

## 23 万亿宽信用：钱流向了哪里？

分析师 梁中华

执业证书编号：S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理 吴嘉璐

电话

邮箱 wujl@r.qlzq.com.cn

### 相关报告

- 1 【晨会聚焦】汽车：乘用车盈利恢复，重卡高景气
- 2 市场在发生什么？第 212 期
- 3 欧洲经济恢复放缓

### 投资要点

- 今年新冠疫情爆发后，宽信用政策明显加速，截至 7 月末，已累计投放社融将近 23 万亿。这天量的融资到底流向了哪些领域？未来社融增速会如何走？
- **1、政府、国企加杠杆更多。**为支持疫情后的经济恢复，今年以来社融投放明显发力。分部门来看，本轮加杠杆的主力是政府和企业。政府加杠杆体现的是财政发力；而企业融资高增长很大程度上和国有企业加杠杆有关，民企和公众企业融资增长并不明显。这和 15 年之后各类企业同时加杠杆的情况是不同的，侧面反映了本轮经济复苏的内生动能并没有那么强。而国企和政府加杠杆，更多是承担了逆周期稳增长的功能。
- **2、居民部门加杠杆较少。**在今年宽信用政策的支持下，居民部门加杠杆的速度并没有明显加快，主要还是因为我国房地产市场仍然在下行的通道上。我国居民贷款最主要目的还是买房，所以居民贷款增速和房地产市场走势有很高的相关性。而短期房地产销售和投资数据较好，更多体现的是疫情期间积压需求和生产的集中释放。等到积压需求释放过程结束后，房地产销售和投资仍会回到下行的大通道上来。
- **3、融资增速或逐渐趋缓。**按照 30 万亿的增长目标来算，到年底时我国社融增速大概在 12-13% 左右，目前已经在高点区间。年内政府债券还有 4 万亿左右的额度，短期融资增速或仍有一定支撑。不过我们还需要考虑融资需求的回落压力，一方面来自房地产市场的逐步降温；另一方面利率中枢的抬升，也会对融资需求构成一定压制，预计未来融资增速或逐渐趋缓。
- **4、货币难再收紧，结构宽松主导。**在经济未回到潜在增速之前，预计短端资金利率大概率维持现状，而一旦经济数据出现明显回落的情况，货币政策可能会进一步放松。不过未来的货币政策放松，恐怕是延续去年的节奏：经济下行的时候，先利用定向宽松政策支持经济；如果效果不明显，再缓慢的调降短端政策利率。从央行近期表述来看，目前依然很珍惜正常货币政策调控的空间，预计对于后续的降息降准也会有所节制。
- **风险提示：经济下行，政策变动。**

## 内容目录

|                       |       |
|-----------------------|-------|
| 1、政府、国企加杠杆更多 .....    | - 3 - |
| 2、居民部门加杠杆较少 .....     | - 4 - |
| 3、融资增速或逐渐趋缓 .....     | - 5 - |
| 4、货币难再收紧，结构宽松主导 ..... | - 7 - |

## 图表目录

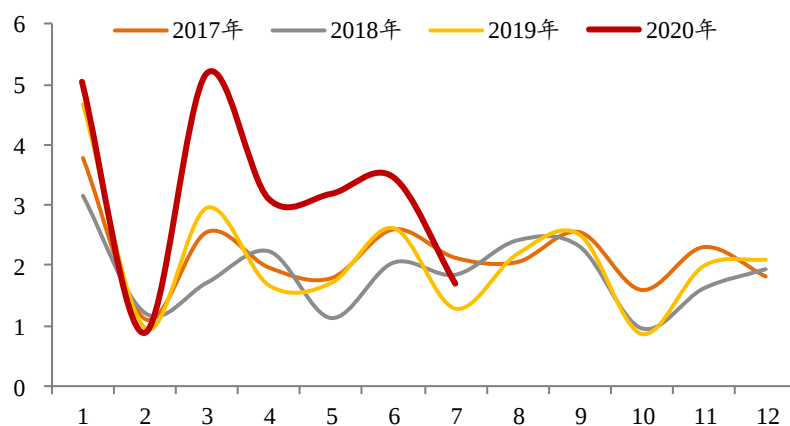
|                                    |       |
|------------------------------------|-------|
| 图表 1: 2017-2020 年各月新增社融 (亿元) ..... | - 3 - |
| 图表 2: 企业、居民和政府融资增速 (%) .....       | - 4 - |
| 图表 3: 不同类型企业债券净融资 (亿元) .....       | - 4 - |
| 图表 4: 居民贷款同比增速 (%) .....           | - 5 - |
| 图表 5: 商品房销售面积和居民贷款增速 (%) .....     | - 5 - |
| 图表 6: 社融和信贷增速走势及预测 (%) .....       | - 6 - |
| 图表 7: 政府债券发行情况和剩余额度 (亿元) .....     | - 6 - |
| 图表 8: 融资利率会趋于上升 (%) .....          | - 7 - |
| 图表 9: 推迟或取消发行债券规模 (亿元) .....       | - 7 - |

