

新阶段下的宽信用：特征与体量

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

投资要点：

► 不同以往，本轮信用宽松重在结构性发力

本轮信用扩张呈现出不同以往的特征：

- 1) 地产方面，“房住不炒”基调未变，但在经济压力下行增大以及政策控压导致部分房企出现债务危机的情况下，针对地产的信贷政策可能会出现边际松动，不过幅度不会很大；
- 2) 基建方面，随着财政、专项债的逐步发力以及重大工程项目的实施推进，基建投资增速可能会有所回升，但幅度相对有限。预计 2021 年基建投资累计同比增速约 6.7%，两年同比增速在 5% 左右。
- 3) 在两大传统引擎受限的情况下，央行的再融资再贷款或将发力，重点支持小微、“三农”以及绿色企业，精准滴灌，提高他们的融资规模。

在此情景下我们认为趋势性的宽信用尚未到来，目前更多的是结构性信用宽松。

► 社融后续将会企稳回升，预计全年同比增速 10.7%

后续随着显性渠道下的财政支出提速以及地方政府专项债发行放量整体社融将会企稳回升。预计后续政府债券净融资规模每月在 1 万亿元左右，企业债券在 2500 亿元左右，新增人民币信贷规模在 1-1.2 万亿元左右。预计全年新增社融 31.7 万亿元，存量社融 315.9 万亿元，社融同比增速约 10.7%。

► 以史为鉴，信用扩张多伴随地产、基建发力

- 1) 以社融存量同比增速划分，2008 年以来共出现了 3 轮较为完整的信用周期。分别是 2008.12-2012.05、2012.05-2016.01、2016.01-2020.01，每轮信用周期平均时间跨度 44 个月，其中信用扩张期相对较短，平均时间跨度 12 个月；信用收缩期相对较长，平均时间跨度 32 个月。
- 2) 从过去几轮信用环境由收缩转为扩张的转变过程来看，地产、基建往往率先发力，地产投资与基建投资的触底反弹带动产业链逐步复苏，工业增加值和发电量增速明显提升、企业家信心逐步恢复，叠加宽松的货币环境，企业融资需求逐步改善，最终完成信用环境由紧缩向扩张的过度。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 政策端逐步发力，“宽信用”预期再起	3
2. 以史为鉴，信用扩张多伴随地产、基建发力	4
2.1. 2008 年以来出现了 3 轮较为完整的信用周期	4
2.2. 信用扩张期，地产、基建轮番发力	6
3. 不同以往，本轮信用宽松重在结构性发力	8
3.1. “房住不炒”基调未变，信贷或有边际放松	8
3.2. 基建投资或有回升，但难以产生明显支撑	10
3.3. 两大传统引擎受限，再贷款再贴现或将发力	11
3.4. 趋势性宽信用未至，结构性宽信用已来	12
4. 风险提示	13

