

信贷的传导途径

——宏观看商品系列（二）

华泰期货研究所 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

摘要：

在上篇《商品的全面调整风险》中，我们从中国地产周期向下和全球贸易风险增加两个维度对比了对于商品需求预期的影响，研究显示未来商品需求面临下行风险。

本篇我们具体从中国信贷周期的传导角度出发，试图进一步解释地产周期下行对于商品需求的负面冲击影响。

策略：

中国信贷结构正面临从驱动投资向驱动消费的转型，但短期着力点依然在投资。一方面随着中国工业化进入到中后期，经济转型的另一面就是信贷结构的转变，未来信贷对于经济周期的影响将逐步从投资端转向消费端。短期来看，投资端的影响依然存在，随着紧信用的进一步推进，关注实体投资下行对于政策预期的边际转变影响。

信用紧缩对于企业的最终影响表现在收缩其投资。信贷周期通过改变企业的融资需求从而带动对于投资结构的转变，而信用能力越弱的企业受到的影响会更大。截止2017年12月的数据显示，各大主要周期板块的信用条件依然表现出较强的抗风险特征，对于地产投资的负面冲击时间点仍需要等待。从基本面需求角度，关注未来多“制造业”空“地产/基建”的商品对冲机会。

信用紧缩对于家庭的最终影响表现在收缩其房贷。居民部门的贷款结构主要包含短期的消费贷和中长期的房贷，而在目前经济转型仍在进程中的情况而言，房贷仍是家庭部门的主要信贷资产。目前家庭部门对于未来的信心仍维持高位，从而使得房贷的收缩短期发展并没有那么快，缓解了对于地产后周期消费的需求弱化。未来关注紧信用政策延续情况下对于这部分相关商品的冲击扩大影响。

联系人：

陈峤

股指国债研究员

☎ 0755-82537411

✉ chenqiao@htfc.com

从业资格号：F3036907

蔡超

宏观研究员

✉ caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

相关研究：

弱美元的篮子除了欧元还有日元

2017-12-25

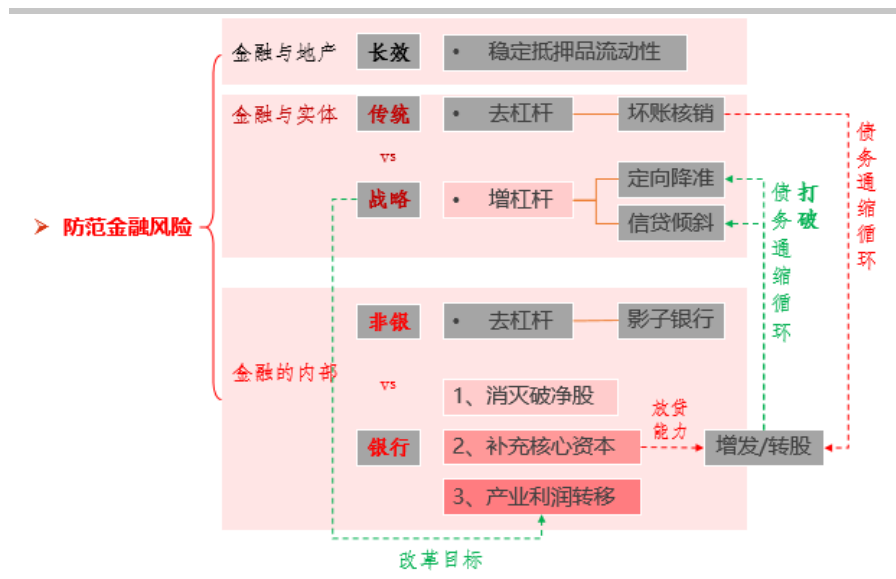
过热的前奏开启——12月美联储议息会议点评

2017-12-14

中国信贷周期考——历史和将来

上篇中我们指出，随着市场预期的转变，未来需求端将面临很大的下行风险，其中很重要的一个原因就是国内**继续去杠杆之下对于信贷供给的收缩风险**。去年中央经济工作会议上提出未来要打赢三大攻坚战——防范化解重大风险、精准脱贫和污染防治，其中把防范化解重大风险放在了首位，间接显示出未来的宏观政策重点将围绕去杠杆的延续和深化进程中（图1）。

图 1： 防范金融风险的逻辑图



数据来源：华泰期货研究院

新旧动能的转换意味着杠杆的去化和转移。一方面，经济在结构性转型的产业升级进程中，对于产能过剩等“传统行业”¹因为升级的需要将继续面临去杠杆的压力，而对于质量升级等“新兴行业”将获得结构性政策支持。无论产业政策还是货币政策均从过去的总量性政策过度到类财政性质的结构性政策之中。

伴随着这一过程的有效推进，**信贷周期也将面临着总量和结构的分化**。市场依旧担心的是：对“新兴行业”结构性的宽松，能否支撑起由于支柱行业轮替带来的总量性回落。这种不确定性依然是宏观经济层面面临的挑战。

