



李奇霖：被证伪的宽信用



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李奇霖 孙永乐

感谢中央财经大学实习生梁炜对本文的贡献



近期市场一直在讨论宽信用的问题，目前来看分歧还是比较大的，一部分观点认为，随着经济下行压力的增大，政策会逐渐发力，考虑到此后专项债放量发行带动基建回升等，国内的宽信用“渐行渐近”；

另一部分观点则认为目前对地方政府隐性债务和房地产的监管力度都没有放开，而制造业投资又受限于结构性通胀，宽信用缺乏承载主体，加上央行也没有进行宽货币，所以宽信用还有待进一步观望。

而 9 月金融数据则为我们提供了一个观察宽信用进度的窗口。

看完 9 月金融数据，总的来说，我们认为有这么几点值得关注：

第一，社融同比增速从 10.3% 下滑至 10%，延续了此前的下行态势。

其中，信贷、信托贷款和政府债是主要拖累项；

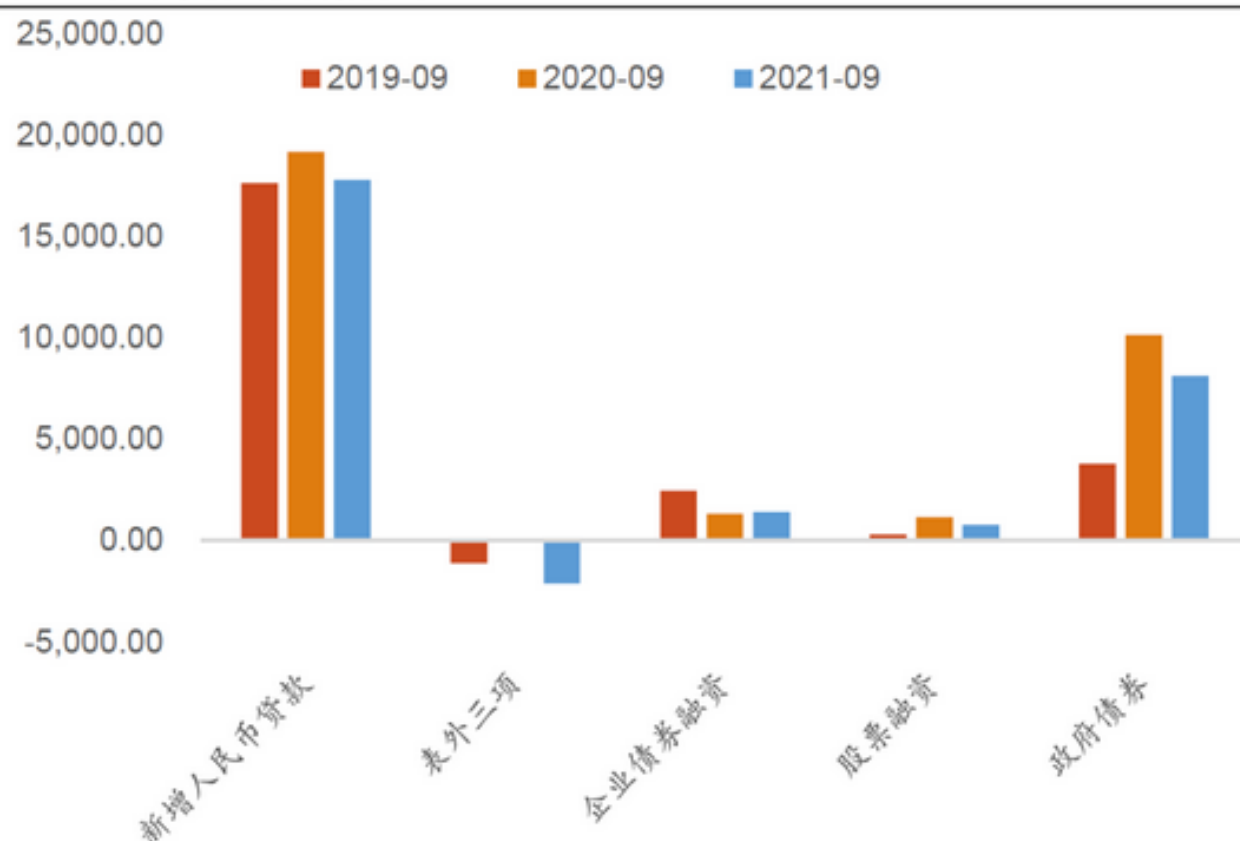
第二，在信贷增速下滑的时候，信贷结构持续恶化，企业中长期贷款占比继续下滑，制造业贷款需求不足；

第三，受高基数的影响，政府债依旧是拖累项目，但是错位发行下，四季度政府债反而会成为社融的拉动项；

第四，随着资管新规过渡期即将结束，表外三项依旧会是社融的拖累项目。

第五，M1 同比增速回落，M2 同比增速，两者差值进一步走阔。

图 1. 社融数据分项数据概况



资料来源：wind，红塔证券

这里我们先来看一下国内信贷的情况，总的来说，9月信贷增速下滑，信贷结构也有待改善。

近几个月以来，监管层多次发声要求稳信贷，比如8月末的金融机构货币信贷形势分析座谈会明确表示要加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性；要继续推进银行资本补充工作，提高银行信贷投放能力等等。

