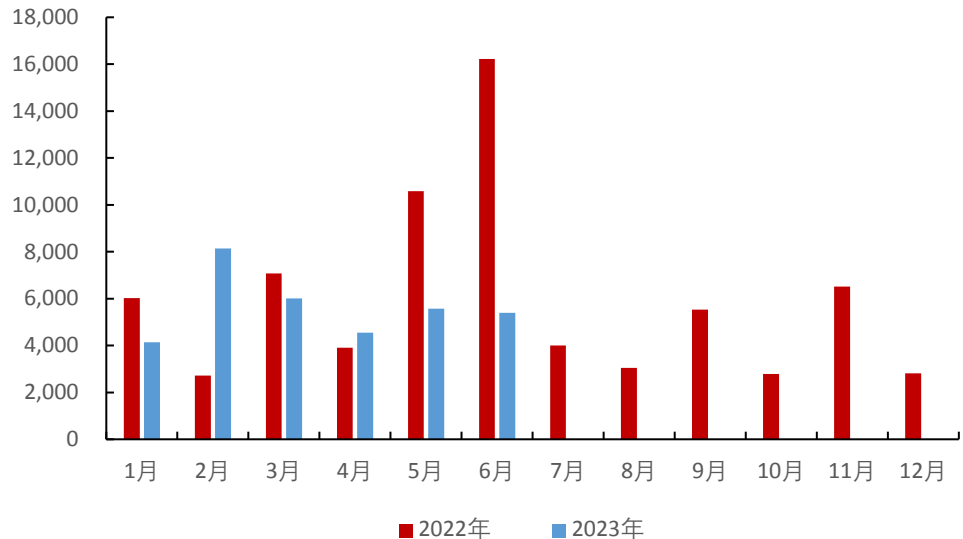
资料来源：wind，天风证券研究所

政府部门正由阶段性信用收缩转为信用扩张。基建带来的配套融资需求也会助力企业部门融资需求企稳。

2023 年政府债预计净融资规模为 7.68 万亿（3.88 万亿的赤字和 3.8 万亿的专项债）<sup>2</sup>，社融口径上半年政府债融资 3.4 万亿，仅占全年发行的比重 44%，去年上半年社融口径政府债融资 4.65 万亿，占比为 62%，因为社融口径政府债融资和财政口径数据存在一定区别，按照去年经验调整后，我们测算下半年社融口径融资规模约为 3.9 万亿，同比多 1.4 万亿。

图 7：政府债发行节奏（单位：亿元）

<sup>2</sup> 关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告（摘要）(mof.gov.cn)

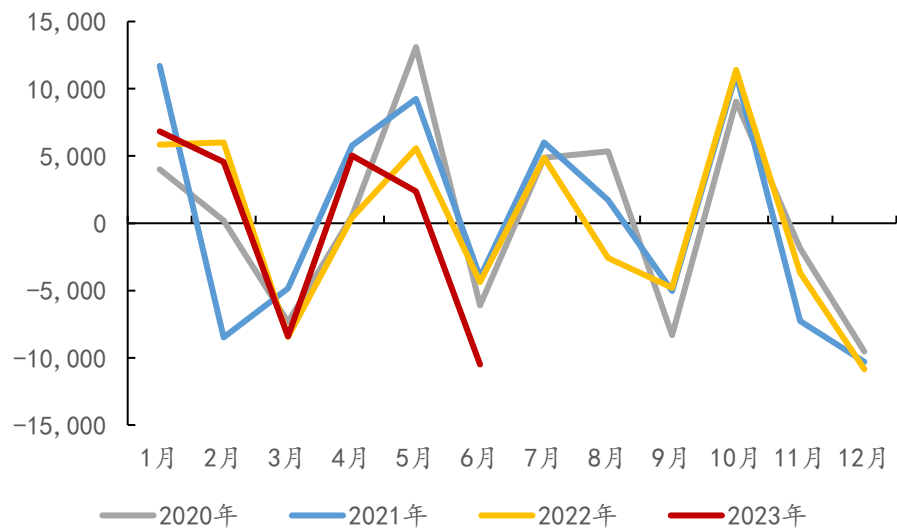


资料来源: wind, 天风证券研究所

财政支出对信用端的支出力度也有望增强。6月16日国常会提出“研究提出了一批政策措施”后，目前已经推出了包括《加大力度支持科技型企业融资行动方案》在内 17 项政策措施（详见《从 616 国常会至今都有哪些政策出台？》，2023.07.10）。6月财政存款减少 1 万亿，同比多减 6129 亿元，也表明目前财政资金正在加速投放。

随着财政资金加快落地，后续基建项目的配套融资需求也会跟上。考虑到基建中长期贷款占企业中长期贷款投放的比重超过 30%，后续基建贷款需求回升会继续对企业中长期贷款形成支撑。

图 8: 财政存款超季节性回落 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

总的来说，我们认为二季度或是政策底、经济底、金融底。翻过二季度，三季度开始金融、经济数据或都会逐渐进入疫后复苏的第三阶段。

下半年在透支效应减弱、消费内生修复、外需加速库存见底等因素的共同作用下，经济环比增速有望改善（详见《疫后复苏进入第三阶段》，2023.07.03）。

同时，央行政策的重心从负债端到资产端，信用政策力度再度加强。如央行 6 月 30 日增加“支农支小再贷款、再贴现额度 2000 亿元”<sup>3</sup>通过结构性政策工具来发力稳信用。同时，

<sup>3</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/aMlcV0008TYsSMW1r6FyRQ>

财政政策在国常会定调后，也进入发力期。在政策和基本面的支撑下，我们认为国内信用周期有望再度重回小幅扩张区间。

## 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        |