作为对上篇《商品的全面调整风险》的后续，本篇我们从国内信贷周期的新旧转换、信贷传导的作用机制两个维度分析未来商品的需求变化。开篇先回顾中国经济的信贷周期历史。

¹ 我们理解的旧动能除了“两高一剩”行业外，经济发展的支柱行业也将面临转换。从当下的依赖于房地产业逐渐转移至“新兴行业”。

· 忆往昔，信贷的历史是一部投资驱动的历史

中国的经济发展阶段决定了过去二十年以投资驱动模式的必然性。新千年在“落后-赶超”模式的带动下，中国经历了快速的工业化进程，目前来看在这种快速工业化的进程中建立起了完整的工业部门品类，成为全球的制造业大国。但是随着经济的发展，这种模式下国内的信贷周期更主要对于投资模式的驱动，弊端也逐渐显现，过度投资依赖的状态形成“一松就乱、一紧就死”的驱动力不足。

大量的工业化活动决定了投资模式必然，而间接融资体系中投资背后的金融支持主要来源于信贷。我们注意到从90年代至2014年，我国固定资产投资增速基本维持在20-30%之间，这其中信贷对于工业活动的支撑不可或缺，两者呈现出高度相关的特征。而从时间周期上看，每一轮信贷运动的周期在8年，而投资增速的回落晚于信贷回落2-3个季度左右。

图2： 信贷增速和投资增速的高相关性



数据来源：Wind 华泰期货研究院

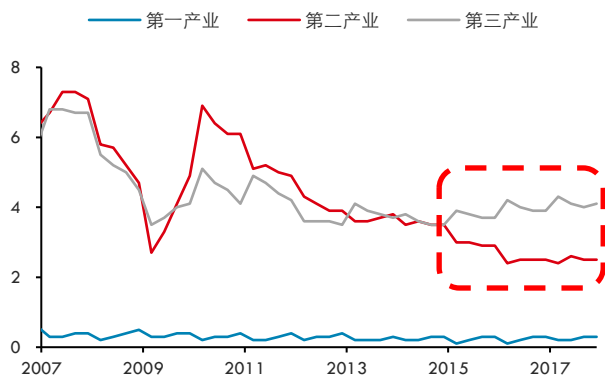
本轮信贷增速的高点出现在2016年3月，人民币信贷增速达到25.4%，处于本轮信贷周期的高点。其后随着MPA宏观审慎管理的正式实施，货币政策由宽松转为稳健中性，信贷投放增速开始收缩，至2018年初已经持续收缩，截止目前已近两年，我们已经看到随着货币信贷政策的收紧对于实体去产能、金融去杠杆的作用逐步显现，虽然结构性宽松政策（如年初的定向宽松）对于经济的支持仍在存在。

· 望未来，信贷的结构改变将成为必然

从长期来看，随着中国经济转型的延续，消费对于经济增长的推动将进一步提升。截止2017年四季度，第三产业对于实际GDP的拉动上升至4.1%。按照投资、消费和净出口三部门分类来看，2015年以来最终消费支出对于GDP增长的贡献率维持在60%附近，保持第一。而随着经济动能的有效切换，信贷支持政策将逐渐从投资端转向消费端，从而继续起到平滑经济的作用。

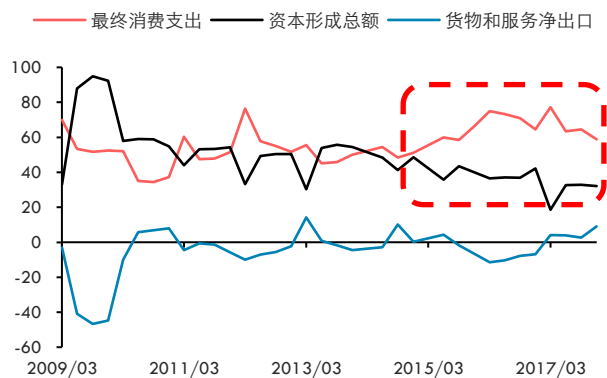
但就短期来看，随着旧经济动能的下降（见专题一，本轮库存周期和投资周期可能在不远的将来见顶），新动能仍需继续培育²的情况之下，即使去杠杆路径延续，短期政策调整的需求预期料将增加。

图3：第三产业对于GDP的拉动



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图4：消费对GDP的贡献率



数据来源：Wind 华泰期货研究所

未来经济增长模式正逐步由投资驱动转型成消费驱动，继而未来的信贷模式也将发生相应转变——虽然短期以及这一路径中仍然面临着转型的阵痛。短期来看，这种阵痛表现在传统投资驱动下杠杆的拆解和去杠杆形成的需求回落风险——即信用收缩。未来需要关注政策边际上的宽松可能，但首先需要看到经济需求的回落机会。

² 按照莫尼塔的分类，“新经济”包括：文教、工美、体育和娱乐用品，文化、体育和娱乐业，医药，汽车，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备，计算机、通信和其他电子设备，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，租赁和商务服务业，科学研究、技术服务业和地质勘查业，水利、环境和公共设施管理业。新经济投资占比从2012年的21.4%快速上升至2017年的29.9%，但仍不足以成为投资的主导性力量。