而在三季度例会上，央行也再度强调要增强信贷总量增长的稳定性，并且推出了3000亿的支小再贷款额度。

但是从政策出台到银行形成信贷投放以及信贷结构改善是一个较长的传导过程，从 9 月金融数据上来看，国内信贷结构的改善还需时间。

图 2. 信贷分项数据一览



资料来源：wind，红塔证券

企业贷款方面，9 月企业贷款新增 9803 亿（去年同期为 9458 亿），其中，短期贷款 1826 亿，长期贷款 6948 亿，票据融资 1353 亿，总的来说中长期贷款比重偏低，信贷结构有待改善。

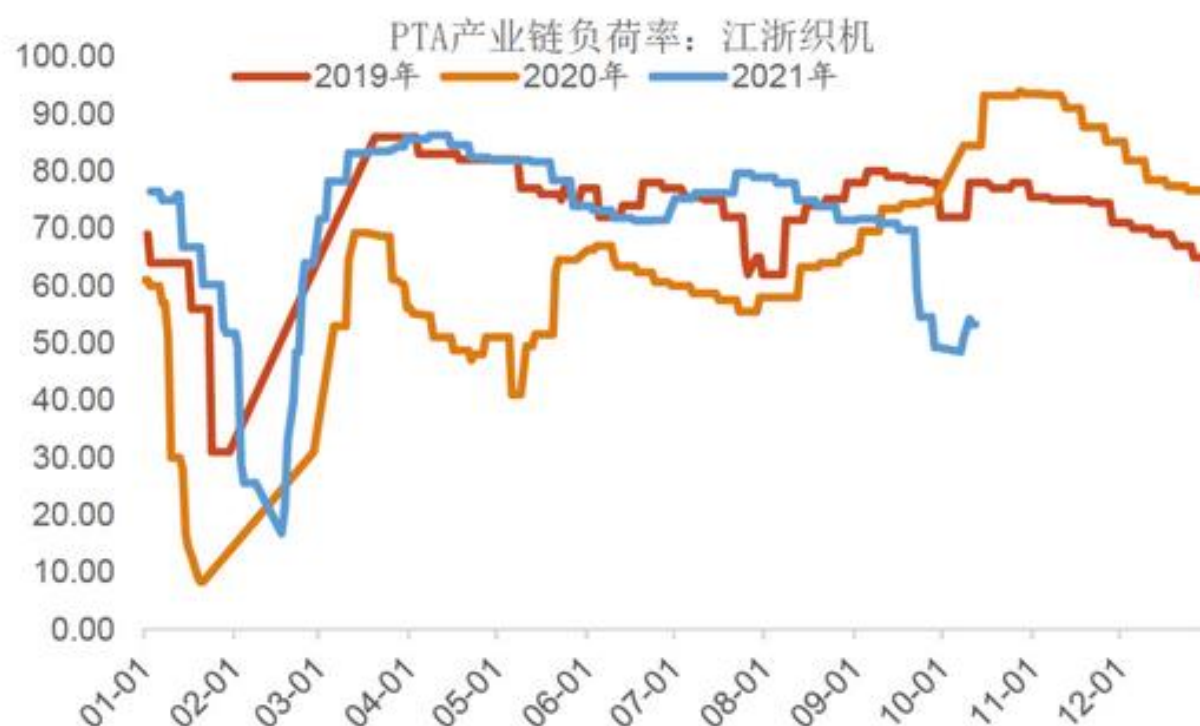
虽然政策一直在强调要稳信贷，要加强对小微企业等的支持力度，但是现在信贷结构偏差的主要原因是缺乏有效的实体融资需求。

谈及 9 月，避不过去的一点就是“能耗双控”，从 9 月的 PMI 数据上我们也能够看到，受“限产限电”等因素的影响，企业的生产大幅下滑，一些前期能耗双控不达标的省份，纷纷开始限产。

对于制造业企业而言，限产限电就意味着连现有的产能可能都无法正常运转了。以 PTA 产业为例，随着个别省份加大对纺织业的管理力度，PTA 产业链负荷率江浙织机自 9 月中下旬以来出现了明显的下行，生产旺季不旺的特征明显。这时候，即使有订单，企业也是没有动力投资扩产的。

而且我们也需要注意到，虽然很多时候政府治理的主要是高耗能高污染的企业，比如因为污染较为严重，印染厂是重点治理对象。但是印染厂是上游纺织厂和下游服装厂的中间环节，对印染厂的限制无疑会向整个产业链传递。

图 3. 生产“旺季不旺”



资料来源：wind，红塔证券

另外，对生产的限制、天气异常、需求回升等也使得大宗商品的价格继续上涨，而国内的结构性通胀也会遏制企业的投资意愿。

以动力煤为例，随着天气进入冬季，电厂进入传统的冬季补库存时间，叠加此前煤价偏高，电厂库存偏低，这就使得需求走高。在需求走高的时候，虽然为了缓解动力煤涨价压力，近期监管层出台了多项“保供稳价”政策，但是供给的修复明显跟不上需求，加上海外能源危机推高动力煤价格，9月的动力煤上涨了60%。

图 4. 大宗商品价格持续上涨



资料来源: wind, 红塔证券

在大宗商品价格持续上涨的背景下，企业的盈利能力承压，从数据上可以看到，三季度企业经营景气指数为 56.6%，比上季下降 3.1 个百分点；盈利指数为 56.7%，比上季下降 4 个百分点。

生产受限、利润承压叠加对后续的预期偏谨慎，企业特别是制造业企业的融资需求自然会更加强烈。央行二季度调查也显示，贷款总体需求仍然

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_27652

