

2020 年 07 月 14 日

信用修复，远未结束

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

近期市场对未来信用环境研判分歧较大，部分观点提出信用环境拐点已现；我们认为，在“政策底”夯实、广义财政支出尚待加快、经济正反馈下，信用修复延续。

● 一问：信用环境和政策拐点已现？

上半年社融增速大幅回升，信贷、政府债券等是主要贡献项，但信贷投放和地方债发行节奏并没有明显加快。年初以来，社融持续放量，6 月存量增速较 2019 年底提高 2.1 个百分点至 12.8%，其中贷款、政府债券和企业债券是主要贡献项。从节奏来看，上半年贷款投放和地方债新券发行规模，占全年额度比重分别为 60%和 58%，前者与历史均值的 59%基本相当，后者低于 2019 年同期的 71%。政策推动信用修复的大方向没有变，维稳基调明确后相关措施具有连续性。2 月以来，货币政策加码宽松的同时，注重对受疫情影响较大行业、中小微企业融资支持；随着国内疫情平复、经济活动修复，流动性“顺势”回归常态，央行更加注重引导资金流向实体，保持信贷投放与市场主体需求一致并不意味政策转向。历史经验显示，政策维稳基调确定后，相关措施具有一定连续性、不会迅速转向。

● 二问：信用环境，未来如何演绎？

年初以来，社融变化明显受到广义财政影响；但广义财政扩张，对信用环境拉动效应尚未明显释放。2020 年是近年来积极财政力度最大的一年，基建投资对贷款等的拉动，及政府债券的发行，均对上半年社融形成明显支持。但前 5 个月广义财政支出增速仅 1%，大幅低于预算增速；政府债券融资尚未充分用于支出、形成资金“沉淀”，下半年广义财政支出增速或抬升至 5%-10%，甚至可能更高。广义财政等政策落地，或带动经济行为和信用环境进一步加速修复。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，下半年 M2 增速或继续抬升。相较之下，社融增速受政府债券发行节奏等影响，可能在三季度前后见顶回落，但并不意味着信用修复的结束。从政府债券发行到资金运用，存在一定时滞；经济行为与信用修复相互加强，也有利于信用修复。

● 三问：经济行为和信用环境修复，有何结构特征？

区域层面经济和信用修复明显分化，中西部经济修复较早、东部相对滞后；而信用环境的修复，东部快于中、西部。年初以来，不同地区生产、投资、消费等出现明显分化，中西部经济修复较早、投资驱动为主；东部修复滞后、消费表现较好。不同于经济表现，信用环境的修复，东部快于中、西部。前 5 个月企业贷款增速，东部回升幅度高于中、西部；上半年地方债和城投债融资，东部增长最快。东部稳增长诉求较强、信用修复较快等，后续投资连续性或相对更好、值得关注。东部省份多为外向型经济，对出口依赖度较高；贸易链承压下，东部稳增长诉求较强。体现在建设项目上，东部的重大项目规划、项目申报数量，均增长较快。相较于西部，东部债务压力较小、信用修复较快等，有利于保证投资的连续性。

● 风险提示：财政盘活存量或项目落地不及预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-2020 年美国大选的关键词：“混乱”、“无序”》-2020.7.13