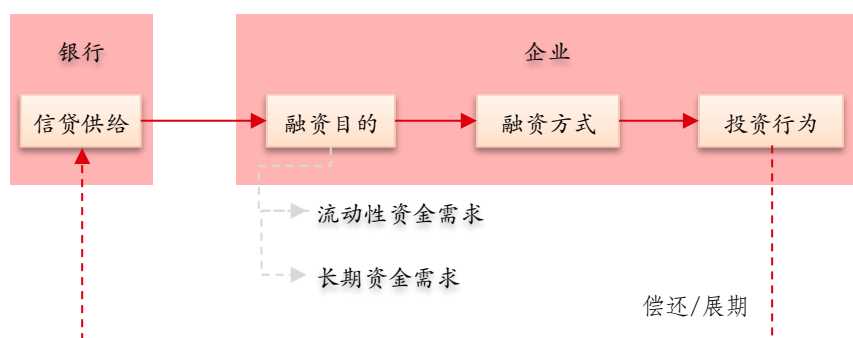
紧信用时代的企业行为

信贷和货币作为资产负债表的两端——前者是因，后者是果。从历史数据的可比性上，货币供应量是我们观察信贷投放的一个替代指标。正像我们在报告《[宏观政策研究系列（二）：地产春天还未到来](#)》中通过货币供应量和地产作为比较，反映货币信贷对于地产经济的影响，相关结论摘录如下：

- 1) **货币供应量和房价关联性较强**。从逻辑上来讲，M2 的高增长意味着流动性的宽松，房地产市场的景气繁荣与房价波动与 M2 波动有着互为因果的关系。但是由于影子银行扩张这一联系背离，预计随着未来**监管加强** M2 和房价相关性减弱的现象会得到改善。
- 2) **M2 增速领先地产价格半年以内**。未来三年将继续围绕“打好防控金融风险的攻坚战”，其中一点是控制住货币供给总阀门，预计将看到 M2 在逐渐寻底的过程中出现低位震荡的走势。M2 的真正回暖需等待“防控金融风险”攻坚战之后，因而房价的**明显上行**至少要在 2021 年起才有可能出现。

随着经济工作重心转向“防范金融风险”，预示着经济结构性转型进入到攻坚阶段，“被转的经济结构”和“转向的经济结构”在这一过程中将面临着不同的信贷环境。就如上文所述，风险来源于被转的经济结构带来的“坏账核销”，通过债务通缩螺旋影响到总体经济的增长——即实体信贷需求和银行信贷供给共同收缩风险（见图 1）。而其中**去杠杆过程将对于相应企业的信贷需求带来萎缩的风险**。传统的信贷对于企业的传导逻辑见下图：

图 5： 信贷对企业行为的传导流程



数据来源：华泰期货研究院

信贷供给会显著影响企业在流动性需求与长期资金需求之间的替代性选择³。研究显示，当开始发生信贷紧缩，企业会调整融资目的，由“长期资金需求”转变为“流动性资金需求”，以保证公司的正常运行。信贷供给的收缩对于资金需求带来负面影响，从而减少长期投资，其中定量测算显示：

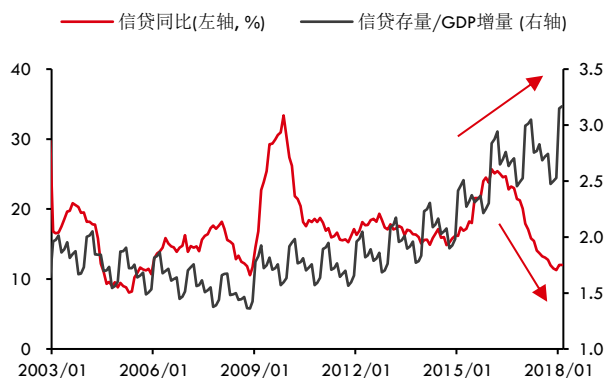
信贷增长率每增加一个标准差，企业长期资金需求的概率平均上升 2.01%；

新增信贷/新增 GDP 增加一个标准差，企业的长期资金需求的概率会上升 1.71%；

信贷能力变化率每增加一个标准差，企业流动性需求的概率会上升 2.95%；

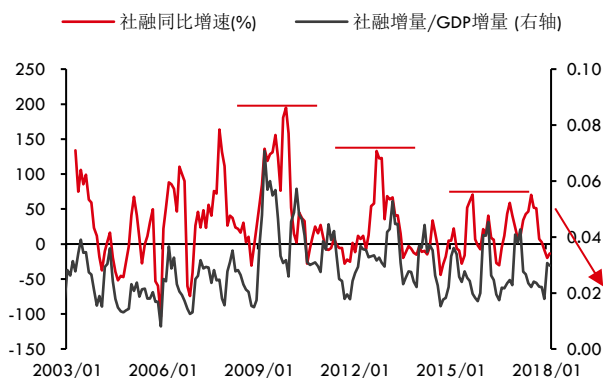
银行业景气指数变化的一个标准差的增加，则会带来企业长期资金需求的概率上升 0.63%。

