



宏观专题

兑现“宽信用”需要哪些决定因素？

——流动性创造系列专题之六

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《如何定量评估 2022 年“宽信用”——流动性创造系列专题之一》

《2022 年流动性缺口有多大？——宏观年度展望之货币与信用篇》

《降息又降准，股市何时上涨？——流动性创造系列专题之三》

《央行反复强调“超储率”有何深意？——流动性创造系列专题之四》

《Flight-to-Quality、信用债策略应如何变——流动性创造系列之五》

投资要点：

- **“宽信用”信号：从宏观杠杆率看信贷脉冲。** 5 月份金融统计数据印证“宽货币”在途且还在保持资金利率低位，但是真正显现“宽信用”的内生性信用扩张信号还未出现。
 - 新增社融和信贷恢复同比多增、社融和信贷增速恢复上行并不适宜作为最直观的信号。我们认为“信贷脉冲”（Credit Impulse）作为一个能够跟踪信贷或信用“加速度”变化的，其“流量/流量”的特征更能揭示“新增信贷/信用”对经济增长的拉动作用。
 - 在过去的 5 个月里，货币政策刺激、政府债务撬动等托底社会融资规模总量能够维持总量增长，但是经济融资需求、内生性信用扩张却未必会如期抬升，当居民或企业部门资产负债表收缩时，商业银行资产规模扩张速度即会慢于负债，“宽信用”信号迟滞显现。**只有当实体经济杠杆率处于上行周期的时候，才是“宽信用”信号出现的时候。**
 - 宏观杠杆率周期上行的底层思路在于需要有一个实体经济部门充当“加杠杆”的主体，或者居民或者企业，非金融部门是否“加杠杆”决定信贷脉冲是否会走高。
 - **2020 年 5 月份启动的经济复苏进程中，在出口产业链和地产产业链的带动下，宏观杠杆率显现一轮加杠杆上行，但是 2022 年出口和地产双引擎至今未见景气度持续回升的迹象，二季度末至三季度，疫情后的出口产业链修复和基建产业链或成为撬动非金融企业部门加杠杆的引擎，宏观杠杆率上行带动的“宽信用”信号或在三季度中后期显现。**
- **从信贷脉冲看利率传导。** 从 2017 年之后信贷脉冲向利率的周期性传导来看，2020 年以来本轮信贷脉冲指数见底是在 2021 年 10 月，对应 10 年期国债收益率触及底部、并开始累积向上压力的时间最早应是在 2022 年二季度末，但是由于信贷脉冲在 2022 年 4 月至 5 月还未摆脱疫情阴影，对应的利率震荡尾部或被拉长，在宏观经济杠杆率抬升拉动信贷脉冲指数上扬、正式彰显“宽信用”信号以前，无风险利率底部震荡的过程也与交易性的“资产荒”机会相伴相随。
- **风险提示：**（1）疫情反复或干扰经济复苏进程；（2）“宽信用”政策效应传导时滞延长；（3）海外主要央行紧缩货币政策超预期、加剧外部均衡压力。

内容目录

1. “宽信用”信号是否显现？	4
1.1. 流动性供给充裕漫溢到股债市场	4
1.2. 风险资产估值系统性抬升的核心：内生性信用扩张	7
1.3. 内生性信用扩张指标：信贷脉冲指数	8
2. 从宏观杠杆率看信贷脉冲	9
2.1. 5月中旬开始政策引导宏观杠杆率上行	10
2.2. 谁作为主体承接“加杠杆”	12
3. 从信贷脉冲看利率传导	14
4. 风险提示	16

