



## 宏观专题

### 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

《总量宽松狭窄、财政属性鲜明——2023年度展望之货币政策篇》

《人民币贬值后货政宽松走向何方？——大类资产比价关系研究之六》

《2023年一季度或难有社融“开门红”——兼论如何看待1月份“降息”预期》

# 分化后如何收敛？ 居民部门或“拉低”企业部门贷款

## 投资要点：

- 从2008年至2019年的4轮信用周期看，企业部门贷款增速高于居民部门贷款增速往往出现在信用周期的初期。时至2023年2月份，以2021年7月和2022年12月两次“降准”为标志来计算，已经持续18个月的政策引导信用扩张的周期或正在接近尾声，在经过企业和居民贷款增速的极致分化之后，信用周期的尾部或可以见到两者之间的收敛，以疫情之前典型的2轮信用周期历程发现，居民贷款并不必然会向企业贷款增速靠拢，就本轮信用周期的“或有”尾声而言，地产政策继续宽松尚存不确定性、货币政策继续降息的总量空间狭窄、“泛财政”因素对基建和企业部门贷款增长的支撑作用减弱之后，居民贷款或最终再次拉低企业部门贷款，当企业部门贷款继续走低，金融市场或重新面临“信用收缩”的流动性局面。
  - “居民部门贷款扩张、企业部门贷款收缩”的情形历史上出现过2次，均是在信用周期的末期。2012年8月-2013年8月期间居民部门强于企业部门的分化出现在第二轮信用周期（2012年5月-2013年4月）的末期，2016年3月-2017年3月期间居民部门强于企业部门的分化出现在第三轮信用周期（2015年6月-2016年3月）的末期；
  - “企业部门贷款扩张、居民部门贷款收缩”的情形历史上出现过3次，共同特征是都出现在信用周期的初期。2011年11月-2012年7月期间企业部门贷款强于居民部门出现在第二轮信用周期（2012年5月-2013年4月）的初期，2014年10月-2015年5月期间企业部门贷款强于居民部门出现在第三轮信用周期（2015年6月-2016年3月）的初期，最近一次企业和居民部门贷款分化（2017年3月-2019年底）则是出现在第四轮信用周期（2018年12月-2019年6月）的初期。
- 分化终有时、收敛总来临。2022年至2023年1月底，社融和M2“剪刀差”、居民和企业信贷“剪刀差”、政策性驱动和内生性驱动之间的分化仍在持续扩张。本轮货币政策宽松周期也持续有18个月之久，达到过去信用周期的平均时长，在分化渐趋极致之后或将迎来收敛。
- 风险提示：（1）2023年CPI同比增速的上行风险还未消散，尤其是人民银行最担忧的通胀预期扩散、导致PPI的累积涨价压力向中下游传导，带动通货膨胀压力上行；（2）2023年中美货币政策周期背离是否会收敛，2022年人民币汇率贬值压力从外部均衡方面约束了“降息”，牵制了货币政策宽松空间，2023年中美货币政策周期背离时段若延长，或继续增加货币政策约束条件；（3）2023年经济周期复苏的进程受到新冠病毒感染还存在反复的影响，如果反复感染继续阻碍人员流动，经济复苏进程存在间断的风险。

## 内容目录

1. 分化：正在趋于极致的金融数据背离 .....	3
2. 复盘：企业和居民贷款分化怎样收敛 .....	5
3. 风险提示 .....	9

## 图表目录

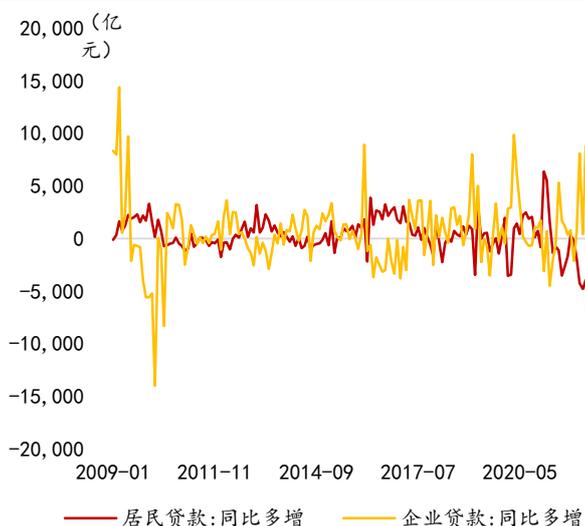
图 1：2023 年 1 月居民和企业部门贷款增长继续分化 .....	3
图 2：居民和企业部分贷款增长分化集中体现在中长贷 .....	3
图 3：企业部门总融资需求同比增速继续处于低位 .....	3
图 4：贷款、社融与 M2 增速“剪刀差”继续扩张 .....	3
图 5：2008 年以来历史上曾有 3 轮企业贷款“早于”居民贷款 .....	5
图 6：前置 12 个月的企业部门和居民部门贷款增长 .....	5
图 7：居民和企业部门贷款增速“剪刀差”和社融存量增速对比 .....	7
表 1：疫情之前 2008 年以来的 4 轮信用扩张周期 .....	5