图 6：信贷存量/GDP 增量变动情况



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 7：社融增量/GDP 增量变动情况



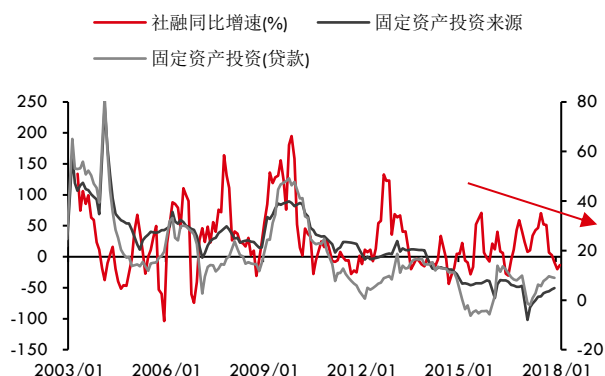
数据来源：Wind 华泰期货研究所

刻画信贷的方式有存量和增量两种，增量指标更能体现信贷的周期性波动。我们选择 2003 年至今的信贷数据显示，存量信贷和增量 GDP 的比值在 2009 年以后持续上升，一方面是由于经济增长的放缓形成的逆周期调节信贷投放增大；另一方面是伴随着经济结构性转型，结构性宽松的信贷条件缓解去杠杆对经济形成的冲击。但是这一相关性在 2015 年以后和信贷增速的背离持续扩大，原因也在于影子银行体系的扩张带来的金融指标一定程度失真。

³ 参见王义中《中国信贷供给周期的实际效果——基于公司层面的经验证据》中测算。

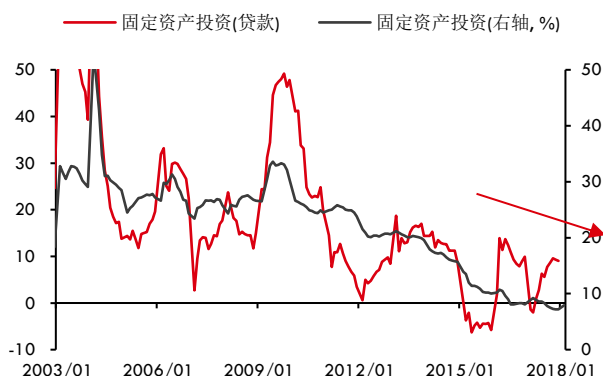
进而我们通过社会融资规模增量这一指标替换银行信贷来改进这一情况。从图 7 和图 6 的直观对比可以看出，社融增量和增量 GDP 比值同社融增速之间的相关性显著强于单一信贷维度的情况。从这一指标维度来看，社融增速虽然波动更为剧烈，但是在 2009 年以来呈现出高点逐渐下降的走势，显示出未来的广义信贷将继续回落的风险依然存在——而从信贷见底回升至投资回升，还存在 1-2 个季度的时滞。

图 8：社融增速回落下固定资产投资资金料下降



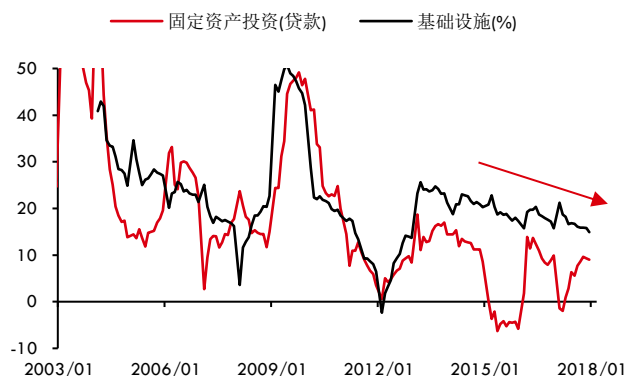
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 9：从而带来固定资产投资的回落



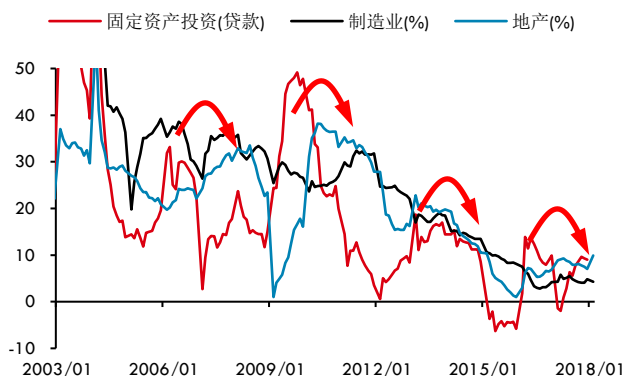
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 10：基础设施投资下降风险较大



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 11：地产投资下行风险料大于制造业

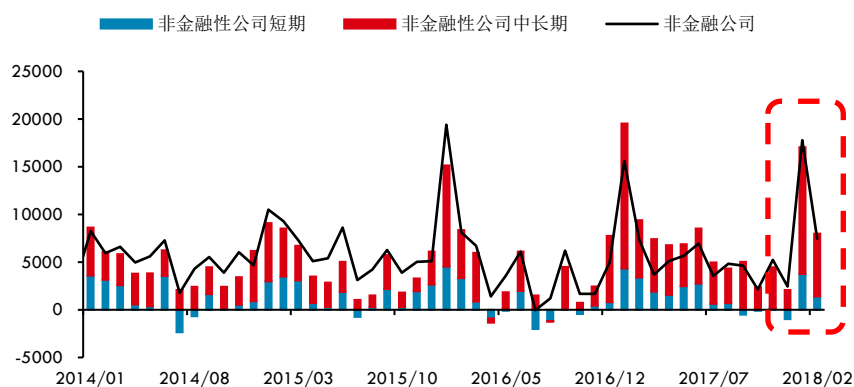


数据来源：Wind 华泰期货研究所

而信贷供给的回落将带动这一阶段投资继续回落的风险（图 10-11）。具体来看，从近期对轨道交通叫停间接体现出未来基础设施投资在政府逆周期调节减少，而地产投资在“房住不炒”政策的带动下也将继续受到逆风影响，预计基建和地产投资下降幅度将强于制造业投资。