图表目录

图 1：信贷余额增速和 M2 增速差值 5 月份转负	4
图 2：社融和 M2 增速差值 4 月至 5 月持续为负	4
图 3：低等级信用利差触及顶点之后股指隐含 ERP 也启动下行	5
图 4：高等级信用利差压缩至仅次于 2016 年时期的低点	5
图 5：2016 年-2017 年以来 A 股流通市值和 M2 增速差值维持在稳定区间波动	5
图 6：2019 年之后 M2 余额对 A 股流通市值扩张的支持作用下降	6
图 7：截止 2022 年 5 月中长期信贷和票据融资之差继续探底	7
图 8：商业银行对居民、非金融企业和非银机构等三个部门的债权还未扩张	7
图 9：信用周期见底回升领先信贷脉冲指数	8
图 10：2021 年 10 月信贷脉冲指数（净增量）触底回升	8
图 11：商业银行总资产扩张速度慢于 M2 增速，拖累信贷脉冲指数下滑	9
图 12：社融增速和名义 GDP 增速差值可适当提高	10
图 13：M2 增速和名义 GDP 增速差值可适当高于 2%	10
图 14：2020 年底以来宏观杠杆率连续 5 个季度去化	11
图 15：2022 年一季度居民部门和企业部门维持“去杠杆”	11
图 16：居民部门“加杠杆”实际上是地产销售的衍生品	12
图 17：企业部门杠杆率和产能利用率负相关	12
图 18：截止 2022 年 4 月份商业银行对非金融企业部门债权缓慢扩张	13
图 19：2008 年金融危机以来金融部门资产负债差决定利率	14

图 20: 2019 年三季度之后资产方杠杆率低于负债方杠杆率	14
图 21: 本轮 10Y 利率走在了信用周期扩张之前	14
图 22: 信贷脉冲指数领先 10 年期国债收益率	14
表 1: 2022 年一季度末以来央行关于宏观杠杆率的表述	10

从流动性角度来看，2022年上半年有两条影响资产价格走势的主线，一条是已经掀起全球债市惊涛骇浪的美联储紧缩货币政策；另一条则是中国央行一直致力于兑现、可至今还未显现的信用扩张。从海外环境看，随着6月1日起美联储开启缩减资产负债表，欧洲央行7月份进入货币政策收紧之路，海外主要央行总资产规模停止扩张，国内流动性环境还需要进一步宽松，对冲海外流动性收紧的影响；从国内“稳增长”节奏来看，6月份是覆盖6大方面33项一揽子刺激政策细则实际执行阶段，也是稳增长需要看到实际政策效果的时期，市场已经不再质疑“政策是否会宽松”，而是“已出台政策是否有效”以及“还有没有更加有效的政策”，人民银行公布的5月份金融统计数据显示信贷和社会融资规模恢复到一季度总量“同比多增”的节奏，股债市场的“宽信用”预期继续升温。

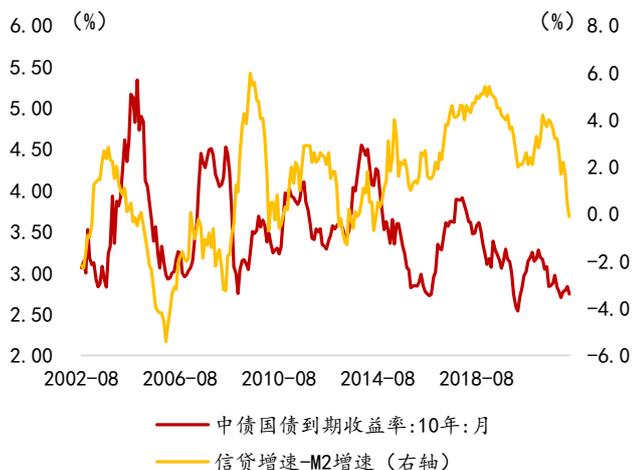
1. “宽信用”信号是否显现？

4月份在疫情影响下，新增社会融资规模和新增信贷受实体经济融资需求低迷的影响而大幅下滑，但是留抵退税等财政纾困支出为企业部门提供了流动性支持，5月份金融统计数据印证“宽货币”在途且还在保持资金利率低位，但是真正显现“宽信用”的内生性信用扩张信号还未出现。

