

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

我们需要习惯信贷的低增

2024年5月13日

- **低信贷不等同于经济支持力度弱。**信贷总量增速从两位数的高增变成个位数，但当前信贷增速“换挡”不能与“支持实体经济力度减弱”划等号。一是政策对资金空转愈加重视，关注点从“量”变成“质”。二是金融业增加值核算方式优化，对总量有下拉影响。三是各省贷款增速与经济增速无必然联系。总体看，央行的思维可能已经改变，不追求信贷高增，统计局的统计口径也做了调整，这些变化一脉相承。
- **信贷增速“换挡”终点是结构优化。**4月的信贷增速“换挡”后，更再次验证“量”的关注在弱化。我们认为，本轮社融负增长的主要因素是未贴现银行承兑汇票大幅减少和政府债券融资负增长，政府债券融资的负增长可能与财政发力偏慢有关，而未贴现银行承兑汇票的大幅减少以及企业短贷回落，或部分反映出企业对资金的短期需求被存款释放所弥补。信贷增速出现“换挡”，但资金的结构或有优化。
- **信贷低增不影响经济平稳增长。**我们认为，即使信贷增长比过去低一些，也不会妨碍金融机构支持经济保持平稳增长。一方面，是央行思维可能发生改变，信贷增长与经济的关系趋于弱化。另一方面，是目前的信贷增长已经由供给约束转为需求约束，继续在资金供给端发力给实体经济带来的边际支持增量或较小。若在总量低增时提升资金投放的“质”，信贷低增也不会影响经济的平稳增长。
- **风险因素：**国内政策力度不及预期，美联储超预期紧缩，地缘政治风险等。

目录

一、低信贷不等同于经济支持力度弱.....	3
二、信贷增速“换挡”终点是结构优化.....	5
三、信贷低增不影响经济平稳增长.....	7
风险因素.....	8

表目录

表 1: 仅几个省份的贷款同比增速与经济同比增速同向变动.....	4
-----------------------------------	---

图目录

图 1: 各项贷款余额增速维持个位数.....	3
图 2: 各省贷款增速与经济增速并不存在同向变动的关系.....	5
图 3: 4月新增社会融资规模及分项数据.....	6
图 4: 4月新增人民币存款及分项数据.....	6
图 5: 4月企业存款下滑程度远大于往年同期.....	7
图 6: 新增居民中长期贷款仍偏弱.....	7

一、低信贷不等同于经济支持力度弱

从 1978 年有数据以来，我国各项贷款增速基本上都是两位数，现在信贷总量增速从两位数的高增变成个位数，出现增速“换挡”现象，可能会让市场担心金融机构对经济的支持程度减弱，我们认为，当前信贷增速“换挡”不能与“支持实体经济力度减弱”划等号。

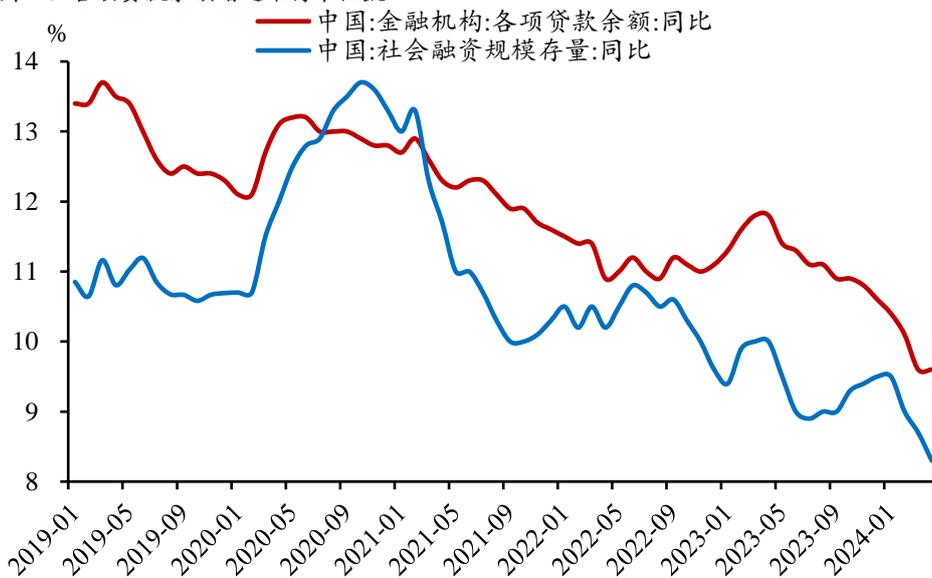
一是政策对资金空转愈加重视，关注点从“量”变成“质”。在货币政策宽松的背景下，部分资金未流向实体经济，长期来看这不利于经济的健康发展。而现在央行多次提及资金空转，加强资金空转问题监测以提高资金使用效率，这使得信贷增速从“量”的关注转为“质”。