短期来看，在季节性因素的扰动下，企业中长期信贷仍维持相对强劲，需要关注 3 月开始随着经济活动开始活跃，**此两类企业对中长期信贷的获得情况。**

图 12: 企业冲长期信贷季节性仍维持强劲，需观察后期变化情况



数据来源：Wind 华泰期货研究院

从企业财务的特征来看，信贷供给对**融资约束程度重、长期债务比例较高**的公司影响比较明显，当信贷供给紧缩，这类企业从“长期资金”转变为“流动性资金”需求的概率更大。平均意义上看，若企业融资目的从长期资金需求转向流动资金需求，则会促使企业减少投资，统计显示，这种**转换会导致企业的平均新增投资降低 0.014 个单位，即降低投资占总资产比例平均减少 1.4%（按季度）。**

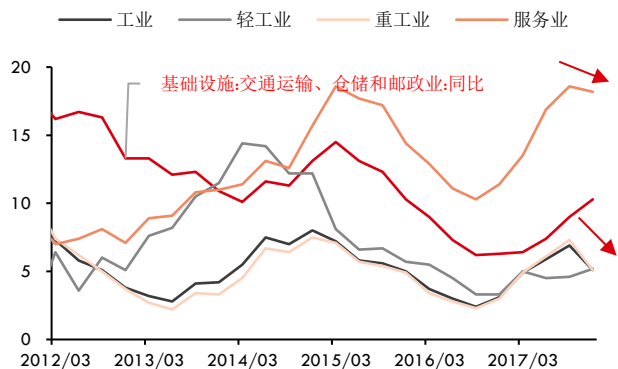
以当下现状来看，伴随着经济的结构性动能转换，2015 年中以来，工业和重工业获得的信贷支持明显低于基础设施行业，而服务业受到的信贷倾斜力度更大（图 13）。即使考虑 2017 年以来经济在前期宽松的作用下的复苏提升信贷需求，但是结构性的分化依然明显。而从整体信贷增速上，截止 2017 年底的数据透露出一丝动能减弱的信号——

分行业来看，服务业信贷规模增速回落 0.4 个百分点，重工业回落 2.2 个百分点；

分类型来看，固定投资贷款增速回落 0.3 个百分点，经营性贷款回落 0.2 个百分点。

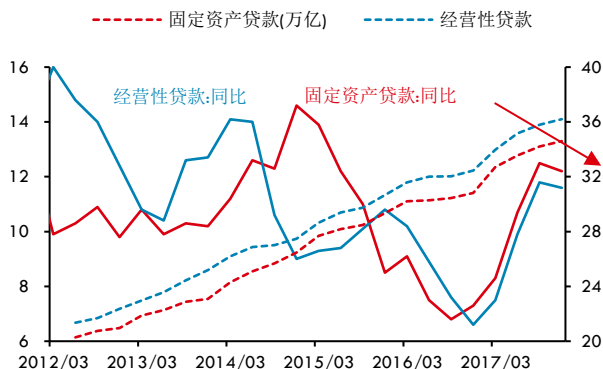
即使我们看到央行的调查显示企业的贷款需求依然处于 2016 年回升以来高位（图 15），银行的景气指数低位持续回升（图 16），实际的贷款需求并没有很大改善，显示出经济动能有可能放缓。

图 13: 分行业中长期贷款增速



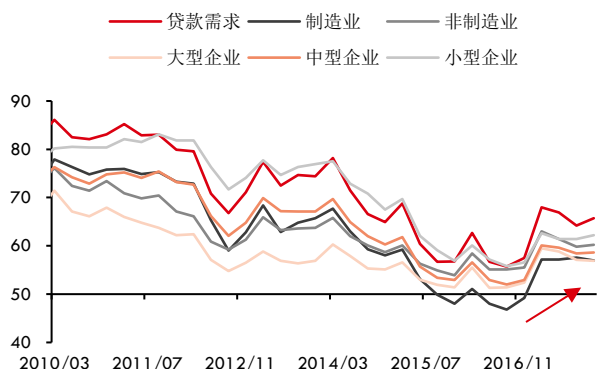
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 14: 固定资产贷款和经营性贷款增速回落



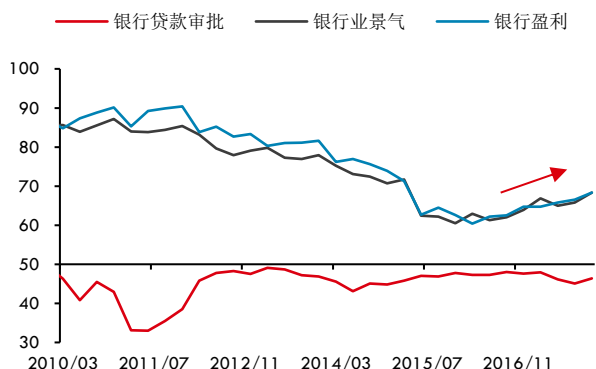
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 15: 分行业贷款需求指数存在回落预期