1.1. 流动性供给充裕漫溢到股债市场

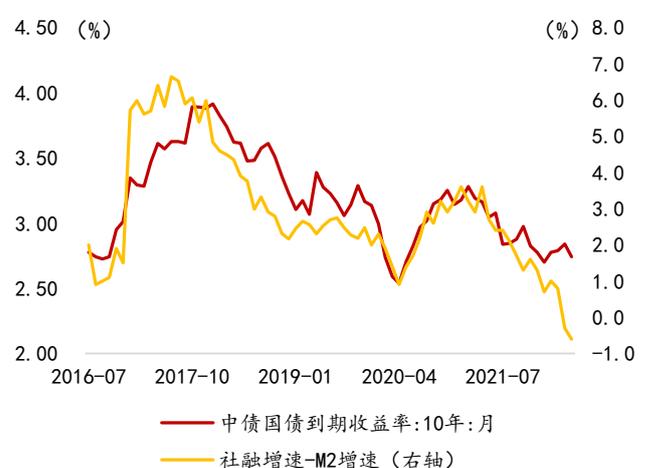
当2022年2月新增社融和信贷显现“资产负债表衰退”迹象后，央行在3月中下旬先后召开的“传达学习国务院金融委专题会议精神”专题会和一季度货币政策例会上提出“新增贷款要保持适度增长”和“增强信贷总量增长的稳定性”。从4月份开始，央行联合外汇局出台“23条举措”、通过上缴利润合计1.1万亿元的方式拨付财政退税、4月初全面降准0.25个百分点、推出了合计4400亿元专项再贷款等结构性政策工具。

图1：信贷余额增速和M2增速差值5月份转负



资料来源：Wind，德邦研究所

图2：社融和M2增速差值4月至5月持续为负



资料来源：Wind，德邦研究所

基础货币投放节奏加快叠加实体经济融资需求受疫情影响低迷，形成资金供给大于资金需求的局面，今年前5个月，企业存款规模扩张达到2.37万亿，居民部门存款累计新增7.86万亿，而实体经济部门新增人民币贷款规模也仅有10.52万亿，M2同比增速在4月和5月依次高出社融存量同比和信贷余额同比，显示非金融企业部门经营意愿低迷、居民部门消费意愿欠佳，资金“淤积”在商业银行体系，银行间市场流动性供给充裕，隔夜和7天期等关键期限货币市场利率从4月份就开始持续维持在低位，造就“资产荒”拉低信用利差和风险溢价的估值修复。狭义银行间市场流动性充裕并没有局限在债券市场，也漫溢至股票市场，驱动风险偏好显著抬升。