二是金融业增加值核算方式优化，对总量有下拉影响。金融增加值旧核算方法下，金融机构面临“存贷款双增”考核压力，但今年 Q1 开始，金融增加值的核算方式转为主要参考银行利润指标，新的核算方法或带来“挤水分”的扰动，对货币信贷总量造成下拉影响。

三是各省贷款增速与经济增速无必然联系。我们整理了 28 个省份 2022 年、2023 年的贷款增速与经济增速，对比发现，仅几个省份的贷款同比增速与经济同比增速同向变动；多数省份的贷款增速与经济增速并不存在同向变动的关系。

总体看，央行的思维可能已经改变，不追求信贷高增，统计局的统计口径也做了调整，这些变化一脉相承。

图 1：各项贷款余额增速维持个位数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

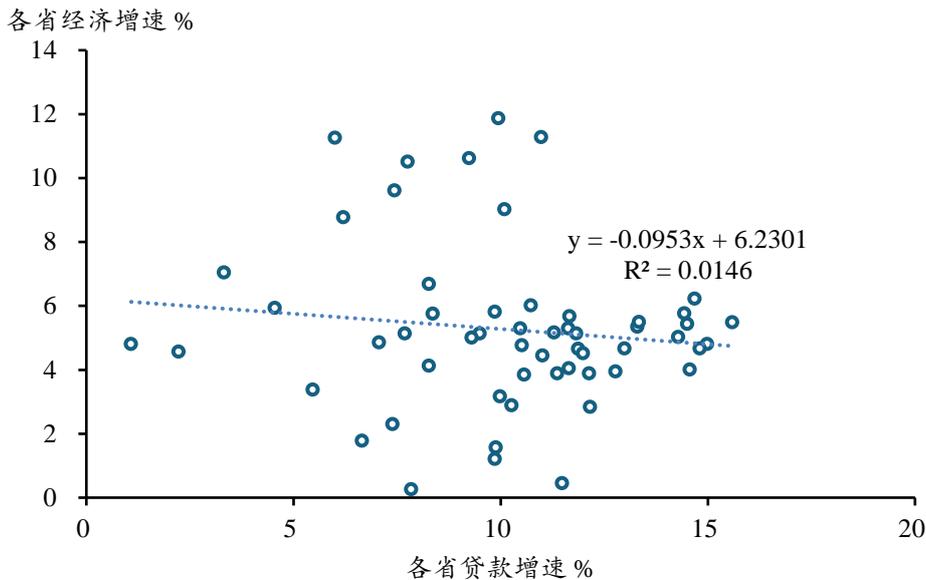
表 1：仅几个省份的贷款同比增速与经济同比增速同向变动

指标名称	贷款同比			经济同比增速			贷款增速与经济增速是否同向
	2022	2023	增速变化	2022	2023	增速变化	
上海	7.40	8.37	↑ 0.96	2.29	5.75	↑ 3.46	√
北京	9.87	13.31	↑ 3.44	1.21	5.34	↑ 4.14	√
重庆	6.66	13.34	↑ 6.69	1.78	5.49	↑ 3.72	√
江西	11.88	9.99	↓ -1.88	4.65	3.16	↓ -1.49	√
河北	12.77	12.99	↑ 0.22	3.94	4.66	↑ 0.72	√
安徽	14.99	15.60	↑ 0.61	4.80	5.48	↑ 0.68	√
海南	4.56	7.44	↑ 2.89	5.93	9.60	↑ 3.67	√
西藏	5.47	10.99	↑ 5.52	3.37	11.28	↑ 7.91	√
广东	10.57	10.52	↓ -0.05	3.84	4.76	↑ 0.91	
江苏	14.57	14.29	↓ -0.28	4.00	5.02	↑ 1.02	
湖南	11.65	11.30	↓ -0.35	4.04	5.16	↑ 1.12	
云南	9.50	7.69	↓ -1.81	5.13	5.13	0.00	
山西	9.95	11.49	↑ 1.54	11.86	0.45	↓ -11.42	
内蒙古	7.76	11.64	↑ 3.87	10.50	5.29	↓ -5.21	
新疆	9.24	10.73	↑ 1.49	10.61	6.00	↓ -4.61	
辽宁	2.23	1.08	↓ -1.15	4.56	4.80	↑ 0.24	
甘肃	6.21	8.27	↑ 2.06	8.76	6.68	↓ -2.09	
贵州	12.16	11.99	↓ -0.17	2.84	4.51	↑ 1.68	
广西	12.14	11.37	↓ -0.77	3.88	3.88	↑ 0.01	
浙江	14.51	14.44	↓ -0.07	5.43	5.76	↑ 0.33	
湖北	10.48	9.86	↓ -0.61	5.29	5.81	↑ 0.51	
福建	11.02	9.31	↓ -1.71	4.44	5.00	↑ 0.57	
宁夏	6.01	8.27	↑ 2.26	11.25	4.12	↓ -7.13	
山东	11.67	11.83	↑ 0.16	5.67	5.13	↓ -0.54	
陕西	10.10	10.27	↑ 0.17	9.02	2.89	↓ -6.13	
四川	14.81	14.69	↓ -0.12	4.66	6.22	↑ 1.56	
青海	3.33	7.07	↑ 3.74	7.04	4.85	↓ -2.19	
河南	7.85	9.89	↑ 2.04	0.26	1.57	↑ 1.31	