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 16: 银行业景气指数维持小幅回升



数据来源: Wind 华泰期货研究所

从金融市场上来看，需要关注相应行业信用利差扩大带来的风险释放。根据万德提供的数据，我们分别对采矿业、制造业、建筑业、房地产业和金融业等周期性较强的行业上市公司财务指标进行了分析，结论显示：截止到去年 12 月底，已披露的公司中，

盈利角度

采矿业的经营利润持续快速改善，回到并超过了 2014 年回落时的高点；

制造业虽然在 2014-15 年面临需求的调整，但是目前利润呈现持续上升势头；

建筑和房地产业的经营净收益占比虽然持续处于相对高位，但是 2017 年开始逐步显现出动能不足的态势；

金融业在 2012 年至 2016 年持续回落，2017 年开始随着净息差的改善出现盈利的较大修复；

流动性角度

金融业的速动比率在 2017 年快速下滑；

采矿业、房地产业在 2017 年底的速动比率回落；

制造业的速动比率没有很大变化，但是也有小幅回落迹象；

债务负担角度

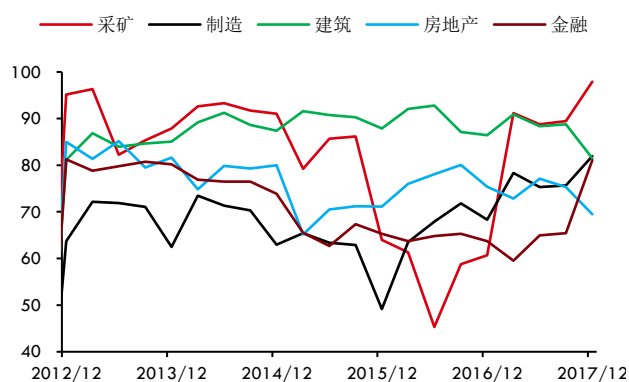
伴随着去杠杆政策的延续，金融业的债务负担在 2017 年中开始迅速上升；

采矿业的债务负担在 2017 年四季度也有小幅回升；

房地产业的债务负担情况在四季度大幅回落，仍需等待更多报告的披露；

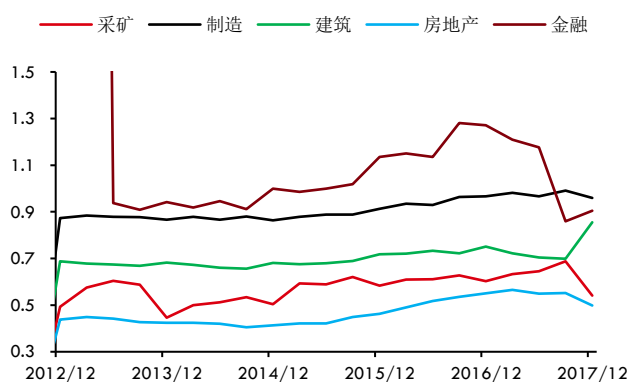
按照金融防风险的逻辑图和上述财务状况推测，1) 房地产投资下降预期虽强，但短期回落风险仍低⁴——截止 2017 年底房地产业的债务负担情况较为良好，但是盈利不足和流动性风险增加的概率在上升，以图 5 的传导路径来看，信贷收缩至房地产企业投资放缓的时间点还未到来；2) 银行在流动性风险和债务负担压力之下，未来银行将继续进行补充资本；3) 伴随着采矿业的盈利持续回升，其财务状况持续改善，但即使如此 2017 年四季度的数据显其债务风险出现小幅恶化的可能；4) 目前来看制造业依然是盈利持续改善和债务负担较低的行业。

图 17: 经营活动净收益/利润总额(整体法)



数据来源: Wind 华泰期货研究所

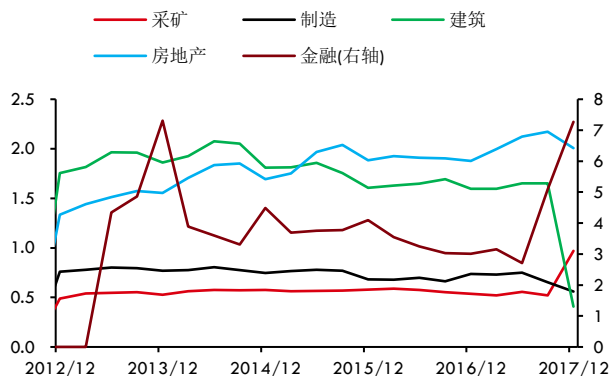
图 18: 速动比率(整体法)