今年新冠疫情爆发后，宽信用政策明显加速，截至7月末，已累计投放社融将近 23 万亿。这天量的融资到底流向了哪些领域？未来社融增速会如何走？

## 1、政府、国企加杠杆更多

为支持疫情后的经济恢复，今年 1-7 月我国新增社融 22.5 万亿，比去年同期多增了 6.7 万亿。社融存量增速也从去年底的 10.7%，跃升到了 12.9% 的水平。从类别来看，贷款、企业和政府发债贡献最大，非标融资降幅明显收窄。那么，这天量的融资到底流向了哪里了呢？

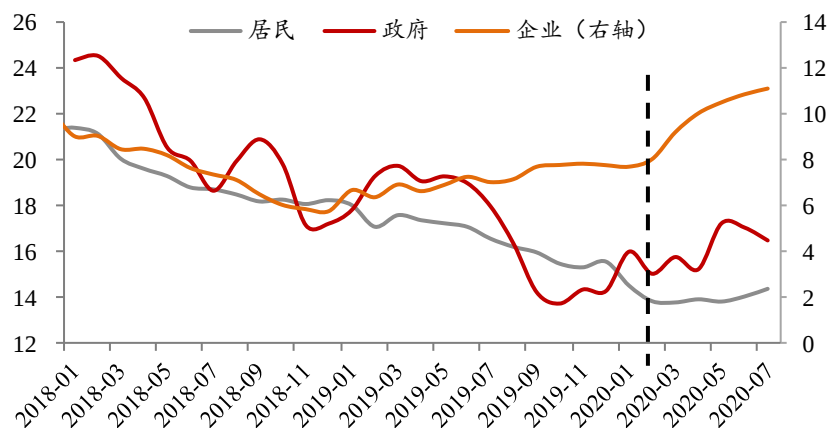
图表 1：2017-2020 年各月新增社融（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

分部门来看，融资高增长更多体现在企业和政府部门。其中政府融资高增长，体现的是财政政策发力。今年以来，政府部门融资增速抬升了 2.2 个百分点，主要受到政府债券扩容的影响，比如发行特别国债 1 万亿、地方专项债多增 1.6 万亿，国债和地方一般债也有所增加。合计来看，今年政府债券净融资要比去年增加了 70% 以上。