《宏观经济点评-被低估的财政空间》-2020.7.13

《宏观深度报告-美国经济之辩》-2020.7.11

目 录

1、 信用环境和政策拐点已现？	3
2、 信用环境，未来如何演绎？	5
3、 经济行为和信用环境修复，有何结构特征？	7
4、 风险提示	9

图表目录

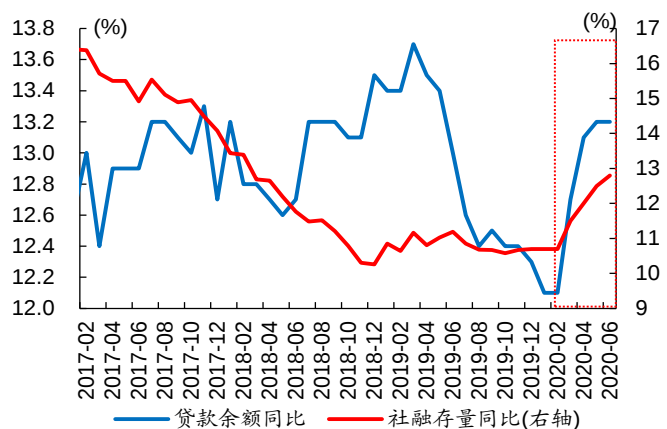
图 1: 3 月以来，社融和信贷增速显著抬升	3
图 2: 贷款、政府债券和企业债券是社融主要贡献项	3
图 3: 上半年信贷投放节奏并未明显超季节性	3
图 4: 上半年地方债新券发行占比低于 2019 年同期	3
图 5: 2018 年经验显示，维稳基调明确后政策有连续性	5
图 6: 上半年，企业信贷明显高于 2019 年同期	5
图 7: 上半年政府债券净融资规模显著高于往年同期	5
图 8: 2020 年一般财政预算赤字创下新高	6
图 9: 1-5 月广义财政支出增速大幅低于预算	6
图 10: 5 月政府债净融资大幅增长，但支出未相应扩张	6
图 11: 下半年 M2 增速或继续抬升	6
图 12: 中性情景，社融增速或在三季度前后开始回落	7
图 13: 实体需求修复带动贷款增长	7
图 14: 中、西部工业生产的恢复早于东部地区	7
图 15: 中、西部投资修复快于东部地区	7
图 16: 中西部地区出口表现明显好于其他区域	8
图 17: 东部地区消费修复相对较快	8
图 18: 发改委项目东、中部增长较快，东、西部规模居前	8
图 19: 东、中部新开工项目占比高于西部和东北	8
图 20: 相较 2019 年底，东部企业贷款回升快于中、西部	9
图 21: 东部地方债和城投债融资增长也较快	9
图 22: 东、中部城投债“借新还旧”比例低于西部	9
图 23: 东、中部地方债务压力相对较低	9
表 1: 货币政策持续推动信用环境修复	4
表 2: 截至 4 月中旬，“政策底”已然夯实	5
表 3: 中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%	6

近期市场对未来信用环境研判分歧较大，部分观点提出信用环境拐点已现；我们认为，在“政策底”夯实、广义财政支出尚待加快、经济正反馈下，信用修复延续。

1、信用环境和政策拐点已现？

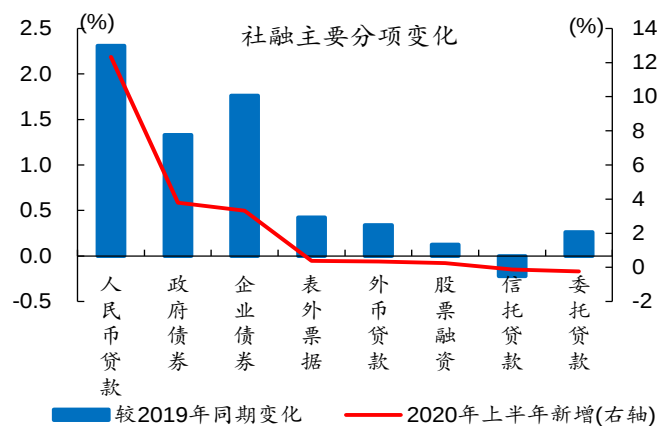
上半年社融增速大幅回升，信贷、政府债券等是主要贡献项，但信贷投放和地方债发行节奏并没有明显加快。年初以来，社融持续放量，6月存量增速较2019年底提高2.1个百分点至12.8%，其中贷款、政府债券和企业债券是主要贡献项。从节奏来看，上半年贷款投放和地方债新券发行规模，占全年额度比重分别为60%和58%，前者与历史均值的59%基本相当、并未明显超季节性，后者低于2019年同期的71%。