图表目录

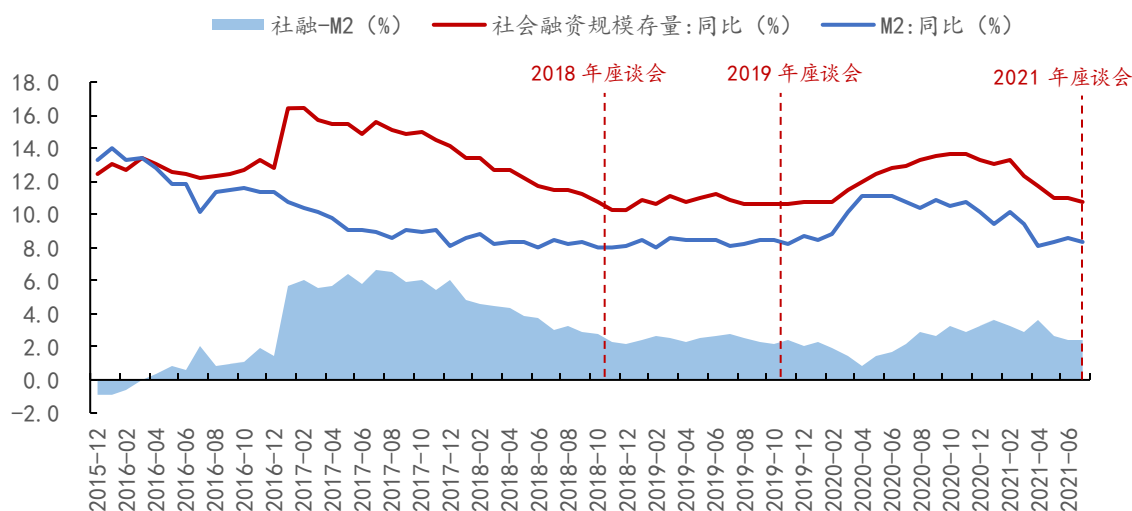
图 1 央行货币信贷形势分析座谈会前后社融及 M2 增速	3
图 2 2008 年以来共出现了四轮较为完整的信用周期	5
图 3 信用收缩期对应经济下行压力增大	6
图 4 信用收缩对冲思路	6
图 5 信用扩张期房地产开发投资累计同比增长明显	6
图 6 信用扩张期房地产开发资金来源同比增长明显	6
图 7 信用扩张期，地产调控由紧转松	7
图 8 信用扩张期基建投资累计同比增长明显	8
图 9 城投债发行规模大幅增加	8
图 10 试点房企有息负债率下行明显（%）	9
图 11 贷款余额中房地产、个人购房贷款同比继续下行	9
图 12 居民中长期贷款同比少增	10
图 13 房地产投资、销售面积同比大幅下行	10
图 14 基建投资累计同比增速仍然处于低位	11
图 15 基建投资的主要资金来源	11
图 16 1-7 月财政支出进度低于疫情前水平	11
图 17 1-8 月新增专项债发行进度慢于往年	11
图 18 支农、支小再贷款余额均上涨明显	12
图 19 再贷款、再贴现发力点	12
图 20 地产、基建率先发力，带动产业链逐步复苏	13
表 1 近期重要会议梳理	3
表 2 2008 年以来三轮信用周期及其时间跨度	5
表 3 房地产贷款集中度管理要求	9
表 4 后续社融预判	13

1. 政策端逐步发力，“宽信用”预期再起

7月中旬超预期降准之后，政策端逐步发力，市场对于“宽信用”的预期渐渐升温。7月15日，央行全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，货币政策释放宽松信号。7月30日政治局会议进一步提到当前国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，需要做好宏观政策跨周期调节，积极的财政政策要提升政策效能，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕。8月23日，央行召开货币信贷形势分析座谈会，强调要增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。回顾过往几次信贷形势座谈会，均发生在社融存量增速持续下行的信用紧缩时期，而座谈会后社融存量增速基本结束下行态势。9月1日，国务院常务会提出今年再新增3000亿元支小再贷款额度，并且引导金融机构开展票据贴现和标准化票据融资，央行提供再贴现支持。

相关政策的逐步发力引发了市场对于“宽信用”的预期。那么本轮监管层对于托底经济、放松信贷的举措能否带来新一轮的“宽信用”？与以往相比，此次宽信用有何不同？后续的社融规模以及增速水平如何？下文进行详细分析。

图1 央行货币信贷形势分析座谈会前后社融及M2增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

表1 近期重要会议梳理

时间	会议	内容
2021/7/30	中共中央政治局会议	要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。

2021/8/16	国务院常务会议	针对经济运行新情况 加强跨周期调节 ，保持经济运行在合理区间。引导金融机构运用好降准资金等，加强对中小微企业的金融服务。审议通过“十四五”就业促进规划， 强化财政、货币等政策支持就业的导向 ，促进吸纳就业能力强的劳动密集型行业发展，推动服务业线上线下融合发展，多渠道促进灵活就业。
2021/8/17	中央财经委第十次会议	共同富裕是社会主义的本质要求，是中国式现代化的重要特征，要坚持以人民为中心的发展思想，在高质量发展中促进共同富裕；金融是现代经济的核心，关系发展和安全，要遵循市场化法治化原则， 统筹做好重大金融风险防范化解工作 。
2021/8/23	央行货币现代形势分析座谈会	统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持货币政策稳定性，增强前瞻性、有效性，把服务实体经济放到更加突出的位置，以 适度的货币增长 支持经济高质量发展，助力中小企业和困难行业持续恢复，保持经济运行在合理区间。要坚持 推进信贷结构调整 ，加大对重点领域和薄弱环节的支持，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体。要 促进实际贷款利率下行 ，小微企业综合融资成本稳中有降。要继续推进银行资本补充工作，提高银行信贷投放能力。
2021/8/26	金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果 全面推进乡村振兴电视电话会议	运用 再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具 ，为 金融机构服务乡村振兴提供资金支持 ，做好金融机构服务乡村振兴考核评估工作。更好发挥政府性融资担保的作用，取消或降低对政府性融资担保机构的盈利考核要求。
2021/9/1	国务院常务会议	再新增 3000亿元支小再贷款额度 ，支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款。推动银行更多发放 普惠小微信用贷款 。建立国家融资担保基金风险补偿机制，支持担保机构为缺乏抵押物和信用记录的小微企业提供担保。引导金融机构开展票据贴现和标准化票据融资，人民银行 提供再贴现支持 ，缓解中小微企业占款压力。