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 贷款同比和经济同比增速单位为 %, 增速变化单位为百分点

图 2：各省贷款增速与经济增速并不存在同向变动的关系



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、信贷增速“换挡”终点是结构优化

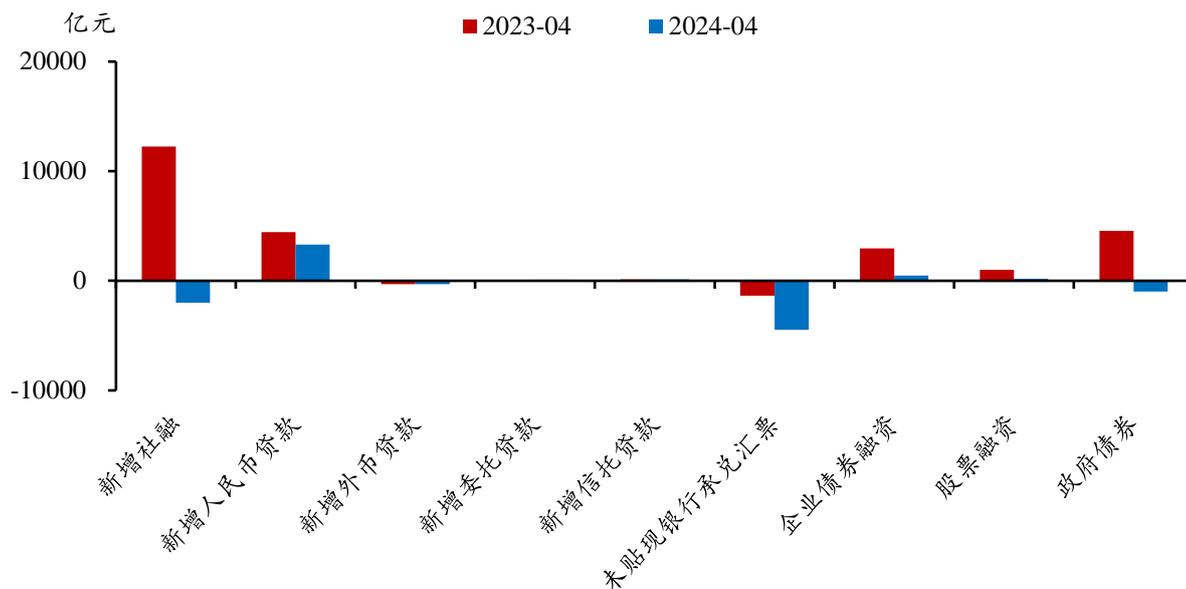
我们在前期报告（见已外发报告《存款结束快速增长》）已经指出，央行更加注重盘活存量，3月信贷同比少增或已印证信贷投放或更侧重“质”。4月的信贷增速“换挡”后，更再次验证“量”的关注在弱化。

在信贷结构优化路上，信贷增速较前些年出现“换挡”，或是需要经历的“阵痛期”。

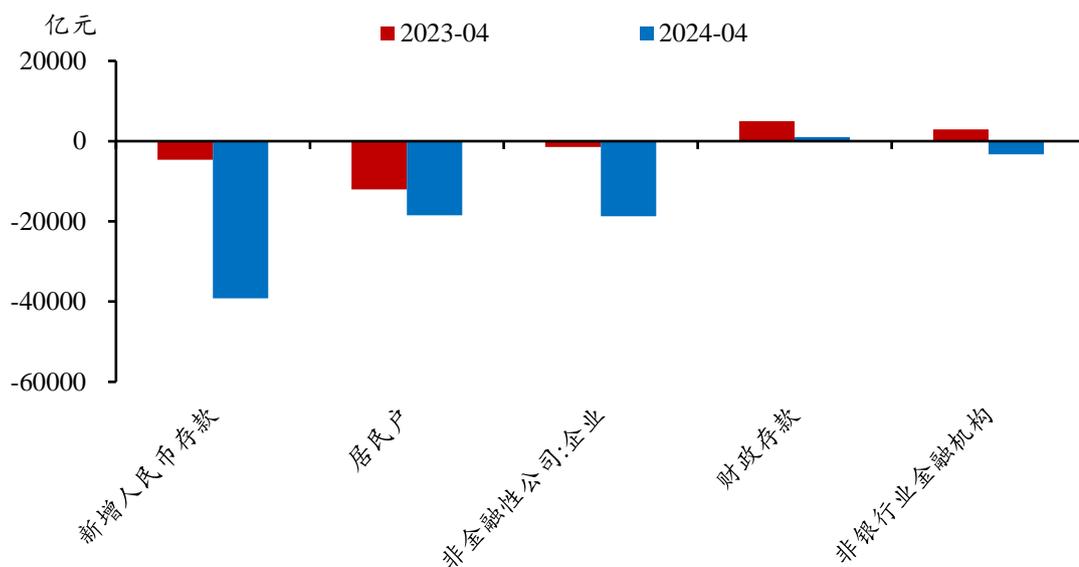
随着资金空转等因素减少，信贷结构有增有减。社融新增量为负并不常见，2002年以来，仅2002年1月、2005年10月出现过当月新增社融为负数。本轮负增长的主要因素是未贴现银行承兑汇票的大幅减少和政府债券融资的负增长，政府债券融资的负增长可能与财政发力偏慢有关。