图1：3月以来，社融和信贷增速显著抬升



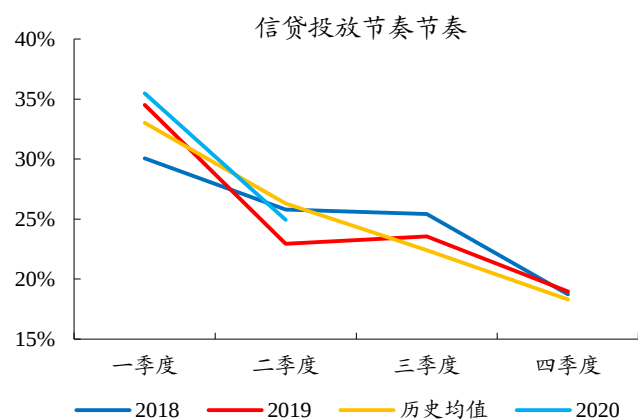
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：贷款、政府债券和企业债券是社融主要贡献项



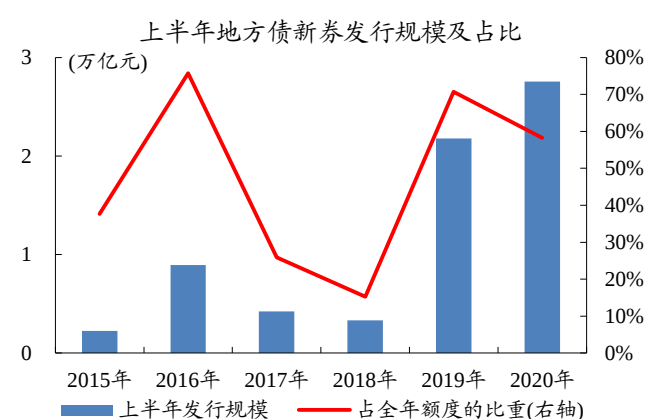
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上半年信贷投放节奏并未明显超季节性



数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

图4：上半年地方债新券发行占比低于2019年同期



数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

货币政策持续推动信用修复，更加注重引导资金流向实体。2月以来，央行通过降准、专项再贷款等，加大流动性投放，引导机构重点对受疫情影响较大行业、中小微企业的融资支持。随着国内疫情平复、经济活动修复，疫情时期专项再贷款等临时

政策工具已在逐步退出，同时央行推出直达实体货币政策工具等，更加注重引导资金流向实体，保持信贷投放与市场主体需求一致。按照易纲行长预计的 20 万亿元推算年底信贷增速接近 13.1%，也与年中增速相差无几，没有明显收缩迹象。

表1: 货币政策持续推动信用环境修复

时间	文件	内容
2020/3/3	金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会	一是 稳健的货币政策更加注重灵活适度，保持流动性合理充裕 ，完善宏观审慎评估体系，释放 LPR 改革潜力。二是用好 3000 亿元专项再贷款政策， 向疫情防控保供企业提供快速精准支持 ，要把好事办好。三是 加大对疫情影响严重地区、行业、企业的融资支持 ，强化对先进制造业、脱贫攻坚、民生就业等重点领域和薄弱环节的金融服务，助力复工复产。四是 加强小微企业金融服务能力建设 ，用好 5000 亿元再贷款再贴现专用额度和 3500 亿元政策性银行专项信贷额度，加大对中小微企业等领域的普惠性资金支持。五是坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和 “不将房地产作为短期刺激经济的手段” 要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。
2020/3/26	2020 年一季度货币政策委员会例会	创新和完善宏观调控， 稳健的货币政策要更加注重灵活适度 ，把 支持实体经济恢复发展 放到更加突出的位置...有效发挥 结构性货币政策工具的精准滴灌作用 ，下大力气疏通货币政策传导， 继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力 ，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度， 全面做好“六稳”工作。健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制 ，对冲疫情对经济增长的影响。
2020/5/10	一季度货币政策执行报告	扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务 ，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。稳健的货币政策要更加灵活适度， 根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏 。加强货币政策逆周期调节， 把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置 ...疏通货币政策传导机制，引导贷款市场利率下行。
2020/6/18	陆家嘴论坛	货币政策还将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元... 总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出 。
2020/6/24	2020 年二季度货币政策委员会例会	坚持 总量政策适度 ，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好 “六稳”“六保” 工作。有效发挥结构性货币政策工具的 精准滴灌作用 。
2020/7/7	金融支持稳企业保就业工作座谈会	做好“六稳”工作、落实“六保”任务 ...要求金融系统充分认识做好 稳企业保就业 工作的重要性和紧迫性，切实提高政治站位，强化责任担当，坚决落实好各项金融支持政策... 要把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致 ，确保信贷资金平稳投向实体经济。
2020/7/10	2020 年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录	下半年货币政策将更加灵活适度， “适度”一个含义是总量上要适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配 。如果投放节奏快于经济复苏就会产生资金淤积，产生信贷资金没法有效使用的问题。 第二个是价格上要适度 ，引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