图3：低等级信用利差触及顶点之后股指隐含ERP也启动下行



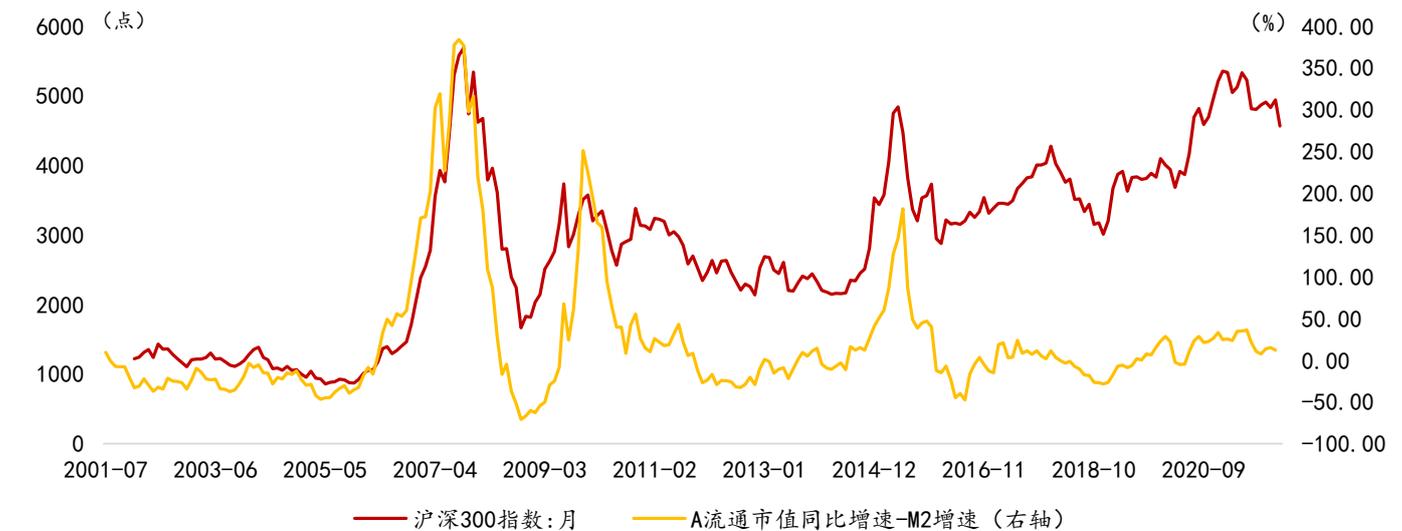
资料来源：Wind，德邦研究所

图4：高等级信用利差压缩至仅次于2016年时期的低点



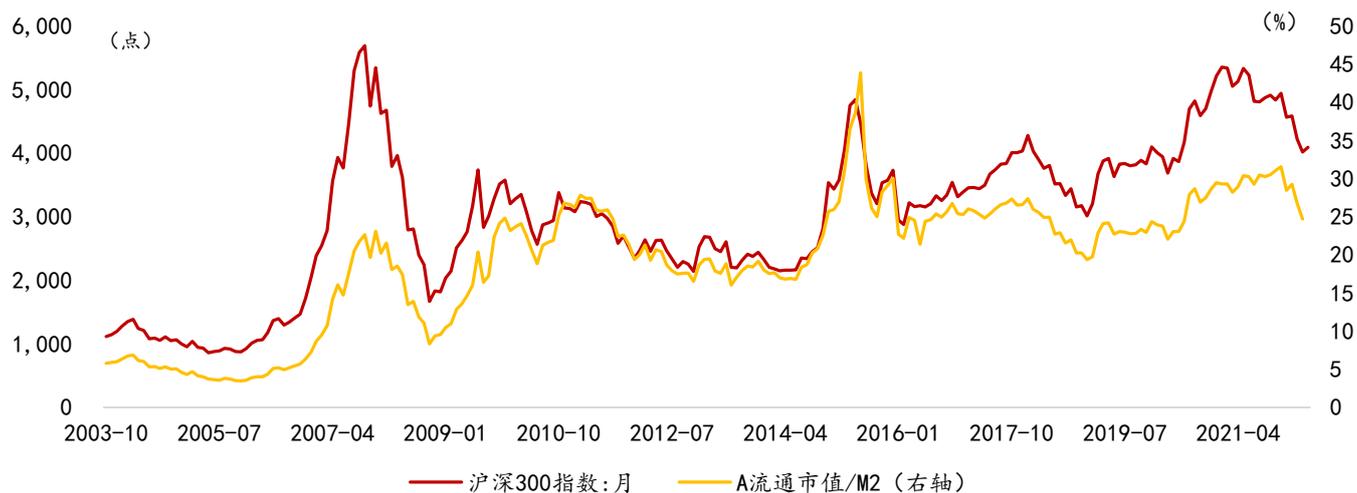
资料来源：Wind，德邦研究所

图5：2016年-2017年以来A股流通市值和M2增速差值维持在稳定区间波动



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：2019 年之后 M2 余额对 A 股流通市值扩张的支持作用下降