资料来源：国务院、中国人民银行、华西证券研究所

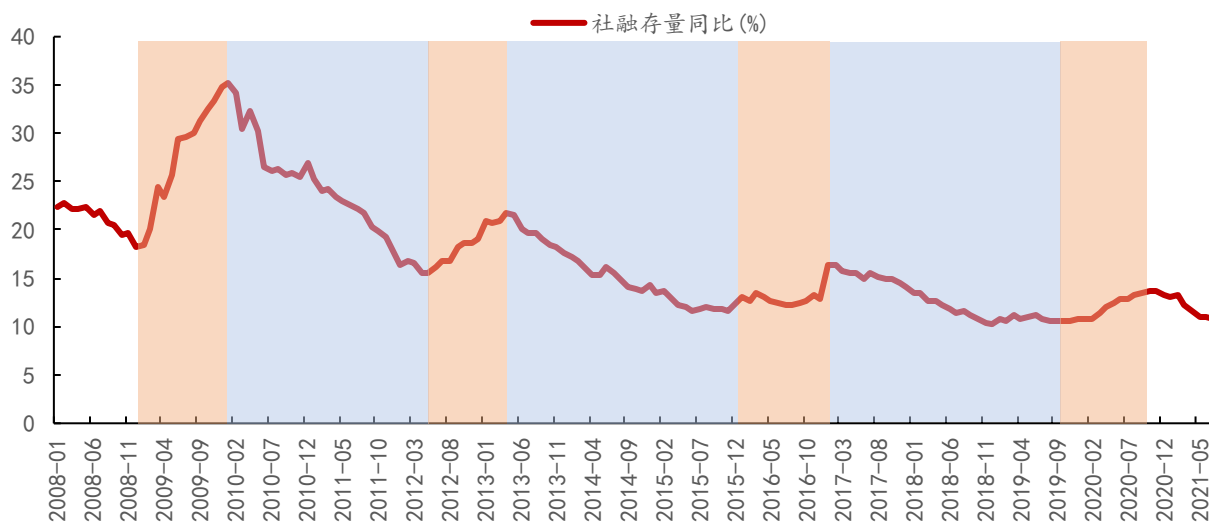
2. 以史为鉴，信用扩张多伴随地产、基建发力

2.1. 2008 年以来出现了 3 轮较为完整的信用周期

以社融存量同比增速划分，2008 年以来共出现了 3 轮较为完整的信用周期。社融存量规模度量的是一定时期末实体经济从金融体系获得的资金余额，能够较为全面

的反应实体的信用需求情况，因此常用社融存量同比增速划分信用周期。按照“谷-谷”法划分，2008 年以来，共出现了 3 轮较为完整的信用周期，分别是 2008.12-2012.05、2012.05-2016.01、2016.01-2020.01，每轮信用周期平均时间跨度 44 个月，其中信用扩张期相对较短，平均时间跨度 12 个月；信用收缩期相对较长，平均时间跨度 32 个月。