图表2：企业、居民和政府融资增速（%）

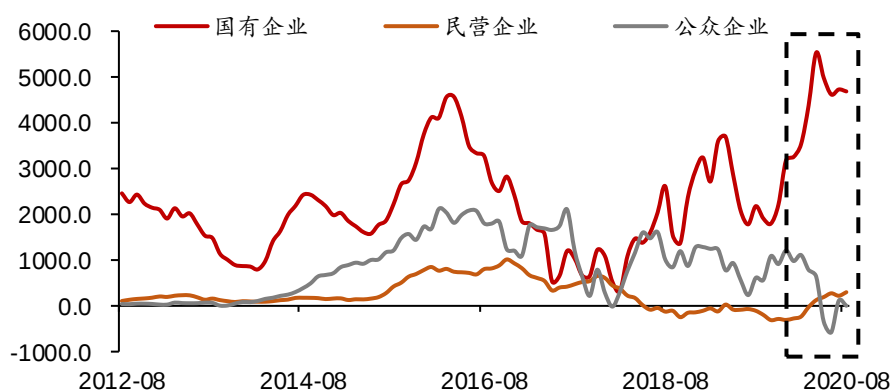


来源：WIND，中泰证券研究所

企业部门的融资高增长，很大程度上可能和国有企业加杠杆有关。根据Wind统计，今年前8个月，国有非金融企业信用债净融资比去年同比增加1.8万亿，而民营非金融企业只增加2700亿，公众企业还减少了将近4000亿。这和15年之后各类企业都在同时加杠杆的情况明显不同，也从侧面反映了本轮经济复苏的内生动能并没有那么强。

而国企和政府加杠杆，更多是承担了逆周期稳增长的功能。由于国有企业在融资中的占比较高，我国整体企业部门的加杠杆行为也表现出了逆周期特征，即经济不好时加杠杆，而经济好的时候去杠杆，这和其它经济体明显不同。

图表3：不同类型企业债券净融资（亿元）



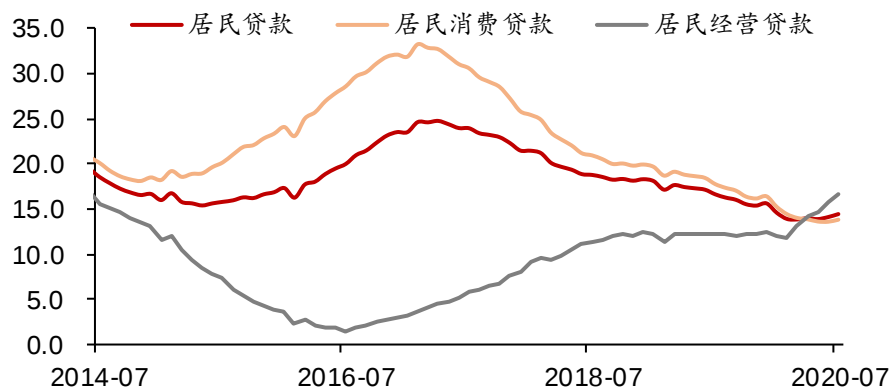
来源：WIND，中泰证券研究所

## 2、居民部门加杠杆较少

在宽信用政策的支持下，居民部门加杠杆的速度并没有明显加快。截至7月末，居民贷款同比增速为14.3%，相比去年末的水平明显下降。从结构上来看，增速下降的主要是居民消费贷款，居民经营贷款有比较明

显的回升。

**图表4：居民贷款同比增速（%）**

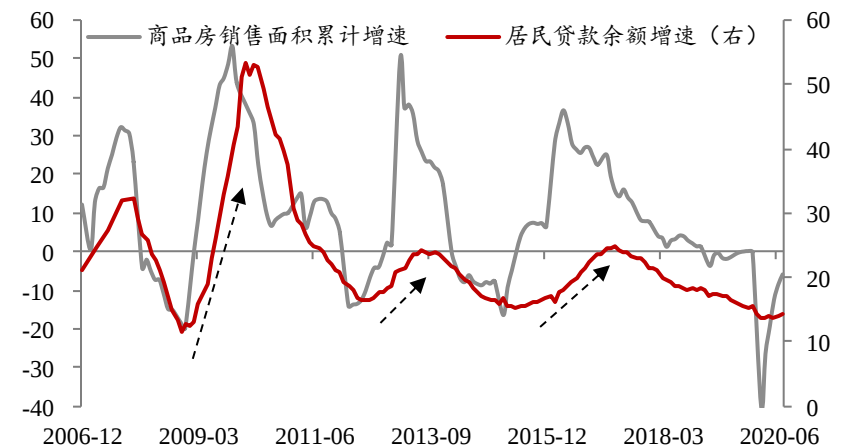


来源：WIND，中泰证券研究所

居民贷款最主要的目的还是买房，所以居民贷款增速和房地产市场走势息息相关。2008 年来居民三次加杠杆，都伴随着房地产价格和销量的上升，同时也带动了宏观经济的走暖。而今年在经历了半年的宽信用后，居民部门的贷款增速并没有出现明显抬升的迹象，这主要还是因为我国房地产市场仍在下行的大通道上。