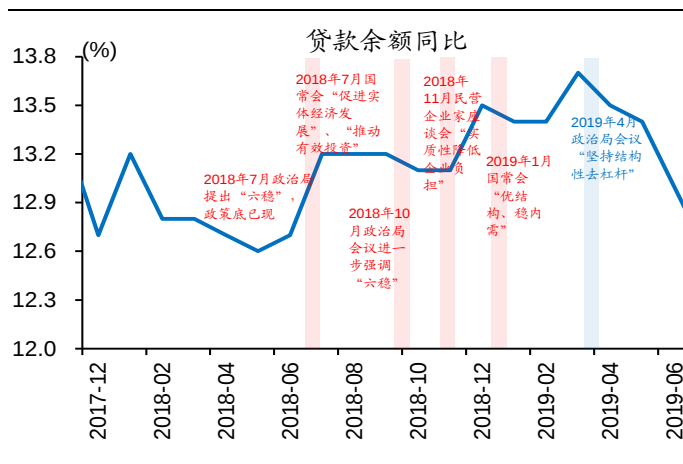
“政策底”出现之后，维稳措施具有一定连续性、不会迅速转向。3 月底和 4 月中旬的两次政治局会议定调稳增长，“政策底”已然夯实，5 月下旬《政府工作报告》对相关工作进行部署。从历史规律来看，“政策底”出现之后维稳措施具有一定连续性，例如，2018 年上半年经济下行压力加大后，7 月政治局会议提出“六稳”，“政策底”已现，随后 10 月政治局会议及民营企业座谈会进一步夯实“政策底”，政策维稳基调持续约 3 个季度，直到 2019 年 4 月政治局会议重提“结构性去杠杆”。

表2：截至4月中旬，“政策底”已然夯实

	2020年3月27日	2020年4月17日
总体思路	要在疫情防控常态化条件下加快恢复生产生活秩序...加大宏观政策对冲力度,有效扩大内需,全面做好“六稳”工作...努力完成全年经济社会发展目标任务,确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。	紧扣全面建成小康社会目标任务...加大“六稳”工作力度,保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。坚定实施扩大内需战略,维护经济和社会稳定大局,确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务,全面建成小康社会...稳住经济基本盘,兜住民生底线。
财政货币	要加大对宏观政策调节和实施力度。要抓紧研究提出积极应时的一揽子宏观政策措施,积极的财政政策要更加积极有为,稳健的货币政策要更加灵活适度,适当提高财政赤字率,发行特别国债,增加地方政府专项债规模,引导贷款市场利率下行,保持流动性合理充裕。要落实好各项减税降费政策,加快地方政府专项债发行和使用,加紧做好重点项目建设前期准备和建设。	要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。积极的财政政策要更加积极有为,提高赤字率,发行抗疫特别国债,增加地方政府专项债,提高资金使用效率,真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度,运用降准、降息、再贷款等手段,保持流动性合理充裕,引导贷款市场利率下行,把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。
扩大需求	要加快释放国内市场需求,在疫情防控到位前提下,要有序推动各类商场、市场复工复产,生活服务业正常经营。要扩大居民消费,合理增加公共消费,启动实体商店消费,保持线上消费热度不减。	要扩大内需,要释放消费潜力,做好复工复产,复商复市,扩大居民消费,适当增加公共消费。要扩大有效投资,实施老旧小区改造,加强传统基础设施和新型基础设施投资,促进传统产业改造升级,扩大战略性新兴产业投资。要调动民间投资积极性,要支持企业出口转内销。要着力帮扶中小企业渡过难关...提高中小企业生存和发展能力。
其他重点工作	要在做好疫情防控的前提下,支持湖北有序复工复产。要加强对湖北经济社会发展的支持,制定专项支持政策,帮助湖北解决财政、融资、供应链等实际困难,支持湖北做好援金、稳岗、促就业、保民生等工作。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,促进房地产市场平稳健康发展。要不失时机推动改革,善于用改革的办法解决发展中的问题,完善要素市场化配置体制机制。要坚定扩大对外开放,保障国际物流畅通,严把防疫物资出口质量关,推动共建“一带一路”高质量发展。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