图 2 2008 年以来共出现了四轮较为完整的信用周期



资料来源：WIND，华西证券研究所

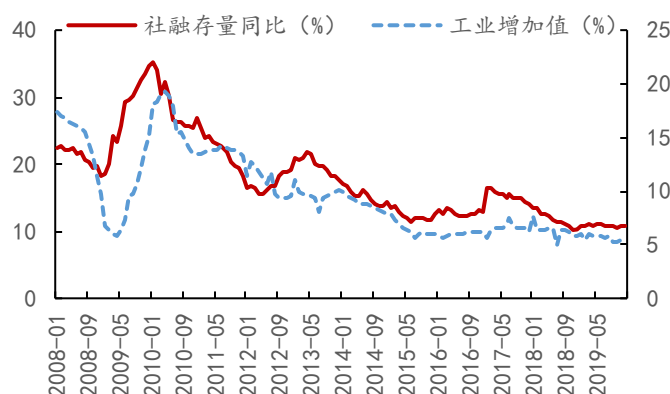
表 2 2008 年以来三轮信用周期及其时间跨度

轮次	时期	跨度（月）	宽信扩张期	跨度（月）	信用收缩期	跨度（月）
1	2008.12-2012.05	41	2008.12-2009.12	12	2009.12-2012.05	29
2	2012.05-2016.01	44	2012.05-2013.04	11	2013.04-2016.01	33
3	2016.01-2020.01	48	2015.12-2017.02	14	2017.02-2020.01	35
平均	——	44	——	12	——	32

资料来源：华西证券研究所

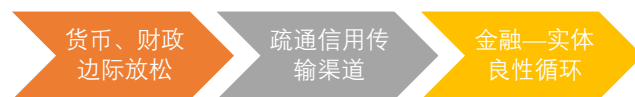
信用收缩期对应经济下行压力增大，面对经济困境，政府往往采取措施加以对冲。2008 年以来政府面对信用收缩采用的对冲措施虽不尽相同，但整体思路确是一脉相承的。首先，货币、财政政策边际放松，创造相对良好社会融资环境，抑制信用收缩势头的扩大；其次，进一步疏通信用传输渠道，激发包括个人、企业、政府等经济主体的融资需求；最后，带动金融-实体实现良性循环，助力经济走出下行通道。

图 3 信用收缩期对应经济下行压力增大



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 信用收缩对冲思路

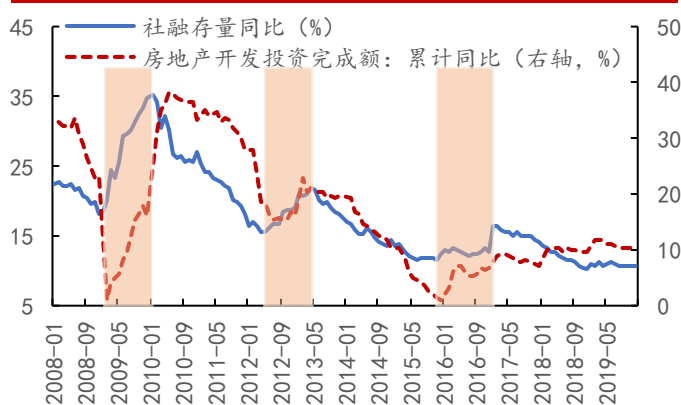


资料来源：华西证券研究所

2.2. 信用扩张期，地产、基建轮番发力

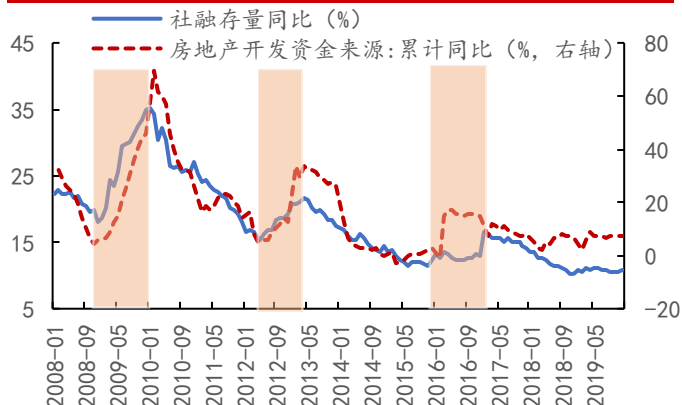
信用环境由收缩转为扩张往往伴随地产调控政策由紧转松，地产销售、投资增长明显。2008.12-2009.12 第一轮信用扩张期间，下调首付比例、降低契税税率、降低房贷利率等一系列宽松政策纷纷出台，地产销售面积迅速触底反弹，累计同比飙升至 53%，房地产开发投资累计同比以及开发资金来源累计同比同样增长明显，峰值分别高达 38% 和 69%；2012.05-2013.04 第二轮信用扩张期间，以释放刚需、满足首套房贷款需求为目的的政策微调在多地开展，同时央行在 2012 年的 6、7 月份连续两次降息，货币政策明显放松，地产市场逐步回暖，房地产销售面积同比增速止跌回升，并快速重回前高，地产投资也出现了明显增长；2015.12-2017.02 第三轮信用扩张期间，“330 房贷新政”以及房地产去库存政策陆续推出，并且 2015 年 1 月开始实施的《公司债券发行与交易管理办法》将公司债的发行主体范围扩大，房企明显受益，销售回暖以及融资环境的改善促使地产投资快速回升。