资料来源：Wind，德邦研究所

从 M2 和 A 股流通市值之间的关系来看，2017 年金融去杠杆以后，M2 同比增速和 A 股流通市值同比增速之间的差值稳定在以 6.80% 为中值的区间范围内波动，即便 2018 年至 2019 年货币政策重归宽松以及 2020 年为应对疫情而再度宽松货币政策，宏观流动性对 A 股的刺激作用都没有再现 2006 年至 2007 年、2010 年和 2014 年至 2015 年期间流动性“大水漫灌”、刺激风险资产非理性上涨的局面。稳定的相关性为度量 A 股“价值”提供了一个尺度，我们曾经在 2022 年 2 月 7 日发布的研究报告《降息又降准，股市何时上涨？》中，依据 M2 和 A 股流通市值之间的关系，得出一个判断：

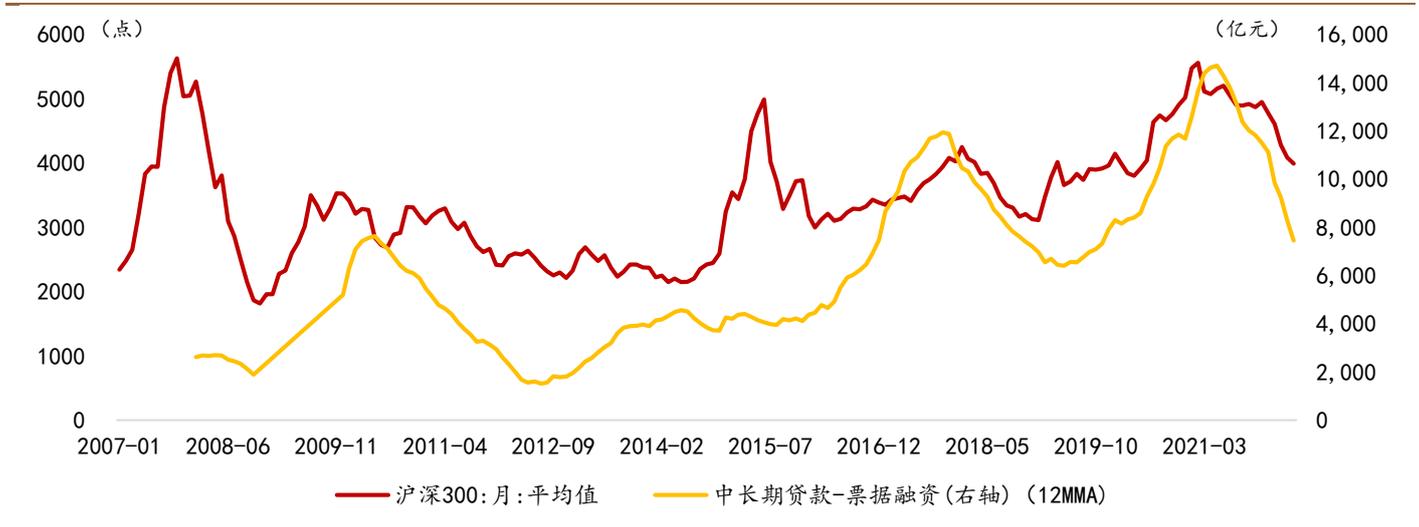
“2021 年 11 月至 12 月，广义货币供给 M2 增速已经连续 2 个月回升，9.0% 的增速已经是除疫情期间之外，2018 年宽松货币政策以来的最高值，鉴于 2022 年 1 月份沪深 300 指数单月下跌 7.62%，从 2021 年 11 月份以来累计下跌 5.55%，如果 2022 年 1 月至 2 月，M2 同比增速延续回升态势，或至少和 2021 年 12 月持平，那么 A 股流通市值和 M2 增速之间的差值回落，指向权益资产在流动性扩张之下出现价值低估。”

从实际情形来看，今年以来 M2 同比增速持续扩张，从 2021 年 12 月底 9.0% 一路扩张至 2022 年 5 月 11.10% 的水平，引导 M2 同比增速和 A 股流通市值同比增速之间的差值下滑至 4 月底的 -14.28%，远低于同样属于疫情时期，2020 年 4 月 -5.24% 的低点，仅次于 2018 年 7 月至 2019 年 2 月期间 -28.66%。也就是说以 M2 同比增速为锚，A 股市值在 4 月份已经被显著低估，5 月份以来 A 股市值的恢复性上涨，是宏观流动性向金融市场流动性的一次回补。但是充裕流动性供给的一次性估值回补并不是风险资产估值持续上行的充分条件，从系统性抬升风险资产估值的因素来看，内生性信用恢复扩张、商业银行对实体经济部门债权扩张才是充分条件。