图5：2018年经验显示，维稳基调明确后政策有连续性

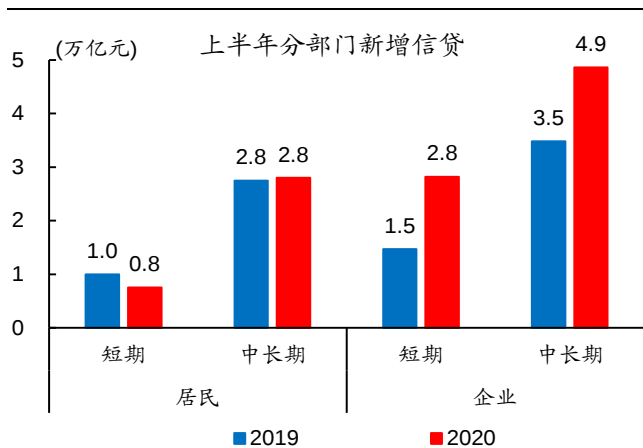


资料来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所

2、信用环境，未来如何演绎？

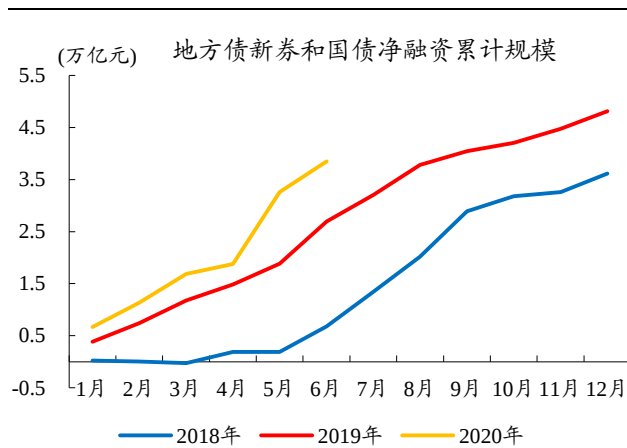
年初以来，社融增速变化，显著受到广义财政支出和债券发行节奏等影响。3月以来，企业中长期贷款连续4个月同比正增长，或与稳增长下基建投资带动的融资需求等有关；同时，地方债新券发行规模远高于2019年同期，加之特别国债的发行，共同推动社融增速的大幅上升。但从政府债券发行到资金运用存在一定时滞，使得社融有时候可能不能完全反映实体经济信用派生变化。

图6：上半年，企业信贷明显高于2019年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

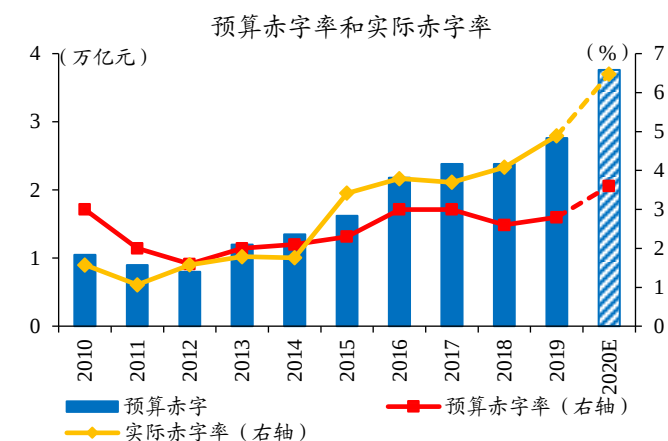
图7：上半年政府债券净融资规模显著高于往年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