图 5 信用扩张期房地产开发投资累计同比增长明显



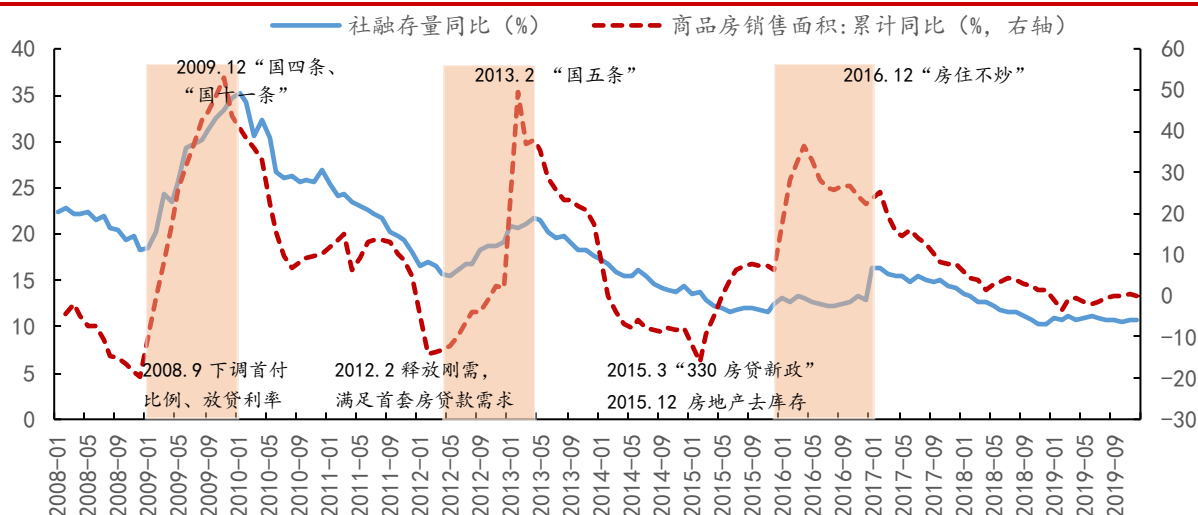
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6 信用扩张期房地产开发资金来源同比增长明显



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 7 信用扩张期，地产调控由紧转松



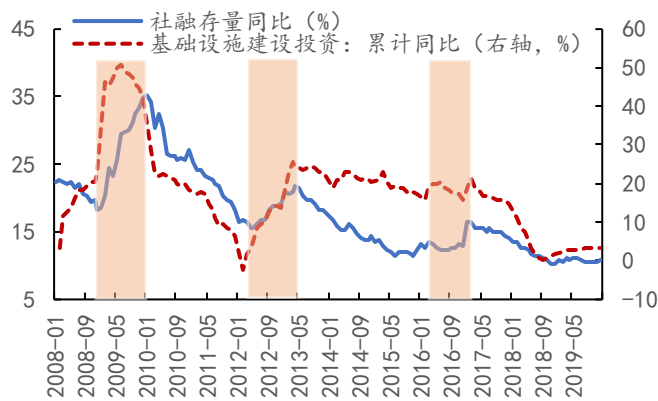
资料来源：WIND，华西证券研究所

基建投资是信用环境由收缩转为扩张的另一重要抓手。2008.12-2009.12 第一轮信用扩张期间，中央政府推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，也就是“四万亿”计划，同时 2009 年 5 月，国务院发布的《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》中下调了机场、港口、铁路、公路、城市轨道交通等基础设施建设的资本金比例，进一步提升了杠杆比例。同年，央行和原银监会通过的《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》中提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台…，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”，在政策的支持下，各地城投平台纷纷成立，城投债发行额度也快速攀升。在财政大幅发力的情况下，基建投资累计同比迅速从 2008 年的 16.19% 增加至 2009 年的 46.99%。

