



李奇霖：遥远的宽信用



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李奇霖 孙永乐

7 月经济数据低于预期，市场开始关注后续经济增速下行的可能性。从市场预期的角度来看，经济下行的另一面自然是预期政策会放松，政策会支持一下经济，缓解经济的下行压力。



当然，市场的预期走得还是比较靠前的。我们近期看到了低估值板块有明显修复，尤其是地产和基建板块。

经济好的时候，政策会持续收紧打压地产基建，给未来的经济结构转型留空间，市场对地产基建的预期一直比较糟。

但现在既然经济有压力了，供地政策是不是会放松，基建是不是会加

码，这些板块的估值也因为前期政策收紧，预期打得比较低了，如果政策松了，市场认为估值就可以修复一些。

对债券投资者来说，资金面宽松的预期打得比较满了，经济下行对债券的好处也在逐步兑现。经济下行，后续政策转向宽信用的可能性也在逐步加大，如果是这样，债券市场就该从牛转熊了。

同样，如果宽信用的预期为真，那地产和基建的拐点也真就到了，股票市场的风格也应该从成长转向周期，地产金融和地产产业链上的周期链条的投资机遇当下都应该重点关注。

那么，关键的问题来了，宽信用的格局能够形成吗？

01

宽信用的形成条件

先来定义一下什么是宽信用。简单来说，宽信用指的是金融机构开始加速向实体投放信用。一般来讲，信用投放是实体增长的领先指标。从历史经验看，后续实体经济企稳的前提是金融机构开始向实体注入更多的资金。

那么，要想出现宽信用需要什么条件呢？

首先得要有货币政策的配合，货币宽松一些，把利率压下去，当资金利率低了，无风险利率下去了，对银行多配置些信贷资产自然会有一些指

引作用，即宽货币往往是宽信用的必要条件。

这也就是大家常说的，宽信用先得有宽货币。

但仅靠货币宽松是不够的，比如发达国家一直都在宽货币，但信贷增速也没怎么起来。

因为货币宽松相当于给了金融机构钱，但这并不代表实体经济会借钱，如果做生意有赔钱的风险，钱再便宜，市场主体也不会去借，银行看到做生意会赔钱的可能性，也不敢轻易借钱给实体，风险偏好会比较弱。

所以，除了货币宽松，压低资金利率外，宽信用还有一个很重要的条件是实体的融资需求能够起来。

而且这个实体融资需求得是有效的融资需求，对银行来说得有意义才行，如果实体的融资需求都是因为经营不下去，需要银行不断“填坑”，借新还旧才能活下去，那信用宽松的格局估计也很难起来。

所以，不能只是有实体融资需求，还要有能满足银行风险偏好的有效融资需求。

那么，什么时候会存在有效的实体融资需求呢？

一般都是在房价或地价往上走的时候，融资需求才会比较好。

比如在针对地产基建的监管政策有所放松后，房价和地价上涨能够带动抵押品增值，进而撬动基建、信贷增长和经济繁荣。等经济真的繁荣了，

会继续推动抵押品增值，使得银行更敢贷，从而形成金融加速器效应。

这个时候，实体融资需求和银行的风险偏好高就能叠加起来，宽信用格局就会很快形成了。

当实体有效融资需求起来后，信贷的结构也会变好，比如中长期贷款占比会明显上升。因为房子的景气度上来了，居民按揭贷款会起量，开发商也会借长钱去施工开工，企业补库存和扩产能需求也会跟着起来，然后也会借长钱。银行在这个时候，往往也敢贷款。

举个 2020 年疫情之后国内出现宽信用格局的例子。

在疫情之后，为了保市场主体，货币政策开始转向宽松。央行也一直在要求银行加大信贷投放的力度，比如通过在宏观审慎评估中提高小微、民营企业融资和制造业融资的考核权重，引导金融机构加大对制造业的信贷支持力度等等。

换言之，当时银行的信贷额度是非常充足的。

更重要的是，受益于海外旺盛的出口以及国内房地产市场快速修复，实体有效的融资需求明显回暖，这个时候银行的风险偏好也就跟着起来了。

供给配合着需求，在疫情后，国内出现了一轮明显的宽信用周期。从数据上，我们也能够看到当时国内社融存量同比增速一度达到了 13.7%，M2 同比增速也都在 10%以上。

同时，当时中长期贷款占信贷的比重也出现了明显的上行，12个月滚动平均的企业中长期信贷占比在2020年三、四季度高达90%以上。

图 1. 2020 年企业中长期信贷明显上行



资料来源：wind，红塔证券

02

实体融资需求去哪了？

那么，现在可以来解决当下最重要的问题了。即宽信用的趋势会出现吗？对这个问题的回答也就决定了后续大类资产配置的走势和方向。

其实今年一季度的时候，监管对地产基建就已经是高压状态了，但一季度的时候，信用环境其实还行，当时为了满足企业中长期贷款的需要，

银行还通过减少票据融资和短期贷款来腾挪中长期信贷的额度。

我们认为今年一季度的时候，融资需求还行与房地产是有一定关联的，因经营贷利率低于按揭，小微企业把经营贷挪用到房地产的现象较为普遍。本质上仍然是地产在撬动信贷，而非小微企业，小微企业更多的是扮演资金通道的角色。

但从二季度开始，信贷增速就开始加速下滑了，同时信贷结构也逐渐变差。

这是为什么呢？

先排除掉货币因素，因为从二季度到现在货币环境还是很友善的。比如 DR007 的运行中枢是低于 7 天逆回购政策利率的，而 1 年期同业存单收益率与 1 年期 MLF 利率倒挂也表明银行是不缺负债的。

7 月初的时候，央行超预期地实施了一次全面降准，但是降准并没有很快形成信贷投放。当时，银行为了满足监管信贷额度的要求，在票据市场上大规模收票，从而带动票据利率大幅下行，7 天期的票据利率都向下突破了 0.1% 的点位。

可见，货币还是比较给力的。宽信用的局面仍然没有出现，问题很可能出在了实体融资需求上。

不过必须先注明一下，实体融资收缩的问题是结构性的，而非全局的。

房地产领域的融资需求不弱，居民买房的热情不是没有，房企也不是不缺钱，也不是不想扩大规模，继续拿地，但政策对他们有限制。

城投同样也有较为刚性的融资需求，没有政策约束，不排除城投会加码搞基建的可能性，即使是出于再融资的需要，城投本身也有较强的再融资的需求。

但这两块融资需求，都是被政策打压的。

三道红线锁住了房企有息负债增长的空间，房贷集中度管理锁住了银行住房领域信贷增长的上限。此外，对“经营贷”、“消费贷”流向房地产领域的严监管措施，阻断了小微企业的信贷资金向房地产领域传导的可能性。

于是，今年流向房地产领域的信贷出现了明显的下滑，截至今年二季度末，新增房地产贷款占新增人民币贷款的比重仅有 18.9%，相比于 2020 年全年跌了 6.5 个百分点。房地产开发贷款同比增速仅有 2.8%，增速比上年末低 3.3 个百分点。

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_34542