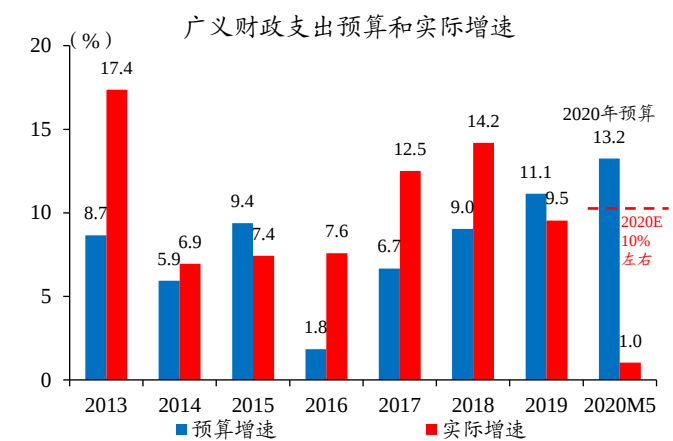
2020年是近年来积极财政力度最大的一年，但广义财政扩张，对信用环境拉动效应尚未明显释放。2月以来，财政稳增长加码思路逐步明确，积极的财政政策要“更加积极有为”，一般赤字和专项债规模创新高，发行抗疫特别国债，并强调“各类结余、沉淀资金要应收尽收、重新安排”。根据2020年财政预算，广义财政“赤字”合计超11万亿元，广义财政支出增速将达到13.2%。但前5个月广义财政支出增速仅1%，大幅低于预算增速；上半年，政府债券融资尚未充分用于支出、形成大量资金“沉淀”。情景分析显示，下半年广义财政支出增速或可抬升至5%-10%，甚至可能更高（详细分析参见报告《被低估的财政空间》）。

图8：2020年一般财政预算赤字创下新高



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图9：1-5月广义财政支出增速大幅低于预算



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

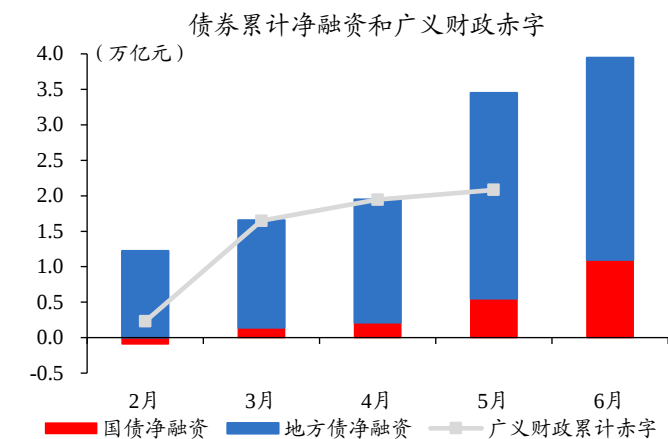
表3：中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至5%-10%

		地方财政实际盘活资金占比			
		50%	70%	90%	100%
政府债券使用进度 (特别国债+专项债)	70%	4.1	6.1	8.0	9.0
	80%	6.4	8.4	10.3	11.3
	90%	8.7	10.6	12.6	13.5
	100%	10.9	12.9	14.8	15.8

数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

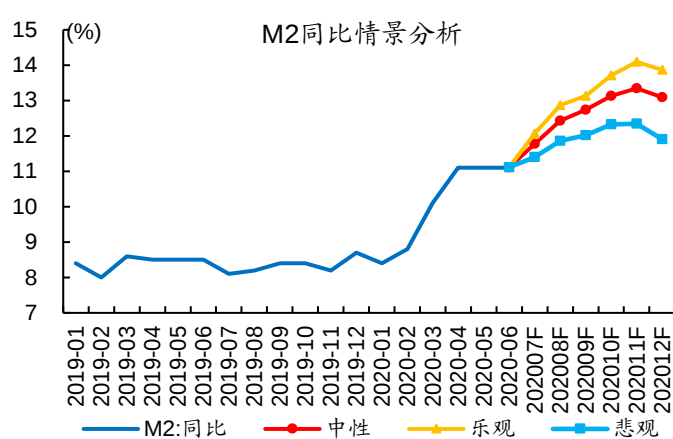
广义财政等政策落地，或带动经济行为和信用环境进一步加速修复。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或有加快信用派生行为，下半年M2增速或继续抬升。相较之下，社融增速可能受政府债券发行等影响，可能在三季度前后见顶回落，但并不意味着信用修复的结束。此外，经济行为与信用修复相互加强，实体需求修复带动融资需求改善，也有利于信用修复延续。