2012.05-2013.04 第二轮信用扩张期间，稳增长成为第一要务。2012 年 5 月 23 日的国常会指出“把稳增长放在更加重要的位置”、“推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目”，同时期，城投融资也有了大幅的增长，虽然 2010 年出台的 19 号文规定“各级政府不得以任何直接、间接形式为融资平台公司融资行为提供担保”，但在稳增长的目标驱动下，城投债发行“明紧实松”，发行规模从 2011 年的 3996 亿飙升至 2013 年的 1.04 万亿。在多种组合政策的鼓励支持下，基建投资同比增速由 2012.02 的 -2.36% 跃升至 2013.04 的 24.13%。

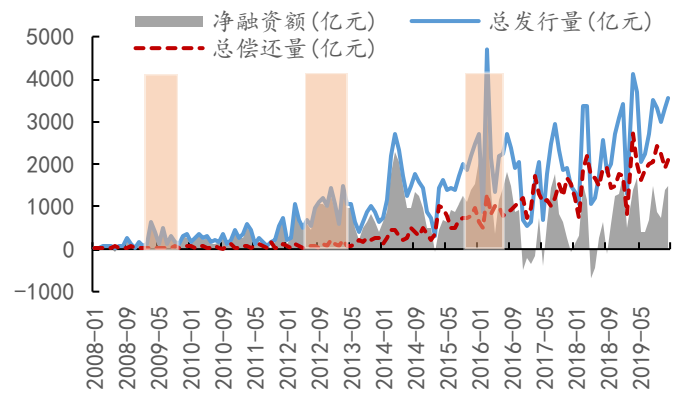
2015.12-2017.02 第三轮信用扩张期间，供给侧改革开始发力。2015 年 11 月供给侧改革在中央财经领导小组会议上被首次提出，随后稳步推进。与过去从需求端发力不同，供给侧改革强调扩大有效供给，推进“三去一降一补”，对于传统工业制造业产生了一定打压，因此基建增速从 2013 年 4 月达到阶段性高点以来呈震荡下行趋势，不过在第三轮信用扩张期间仍然维持在 15%-20% 的高速增长区间。城投债方面，2014 年 10 月 43 号文出台，明确提出“剥离融资平台公司政府融资职能”，之后城投债发行规模迅速回落。但在稳增长的目标要求下基建投资仍然是重要抓手，因此 2015 年 5 月国务院发布《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的通知》，通知提出“积极支持融资平台公司在在建项目后续融资，确保在建项目有序推进，切实满足实体经济的合理融资需求”，随后城投债发行规模开始震荡上行。

图 8 信用扩张期基建投资累计同比增长明显



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 9 城投债发行规模大幅增加



资料来源：WIND，华西证券研究所

3. 不同以往，本轮信用宽松重在结构性发力

3.1. “房住不炒”基调未变，信贷或有边际放松

“房住不炒”基调未变，“三道红线”、“两个上限”共同约束房企融资扩张。自从 2016 年 12 月中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”提法以来，政策层对“房住不炒”一直保持定力，今年的 730 政治局会议再次重申了这一立场。“房住不炒”的主要抓手就是收紧房企融资渠道，约束房企融资扩张速度，房企维度的是“三道红线”，金融机构维度的是“两个上限”。

房企维度，“三道红线”锁住房企有息负债增长空间。2020 年 8 月 20 日，住建部联合央行对房企融资划定了“三道红线”，所谓的“三道红线”是指企业剔除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、现金短债比小于 1 倍，“三道红线”锁住了房企有息负债的增长空间，第一批试点的 12 家企业 2020 年有息负债率 23.18%，较上年下行 2 个百分点，而非试点房企有息负债率则维持在 30% 的高位。随着后续试点范围的不断扩大，房企有息负债率仍有较大下行空间。

金融机构维度，“两个限制”进一步压制房地产贷款比例。央行、银保监会在 2020 年 12 月 31 日发布《建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，通知中按照金融机构规模划分了五档，分别限定了其房地产贷款占比与个人住房贷款占比上限，对于超出上限的金融机构，通知规定“须制定业务调整过渡期内逐步达到管理要求的调整方案，明确向管理要求边际收敛的具体举措”。在政策调控下，2021

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26751