我们曾经在1月份发布的研究报告《2023年一季度或难有社融“开门红”——兼论如何看待1月份“降息”预期》提及，“2023年一季度社会融资规模或难有开门红”。2月11日人民银行发布金融统计数据之后，总量靓丽的贷款数据一时掩盖了新增社融，同比少增的新增社融既指向经济内生动能尚未完全恢复，也提示在频现分化的金融统计数据也终将收敛。我们在此聚焦于居民和企业部门贷款增长的分化，通过观察历史上两者之间收敛的过程，推测本次“剪刀差”方向。

## 1. 分化：正在趋于极致的金融数据背离

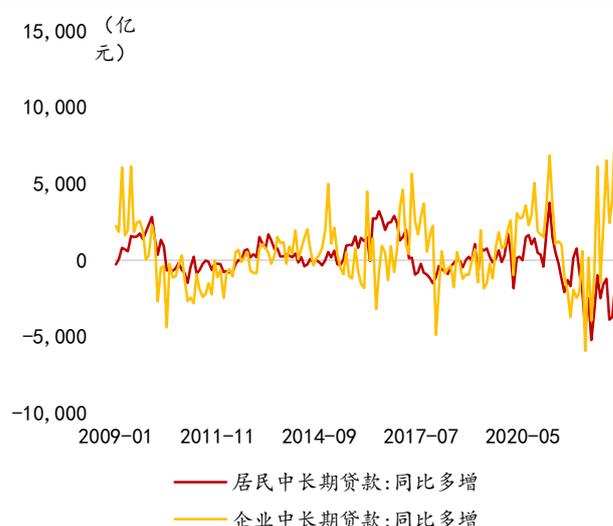
2023年1月份金融统计数据显示：社融和M2“剪刀差”、居民和企业信贷“剪刀差”、政策性驱动和内生性驱动之间的分化仍在持续扩张。