图10：5月政府债净融资大幅增长，但支出未相应扩张



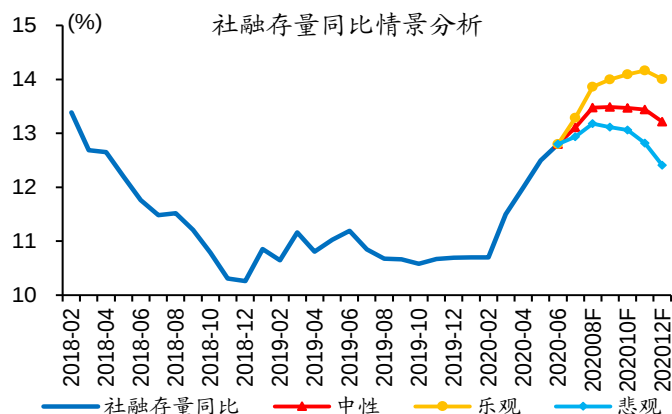
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：下半年M2增速或继续抬升



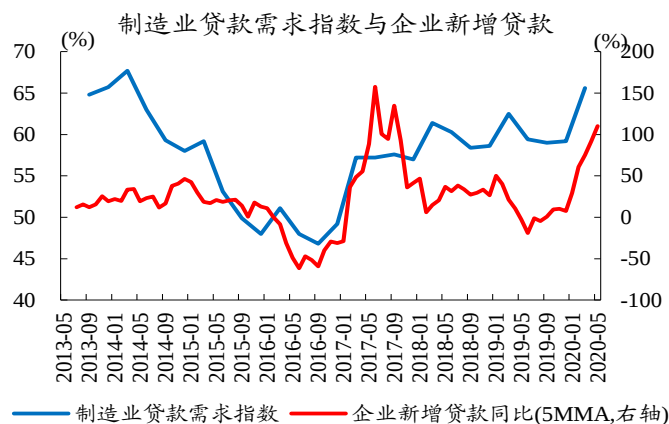
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12: 中性情景, 社融增速或在三季度前后开始回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 实体需求修复带动贷款增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、经济行为和信用环境修复, 有何结构特征?

年初以来, 区域经济表现分化显著, 中西部修复较早、投资驱动为主, 东部修复滞后、消费表现较好。工业产出来看, 中部(不含湖北)、西部3月工业增加值即恢复增长, 5月达5.6%和5.4%; 相较之下, 东部工业增加值4月才恢复增长、5月增速4.9%。中、西部投资快速恢复, 单月投资金额, 3月已基本恢复至2019年同期水平, 4、5月同比增速更是接近10%; 其中, 中部非地产类投资强劲、或主要来自重大项目支持。此外, 中部防疫物资等出口大增, 也对经济修复起到支持。相较中西部, 东部投资修复偏慢、出口疲弱, 但消费表现亮眼, 非汽车类可选消费是主要贡献(详细分析参见报告《区域掘金, 寻找修复“预期差”》)。

图14: 中、西部工业生产的恢复早于东部地区

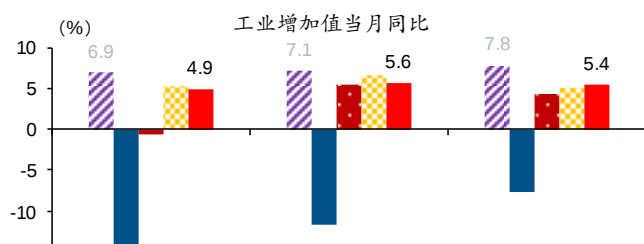
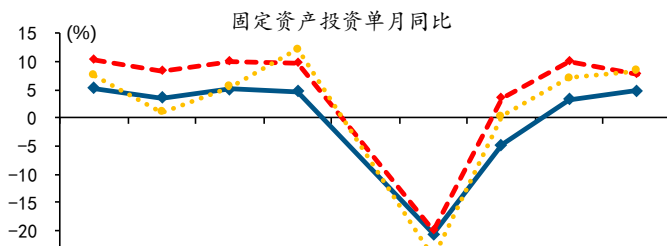


图15: 中、西部投资修复快于东部地区



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_3898