1) 企业短贷回落较多，或与企业存款释放有关。历史上4月，新增存款往往回落，但相比之下，今年4月新增存款比往年明显回落更多，企业存款与季节性的偏离远居民存款要多。我们认为这背后部分受到手工补息严格监管的影响，还有一部分是企业存款释放弥补了企业短期资金缺口。

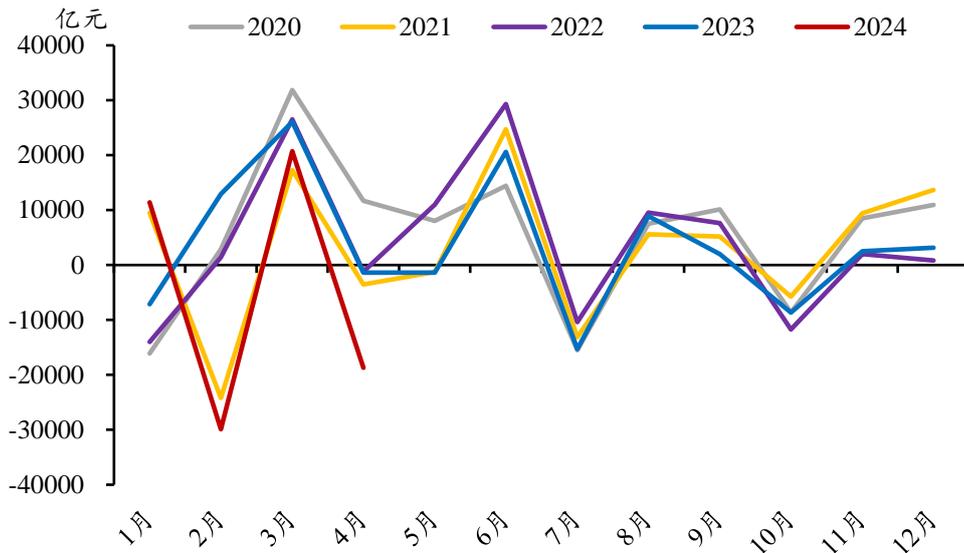
2) 未贴现银行承兑汇票大幅下降，可能是企业存款释放弥补了部分缺口。往年4月的未贴现银行承兑汇票往往较3月回落，但今年4月回落远远高于往年，我们认为，或部分反映出企业对资金的短期需求被存款释放所弥补。

图 3：4 月新增社会融资规模及分项数据


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：4 月新增人民币存款及分项数据


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：4 月企业存款下滑程度远大于往年同期


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：新增居民中长期贷款仍偏弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、信贷低增不影响经济平稳增长

我们认为，即使信贷增长比过去低一些，也不会妨碍金融机构支持经济保持平稳增长。

一方面，是信贷增长与经济增速的关系趋于弱化。从各个省份的信贷增速和经济增速的关联性来看，近两年二者的关系并不明显。我国 Q1 货政报告指出，我国信贷增长与经济增速的关系趋于弱化。各省贷款增速与经济增速显示，过去部分省份信贷增长较低，但依旧能支持经济取得较快的发展。

另一方面，是目前的信贷增长已经由供给约束转为需求约束。过去一段时间，信贷高增和经济增速偏弱同时存在，说明资金投放较为充足，当前问题是资金投放未能进入实体经济促进实体经济增长，问题已经从供给约束转为需求约束，继续在资金供给端上发力给实体经济带来的边际支持增量或较小。若在总量低增时提升资金投放的“质”，信贷低增也不会影响经济的平稳增长。

风险因素

国内政策力度不及预期，美联储超预期紧缩，地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。