图1：2023年1月居民和企业部门贷款增长继续分化



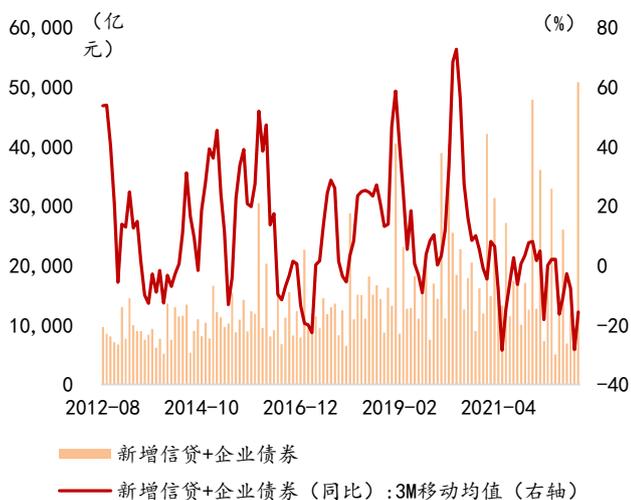
资料来源：Wind，德邦研究所

图2：居民和企业部分贷款增长分化集中体现在中长期贷



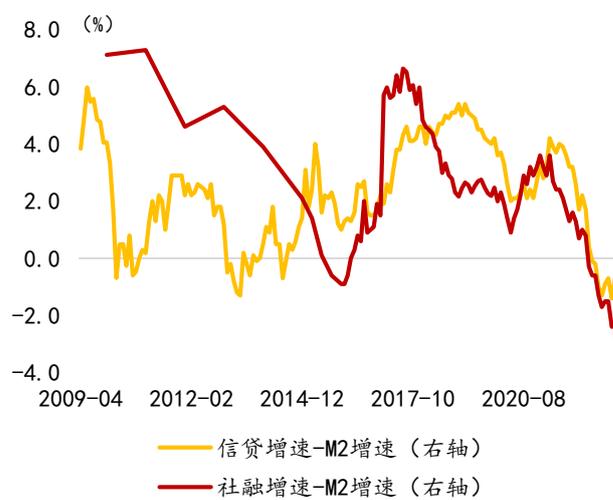
资料来源：Wind，德邦研究所

图3：企业部门总融资需求同比增速继续处于低位



资料来源：Wind，德邦研究所

图4：贷款、社融与M2增速“剪刀差”继续扩张



资料来源：Wind，德邦研究所

从 2022 年 7 月份之后，市场不断尝试通过新增社融来寻觅经济内生增长的迹象，但是去年下半年以来，社会融资规模呈现“一个月好一个月差”的间断性特征，总量和结构改善不具备趋势性、总量和结构弱化也不具备趋势性，导致市场渐渐对社融变动“脱敏”，并且间断性改善的社融也导致市场对货币政策继续加码宽松政策一直抱有较高期待。这一形势在 2022 年四季度疫情达峰之后出现了一些变化：疫情达峰之后中国经济进入疫后复苏新时期，市场调高对 2023 年消费和基建引领经济内生性复苏的期待，但是在经过 1 月份制造业 PMI 重返经济景气度上方、春节假期居民消费复苏良好的短暂提振之后，再次陷入“强预期、弱现实”的困境。在 1 月份金融统计数据发布之后，“强预期、弱现实”又在“总量强、结构弱”和“总量强、结构在改善”两种观点之间摇摆，前者还在期待货币政策层面有继续“降息”的加码，后者在降低政策期待的同时也在继续等待经济复苏逻辑验证的信号。

**基建和地产景气度分化：居民部门和企业部门贷款需求继续分化，且集中体现在中长期贷款项目。**2023 年 1 月份，居民部门新增贷款仅有 2572 亿元，同比少增 5858 亿元，其中居民部门中长期贷款同比少增 5193 亿元；与之相反的是，企业部门新增贷款 4.68 万亿，同比多增 1.32 万亿，其中企业部门中长期贷款同比多增 1.4 万亿。居民部门和企业部门贷款需求分化继续向极致化发展，并且集中体现在中长期贷款科目，由于居民部门中长期贷款“对标”房地产销售、企业部门中长期贷款“对标”基建和制造业等投资活动，两者之间的分化或指向基建和地产两条产业链景气度正在继续分化。我们曾经在 1 月份发布的研究报告《2023 年一季度或难有社融“开门红”——兼论如何看待 1 月份“降息”预期》提出，2023 年随着“泛财政”因素对信用扩张的支撑作用减弱，消费等内生增长动能、房地产销售修复以及各类专项再贷款带动制造业投资或是驱动信用扩张最主要的变量，然而 1 月份基建和地产景气度极致分化的情形则表明这一趋势还尚未来临，居民消费和地产销售继续是决定信用周期能否持续扩张的胜负手。

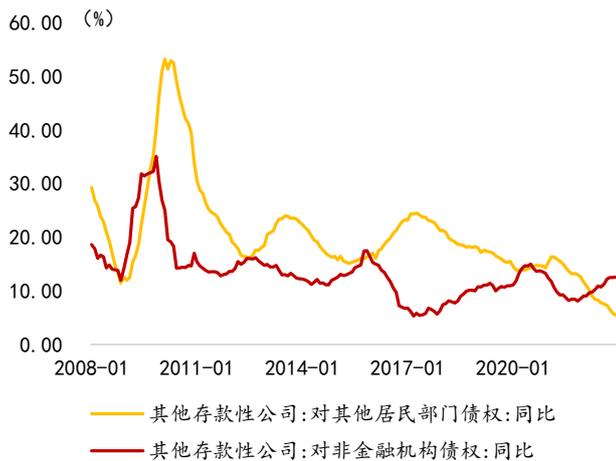
**政策性和内生性分化：企业部门总融资需求继续处于低位。**贷款仅是非金融企业融资的一种方式，发行企业债和股票是利用金融市场的融资方式，2023 年 1 月份金融数据显示，非金融企业延续 2022 年 11 月以来的“融资回表”趋势，导致表内贷款融资量高企、企业债融资维持低迷。如果将贷款和债券两种合并计算来看企业部门的总融资需求就会看到，以“企业债+贷款”两项之和计算企业总融资需求 3 个月移动平均之后的同比增速继续保持低位，一方面是企业部门总融资需求低迷、另一方面是贷款投放同比新增较多，两者彰显的景气度不同是政策性支撑信用扩张和经济内生性信用扩张的投射。

分化终有时、收敛总来临。从 2021 年 7 月份人民银行“降准”算起，截至 2022 年 12 月“降准”，本轮货币政策宽松周期也持续有 18 个月之久，达到过去信用周期的平均时长，在分化渐趋极致之后，市场又会迎来怎样的收敛和修复？