数据来源: Wind 华泰期货研究所

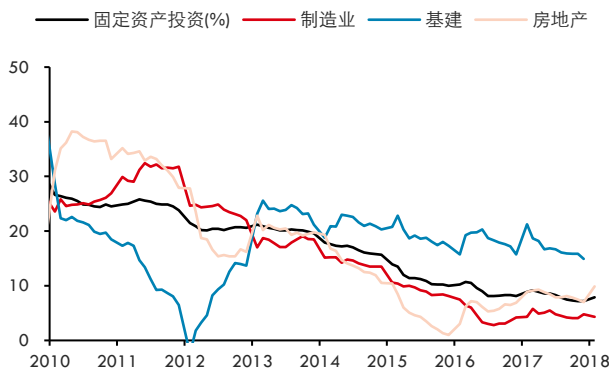
⁴ 事实上我们在今年 1-2 月看到了房地产投资的超预期增长情况。

图 19: 带息债务/归属母公司股东的权益(整体法)



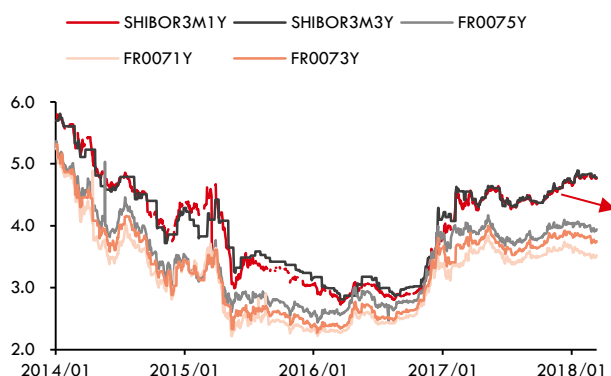
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 20: 不同行业投资增速



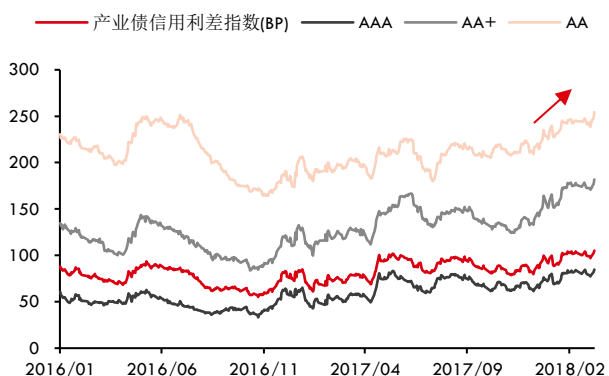
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 21: 互换利率向下



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 22: 信用利差扩大



数据来源: Wind 华泰期货研究所

虽然目前并没有到信贷风险释放的临界点,但是像债务违约等局部的风险事件正陆续发生,显示出整体信贷收缩带来对投资需求的影响依然在路上。需要关注相应周期行业的债务演绎情况——对照主要经济领域的工业品用量,我们做了对比简表。2018 年仍处于防风险释放的阶段,从企业端来看,需要重点关注基建回落对铜、钢材需求的冲击;地产投资回落对铝、锌和钢材需求的冲击。后期随着风险的逐步释放,可关注多“制造业”空“地产+基建”的商品对冲组合。

表格 1: 各主要领域金属用量简表 (%)

	基建	房地产	交通	耐用品	电子	包装	机械制造	其他
铜	50%	-	10%	15%	7%	-	-	10%
	电力(低压 电缆)			空调制冷				
铝	12%	34%	20%	8% 日用消费	4%	10%	8%	4%
铅	1%	-	80%	-	-	-	-	19%
	电缆护套		电池(动力 型/启动型)					(铅管铅板/ 铅弹/铅合 金/化工)
锌	9%	48%	23%	-	10%	-	10%	-
锡	-	11%	15%	25%	-	38%	6%	5%
				家电			工业设备	
镍	16%	15%	10%	47%	-	-	8%	3%
	石化及能 源消费			生活以医 疗制品			工业	
钢材	25%	39%	9%	2%	-	-	16%	10%
	电力:特高 压	地产周期 景气向下	财政对公 路轨交支 持/新能源 车	更新需求/ 地产	半导体周 期/物联网 /工业 4.0	环保	工业 4.0	-

资料来源: 华泰期货研究院

紧信用时代的家庭行为

对家庭部门信贷的分解主要在于其对：1) 中长期信贷需求——房地产；和 2) 短期信贷需求——消费的需求上，其中尤以前者为分析的重点。

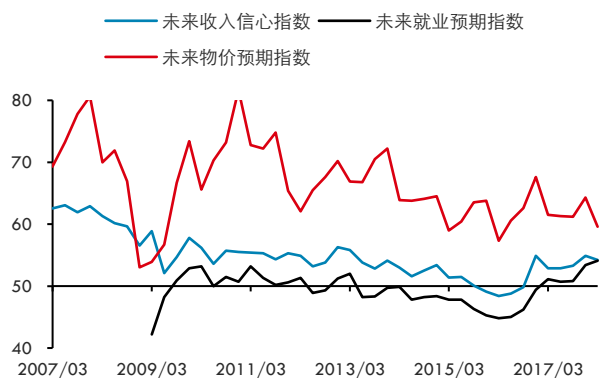
作为家庭中长期信贷需求额主体——住房抵押贷款，地产销售成为观察这一行为的直接表达。我们在报告《地产春天还未到来》中强调，在房地产调控非常严格的背景之下，今年限购政策估计仍难以放开，近期又有多个地方调控政策加码，因此需求端的抑制预计将使得房地产销售增速仍将进一步下滑——