1.2. 风险资产估值系统性抬升的核心：内生性信用扩张

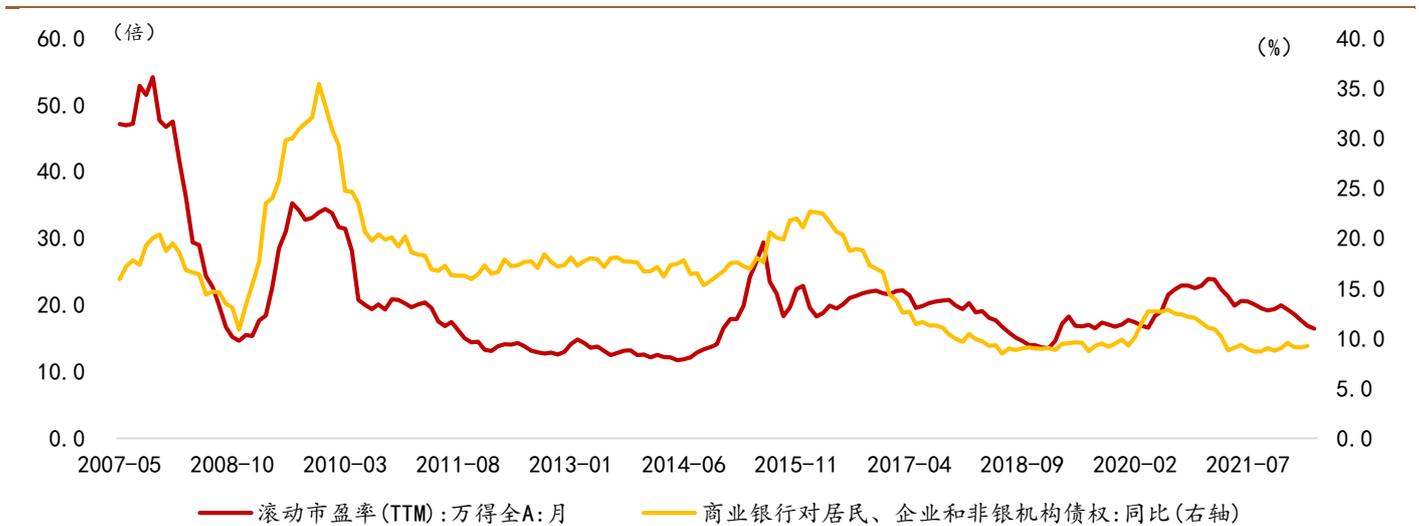
从历史上看，宽松货币政策对权益市场的估值托底效应，是通过居民、企业和非银机构的信用扩张渠道来兑现的，2009年1月至8月、2014年9月至2015年3月和2020年1月至3月股票市场总体估值倍数的抬升，均伴随着3个主要参与股票市场的经济部门脉冲性的扩张资产负债表。