## 2. 复盘：企业和居民贷款分化怎样收敛

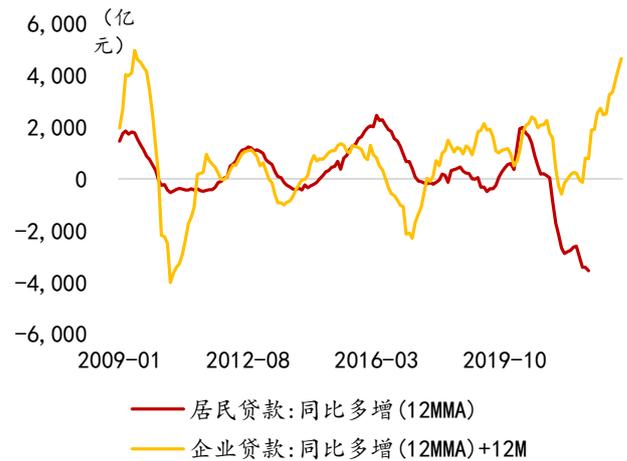
**复盘：历史上居民和企业信用扩张的背离。**我们以其他存款性公司资产负债表的“对其他居民部门债权”科目作为居民部门贷款余额的指标，以“对非金融机构债权”科目作为企业部门贷款余额的指标，由于其他存款性公司资产负债表的数据发布较晚，截至1月份金融统计数据发布时，其他存款性公司资产负债表数据仅更新至2022年底，但是对于复盘和对比历史上的分化而言，2023年1月份的数据并不影响本部分的结论。

图 5：2008 年以来历史上曾有 3 轮企业贷款“早于”居民贷款



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：前置 12 个月的企业部门和居民部门贷款增长



资料来源：Wind，德邦研究所

以“社会融资规模存量同比增速”作为信用周期指标，从2008年至疫情之前的2019年底，中国经济共经历了4轮信用周期扩张的历程，在其中，以居民部门和企业部门贷款余额增速表示的信用扩张则出现过5次背离，从时间上来看，5次背离分别出现在：

- ◇ 2011年11月-2012年7月期间：企业部门扩张、居民部门收缩
- ◇ 2012年8月-2013年8月期间：居民部门扩张、企业部门收缩
- ◇ 2014年10月-2015年5月期间：企业部门扩张、居民部门收缩
- ◇ 2016年3月-2017年3月期间：居民部门扩张、企业部门收缩
- ◇ 2017年3月-2019年底期间：企业部门扩张、居民部门收缩

表 1：疫情之前 2008 年以来的 4 轮信用扩张周期

信用周期	2008年10月-2010年1月	2012年5月-2013年4月	2015年6月-2016年3月	2018年12月-2019年6月
经济周期	2009年8月-2011年9月	2013年8月-2014年9月	2016年7月-2017年5月	2019年2月-2020年3月
货币政策	4次降准+5次降息	3次降准+2次降息	8次降准+6次降息	6次降准+3次降息

财政政策	“四万亿”刺激基建	限制城投	城投限制放松	地方政府债务置换
地产政策	地产销售和投資双升	限制销售和投資	供需宽松	“房住不炒”定位
信用驱动	新增信贷扩张	非标融资	棚改货币化	政府債務融资扩张
信用扩张机制	地产、基建投資上行	基建扩张、地产下滑	出口和地产上行、基建上行	制造业“弱补库”

资料来源：德邦研究所整理

注：此处以 GDP 当季同比增速和工业企业产成品库存划分经济周期；以“社会融资规模存量同比增速”作为度量信用周期的指标是市场更为习惯的表述方法，实际上，我们更偏好使用“其他存款性公司总资产/货币当局总资产”同比增速表示的信用周期。

如果将企业和居民部门贷款分化的情形和 2008 年以来中国经济经历的 4 轮周期进行对比，可以发现：企业部门和居民部门贷款的分化一般出现在信用周期的初期和末期。分情形来看：

(1) “居民部门贷款扩张、企业部门贷款收缩”的情形历史上出现过 2 次，均是在信用周期的末期出现，2012 年 8 月-2013 年 8 月期间居民部门强于企业部门的分化出现在第二轮信用周期（2012 年 5 月-2013 年 4 月）的末期，2016 年 3 月-2017 年 3 月期间居民部门强于企业部门的分化出现在第三轮信用周期（2015 年 6 月-2016 年 3 月）的末期；

(2) “企业部门贷款扩张、居民部门贷款收缩”的情形历史上出现过 3 次，共同特征是都出现在信用周期的初期，2011 年 11 月-2012 年 7 月期间企业部门贷款强于居民部门出现在第二轮信用周期（2012 年 5 月-2013 年 4 月）的初期，2014 年 10 月-2015 年 5 月期间企业部门贷款强于居民部门出现在第三轮信用周期（2015 年 6 月-2016 年 3 月）的初期，而最近一次企业和居民部门贷款分化（2017 年 3 月-2019 年底）则是出现在第四轮信用周期（2018 年 12 月-2019 年 6 月）的初期。

从企业和居民部门贷款增长分化的历史情形对比来看，除了第一轮信用扩张周期（2008 年 10 月-2010 年 1 月）期间，居民和企业部门贷款增长保持同步之外，2011 年以来的三轮信用周期，均在信用扩张的初期和末期出现两个部门贷款余额增速的分化。由于 2020 年新冠疫情扰乱了正常的经济周期和信用周期波动，

**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\\_52155](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52155)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>