1) 作为先行指标的商品房销售仍将趋弱。商品房销售数据是地产投资的先行指标，商品房销售面积的累计同比增速在 2016 年 6 月已经见顶。

2) 新增人口的多少决定了一个城市新增购房实际需求的多寡，并直接影响一个城市房价上涨和下跌的快慢。从 1990 年至今是以人口迁移流动为主导的时期，近期出现明显的变化，表现在：短期流动人口总量开始回落、流动人口稳定性增强以及未来新生代流动增加购房需求。

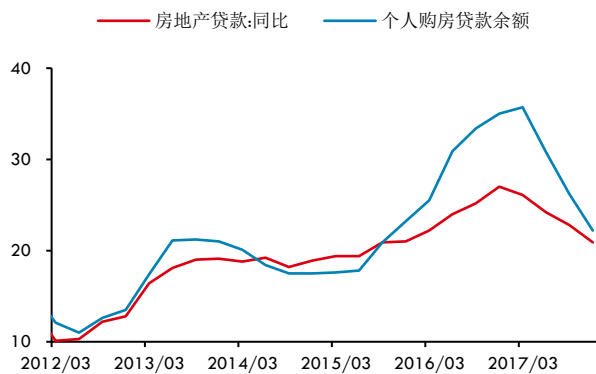
在房价 2015-2016 年已经经历了一轮大幅上涨之后，从时间上来看，未来 80 年代末 90 年代初的人群将下一次购房需求的主力军。而这一波购房需求可能在 2020 年左右出现一次释放。作为地产销售的后周期消费，随着未来地产销售的进一步放缓，对于耐用品的需求量料逐渐带来冲击（见表格 1）。

图 23： 短期消费者调查信心仍高



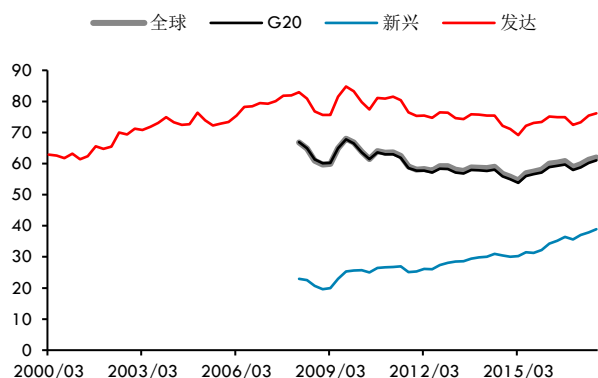
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 24： 带动个人房贷增速短期不至于失速



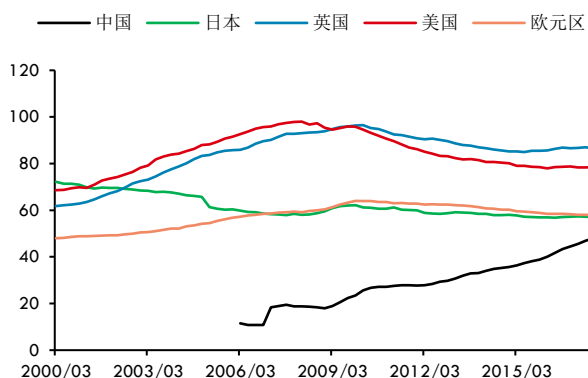
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 25: 全球家庭部门信贷杠杆变化



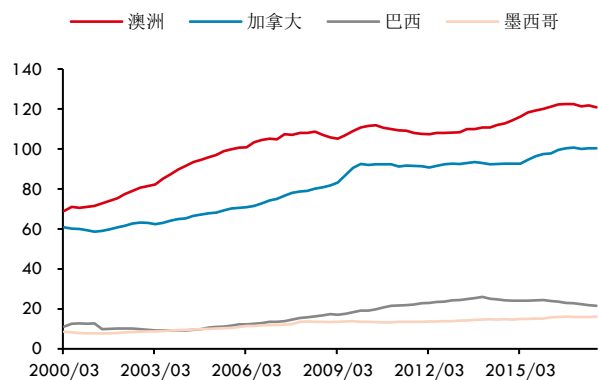
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 26: 主要经济体家庭部门信贷杠杆变化



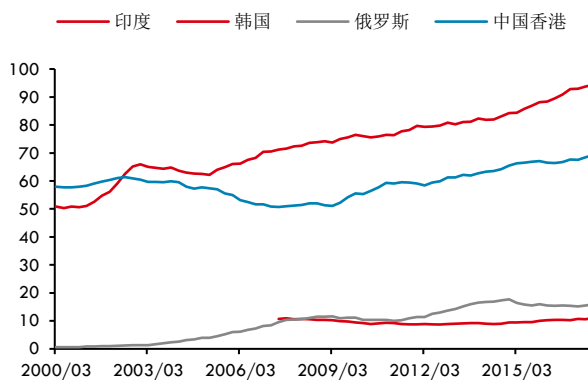
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 27: 主要资源国家家庭部门信贷杠杆变化



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 28: 主要新兴经济体家庭部门杠杆



数据来源: Wind 华泰期货研究所

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com