而短期房地产销售和投资数据较好，更多体现的是疫情期间积压的需求和生产的集中释放。等到积压需求释放过程结束后，房地产销售和投资都会回到下行的大通道上来。

**图表5：商品房销售面积和居民贷款增速（%）**



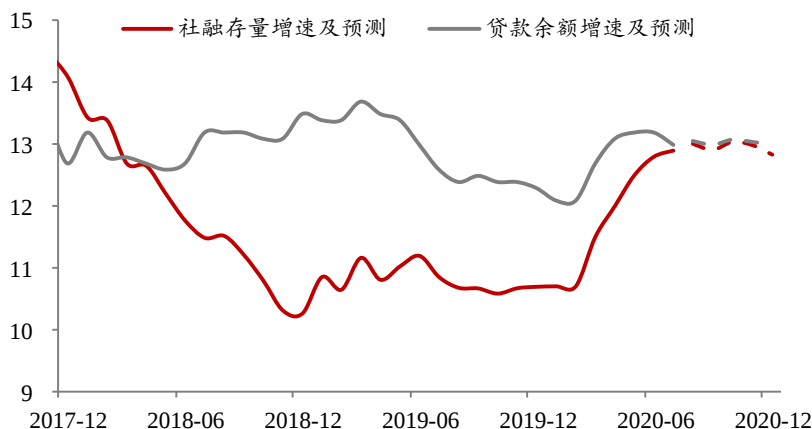
来源：WIND，中泰证券研究所

### 3、融资增速或逐渐趋缓

如果按照全年 30 万亿社融增长目标来算，到年底时社融增速大概在 12% 附近；即使按照近三年的均值来测算，年底社融增速也只有 12.8%，这也意味着 7 月份 12.9% 的增速或已经处于年内高位区间。同样地，按照 20 万亿来测算国内信贷增速的话，预计到年底时信贷增速将在 13% 左

右。

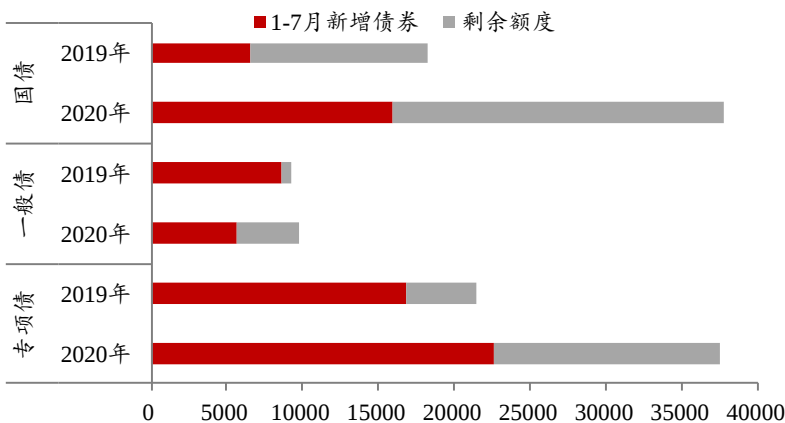
图表 6：社融和信贷增速走势及预测 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

政府部门融资预计还有 4 万亿左右，短期内对整体社融增速还会有较大支撑。截至 7 月末，我国专项债还有 1.5 万亿未发放，地方债和国债净融资额度还剩 2.6 万亿，按照全年目标来算，今年 8-12 月政府融资还要新增 4.1 万亿左右。而且地方专项债力争要在 10 月底前发行完毕，所以 8-9 月份专项债会集中放量，对近期的社融增速仍会有一定的推升作用。

图表 7：政府债券发行情况和剩余额度 (亿元)



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\\_2765](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2765)