图7：截止2022年5月中长期信贷和票据融资之差继续探底



资料来源：Wind，德邦研究所

图8：商业银行对居民、非金融企业和非银机构等三个部门的债权还未扩张



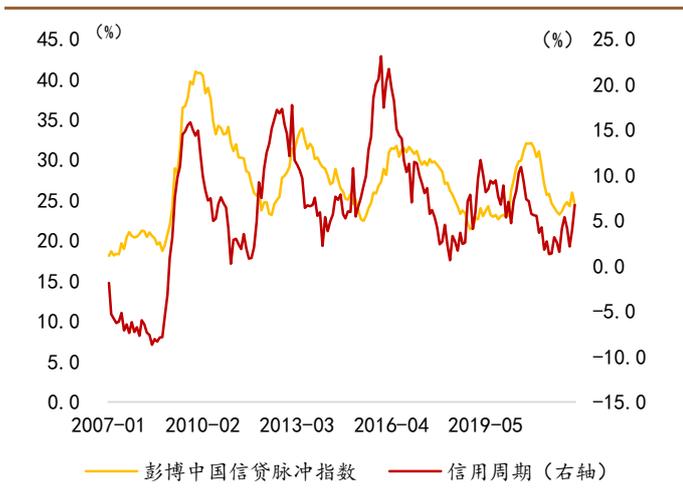
资料来源：Wind，德邦研究所

今年4月至5月，以M2为锚的风险资产估值修复，体现的是狭义流动性宽松的一次性传导，将处于“估值洼地”的股票市场估值推升至和M2匹配的合理水平。但是在流动性托底之后，风险资产估值的系统性抬升还需要等待居民和企业部门中长期信贷增长以及非银机构负债扩张，在6月份疫情缓解、经济恢复增长之后，生产和投资恢复性增长对信贷增量的刺激力度有多高，决定后续资产负债表修复能否带动流量资金入场。截止2022年5月份，新增信贷结构依旧以短贷和票据冲量为主，象征内生信用扩张的中长期信贷相对票据继续萎缩。

1.3. 内生性信用扩张指标：信贷脉冲指数

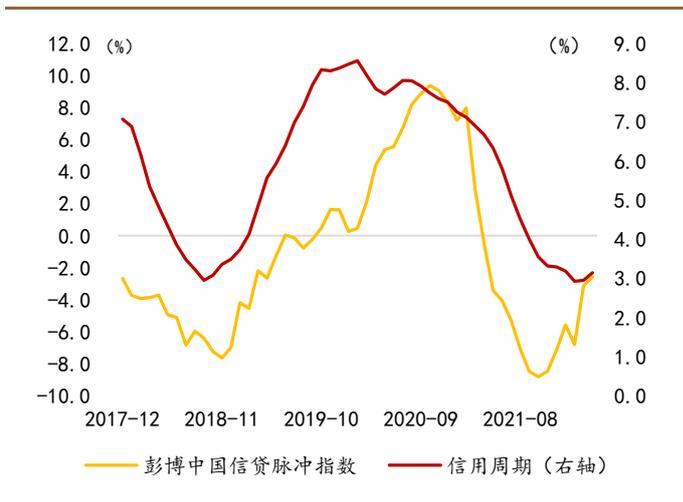
对于经济复苏，“宽信用”至关重要。可对于“宽信用”而言，新增社融和信贷恢复同比多增、社融和信贷增速恢复上行并不适宜作为最直观的信号。我们认为观测信贷的“二阶变化”或更能跟踪信用条件的变化及其对经济增长的影响。“信贷脉冲”（Credit Impulse）作为一个能够跟踪信贷或信用“加速度”变化的，其“流量/流量”的特征更能揭示“新增信贷/信用”对经济增长的拉动作用。

图 9：信用周期见底回升领先信贷脉冲指数



资料来源：Bloomberg、Wind，德邦研究所

图 10：2021 年 10 月信贷脉冲指数（净增量）触底回升



资料来源：Bloomberg、Wind，德邦研究所

尽管市场上存在不同的信贷脉冲度量方法，我们在此处直接引用 Bloomberg 提供的信贷脉冲指数，采用 12 个月滚动社会融资增量加总，与滚动 4 个季度的名义 GDP 之比，且使用存量“同比多增”计算一年内增量。Bloomberg 在计算信贷脉冲时将股票融资和政府债券融资均考虑在内：

$$\text{信贷脉冲} = \frac{\text{社融存量指数 } Index_T - Index_{T-12}}{\text{名义GDP滚动12个月加总}}$$

Bloomberg 根据新增社融和名义 GDP 的比值计算而来的“信贷脉冲”显示：

以“同比多增”的“信用周期”的同比增速为基准的“信用周期”

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_42963



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn