



无信贷式复苏

宏观经济报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）
songxuetao@gjzq.com.cn sunyongle@gjzq.com.cn

无信贷式复苏

新旧经济正在加速切换，新经济体量或已超过旧经济，负债更低、融资渠道更广的新经济的崛起弱化了金融周期与经济周期的关系。信贷数据的指引意义减弱后，经济或有望经历“无信贷式复苏”。后续可以关注金融周期变化对银行间流动性格局和货币政策框架的影响。

风险提示

AI 投资后续不确定性增强，关注 AI 投资变动以及对经济、行业价格的影响。

地缘政治冲突对价格的影响或超预期，关注后续地缘政治冲突的变化和对经济的超预期影响。

对房地产和 AI 产业的估算主要基于投入产出表，或存在一定的误差。



内容目录

无信贷式复苏.....	3
风险提示.....	8

图表目录

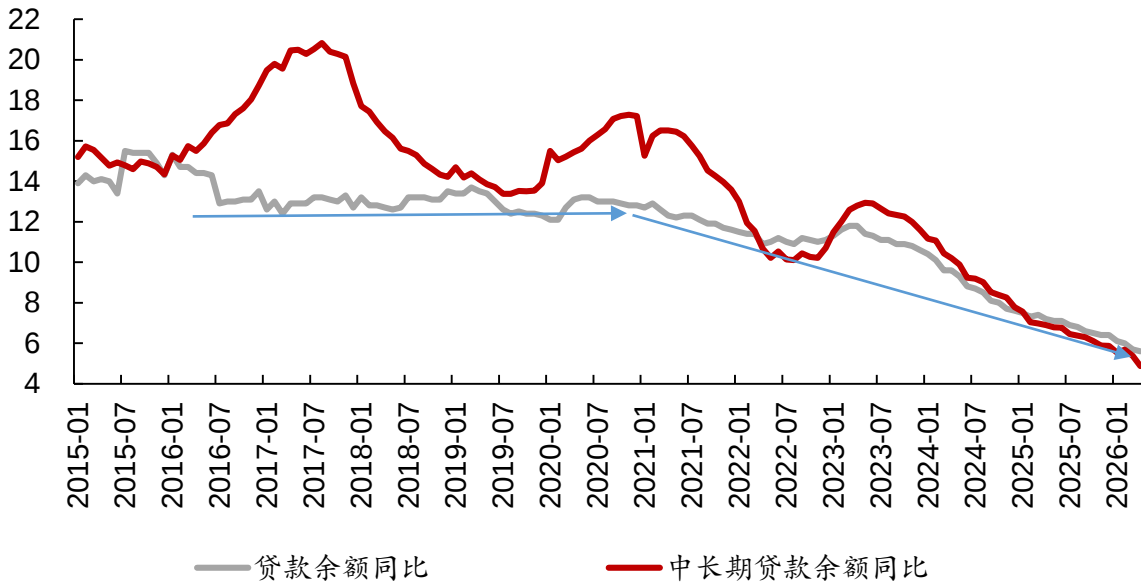
图表 1： 新增增速加速下台阶	3
图表 2： 新增信贷投放变化	4
图表 3： 社融信贷结构的变化	4
图表 4： 分行业资产负债率（单位：%）	5
图表 5： 经济结构的变化	6
图表 6： 居民信贷需求明显回落（单位：%）	7
图表 7： 居民提前还贷（单位：%）	7
图表 8： 30 大中城市商品房销售（单位：%）	8
图表 9： 单位 GDP 所需新增信贷规模（单位：%）	8



无信贷式复苏

2021 年以来，国内信贷增速中枢下台阶，中长期贷款增速从 2020 年末的 17.2% 下行至 2026 年 4 月的 4.9%，创近年来新低。除 4 月国内新增中长期信贷 7000 亿元、创近年来同期新高以外，5 月票据利率再度走低、1 个月票据利率一度下探至 0.01%，信贷需求继续偏弱，信贷增速趋势向下并不能简单归因为经济形势变化，而是国内经济新旧转型带来的融资需求和融资结构的变化。

图表1：信贷增速加速下台阶（单位：%）



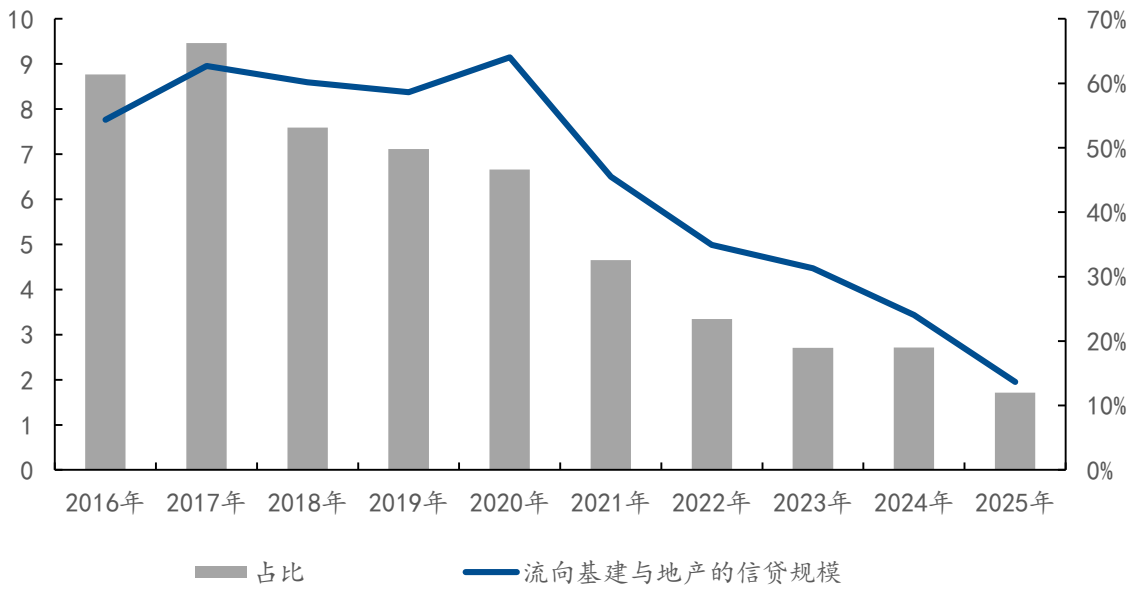
来源：wind, 国金证券研究所

地产和基建曾是信贷大户，2017 年最高约有 66% 的信贷流向基建¹和地产，每年新增信贷规模在 8 万亿以上。但 2021 年之后，随着债务监管收紧、地产进入中期下行，行业对信贷的吸纳能力明显回落，2025 年按照估算仅有 12% 的信贷流向基建和地产，其中房地产新增信贷减少了 8500 亿元，明显拖累信贷增速。

¹ 投向基建的资金为估算数据，采用电力燃气和水的生产供应业、交通运输、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业



图表2：新增信贷投放变化（左轴单位：亿元）

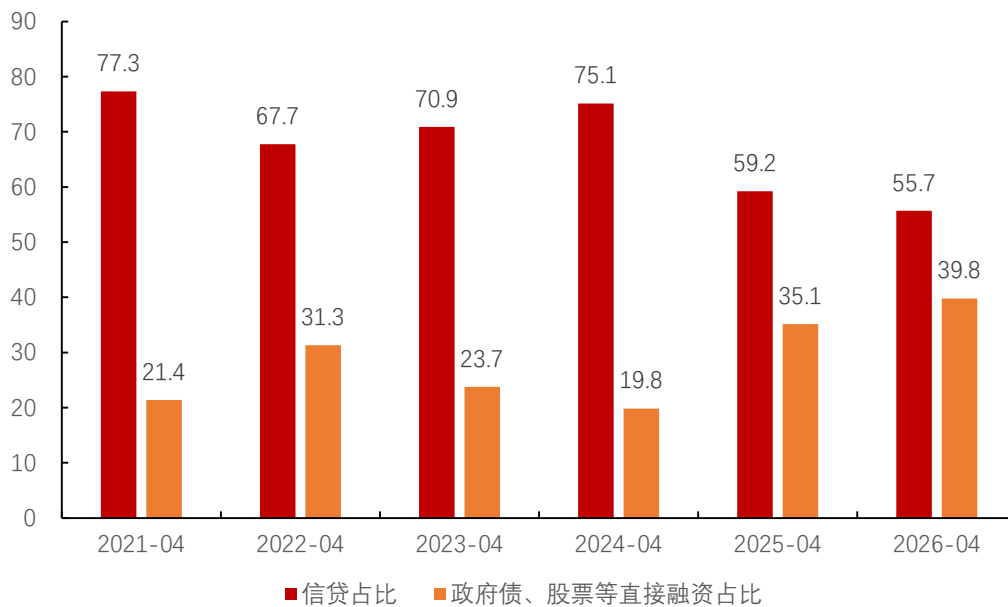


来源：同花顺 i

施管理业新增信贷估算)

第一个事实是直接融资的占比正在快速提升。新经济对信贷的需求明显低于房地产。对比行业资产负债率，通信和计算机均在 50% 以下，而房地产则在 70% 以上。2019 年之前，制造业每年新增贷款仅 5000 亿左右，2020 年之后，由于政策加大对制造业信贷的支持，制造业新增贷款规模才升至 2 万亿左右。信息传输、计算机和软件业的年均新增信贷更是不足 3000 亿。因此，信贷占社融比重从 2021 年的 77.3% 震荡回落至 2026 年 1-4 月的 55.7%，包含政府债、企业债和非金融企业境内股票融资的直接融资占比则从 21.4% 上行至 39.8%。

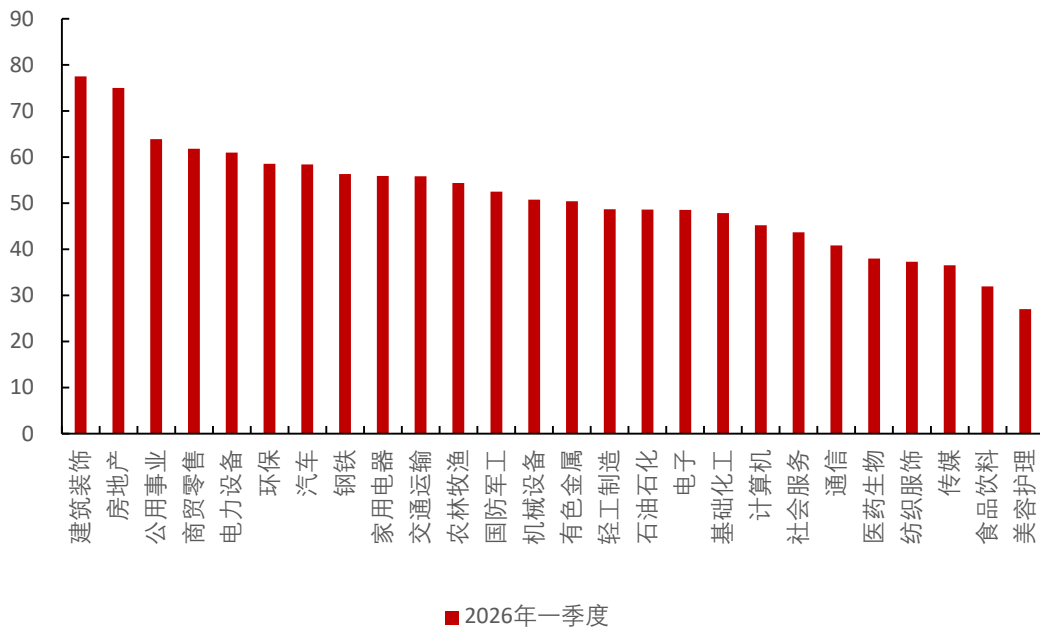
图表3：社融信贷结构的变化（单位：%）



来源：wind, 国金证券研究所



图表4：分行业资产负债率（单位：%）



来源：同花顺 i

第二个事实是 AI 相关行业的 GDP 占比可能已经超过了房地产。我们基于投入产出表数据，把“计算机、通信设备、电子元器件、互联网和相关服务、软件服务、信息技术服务、输配电及控制设备、电线、电缆、光缆及电工器材”等 12 个行业认定为广义 AI 行业（各行业并非完全与 AI 相关，比如计算机既用于算力中心，也会用于个人和企业消费，数据会高估 AI 占 GDP 比重），把“房地产业、住宅房屋建筑业、建筑安装、建筑装饰装修、其他房屋建筑、采矿等建筑专用设备²”等 6 个行业认定为“广义房地产业”。广义 AI 行业的增加值占 GDP 比重从 2020 年的 5.3%上行至 2023 年的 6.6%，广义房地产业增加值占比则从 12.5%下滑至 11.5%。

再考虑行业对上下游的直接拉动，2023 年 1 单位的 AI 行业增加值能拉动 0.9 个单位其他行业增加值，广义房地产只能拉动 0.4 个单位（主要是第三产业的房地产业拉动较低）。由此推算，广义房地产业占 GDP 的比重从 2020 年的 19.2%下滑至 2023 年的 16.4%，广义 AI 行业占 GDP 的比重则从 9.7%上行至 12.6%。

再考虑 AI 行业和房地产 2023-2025 年期间的增速变化（基于房地产开发投资、房地产业增加值、信息技术企业营收）³，2025 年广义 AI 行业占 GDP 的比重或上行至 14.9%，超过广义房地产业的比重 12.7%。

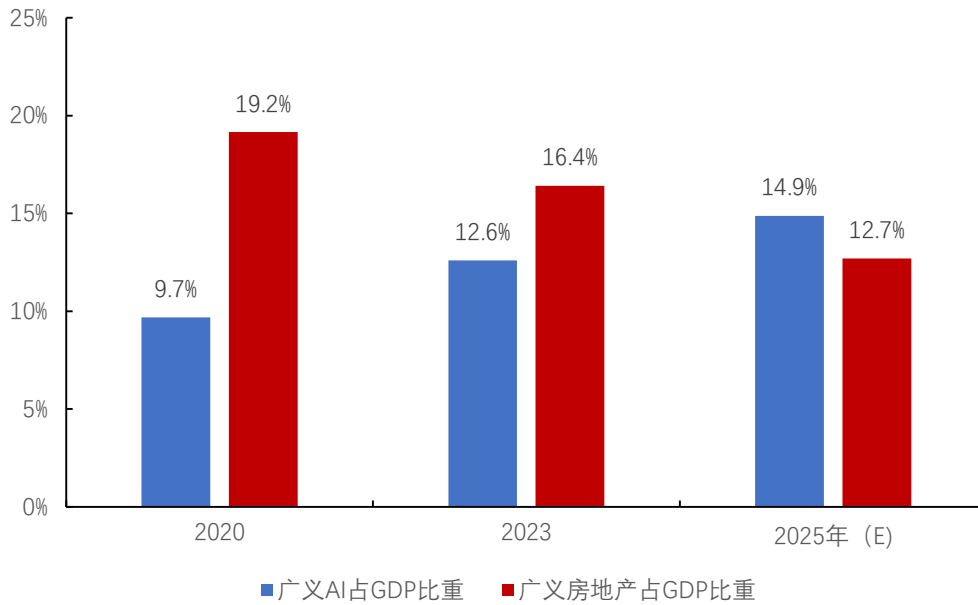
²参考投入产出表行业划分，我们将采矿、冶金、建筑专用设备、住宅房屋建筑、体育场馆和其他房屋建筑、建筑安装、建筑装饰、装修和其他建筑服务、房地产划分到广义房地产业

AI 相关经济包括计算机、通信设备、电子元器件、互联网和相关服务、软件服务、信息技术服务、输配电及控制设备、电线、电缆、光缆及电工器材，2020 年和 2023 年投入产出表行业

³以房地产行业为例，假设房地产开发投资完成额与投入产出表下计算的房地产业上下游产业链 GDP 比重在 2023 年和 2025 年没有发生变化，我们可以按照 2025 年房地产开发投资完成额估算 2025 年房地产业上下游产业链 GDP 金额，进而计算比重。



图表5：经济结构的变化（单位：%）



来源：同花顺 i

第三个事实是经济可能正在经历“无信贷式复苏”。居民不贷款但继续买房消费，企业不贷款但继续投资扩张。

在经历了一轮地产周期后，已经高负债的居民部门加杠杆意愿明显回落。2020-2021年每年新增贷款在8万亿左右，但2025年居民新增贷款仅4417亿元，2026年1-4月居民新增贷款-4902亿元，创历史新低，居民部门杠杆率也从此前高点的62.3%回落至2026年一季度的59%。

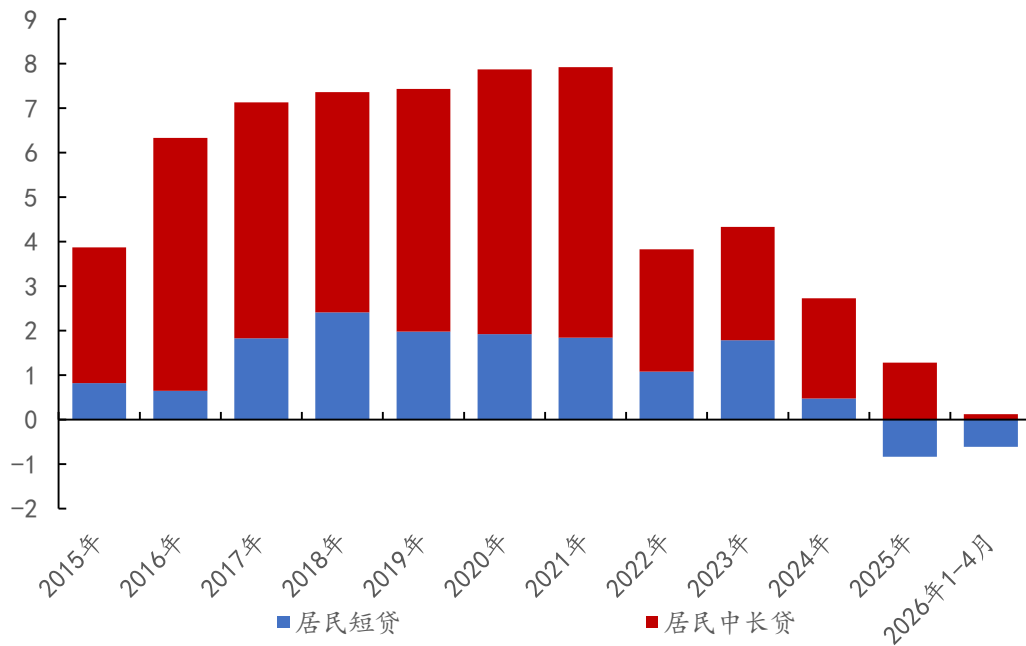
2026年房地产金三银四行情表现并不弱，但居民部门新增贷款-4902亿元，新增住房贷款-2900亿元。一是居民部门在提前还贷以降低负债，二是居民在购房时尽量提高首付比重以降低负债。2023年以来居民部门服务消费维持高位，但也未能拉动居民贷款需求持续改善。随着2022、2023年信贷高峰期投放的中长期贷款到期，后续我们可能会看到信贷增速持续下行甚至新增贷款转负，但并不意味着经济变差。

更直观的是，信贷与GDP的关系弱化：2026年4月信贷增速仅5.6%，大幅低于2022年末的11.1%。1亿元GDP所需要的新增信贷规模（新增贷款/GDP）从2023年一季度的0.19亿元震荡回落至2026年一季度0.11亿元，新增中长期贷款/GDP从2023年一季度的0.14亿元震荡回落至2026年一季度0.07亿元。因此，经济新旧切换也导致信贷数据对经济指引意义回落。

总的来看，新旧经济正在加速切换，新经济体量或已超过旧经济，负债更低、融资渠道更广的新经济的崛起弱化了金融周期与经济周期的关系。信贷数据的指引意义减弱后，经济或有望经历“无信贷式复苏”。后续可以关注金融周期变化对银行间流动性格局和货币政策框架的影响。

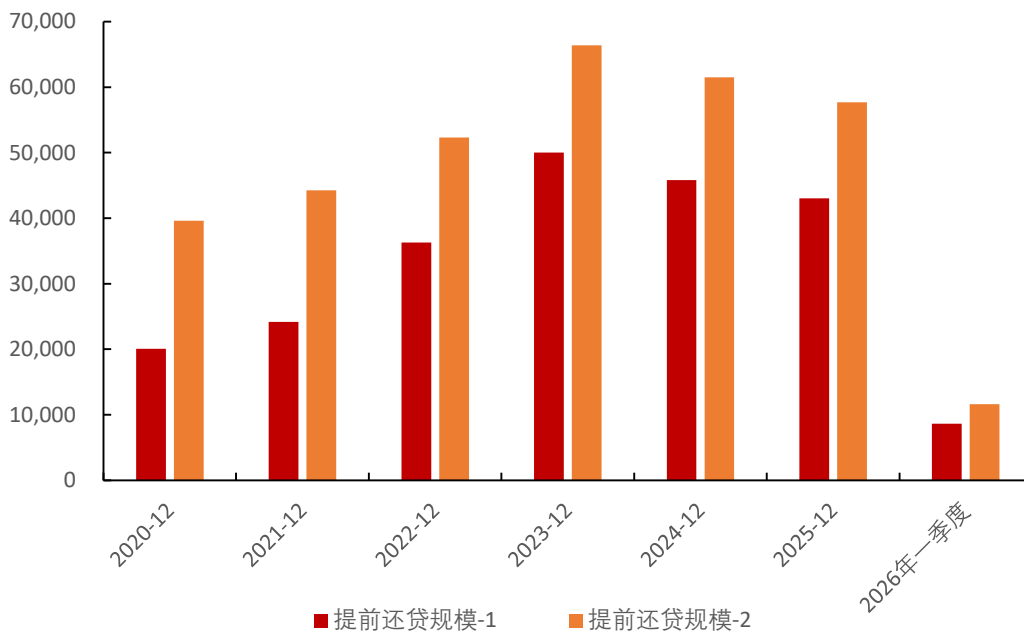


图表6：居民信贷需求明显回落（单位：%）



来源：wind, 国金证券研究所

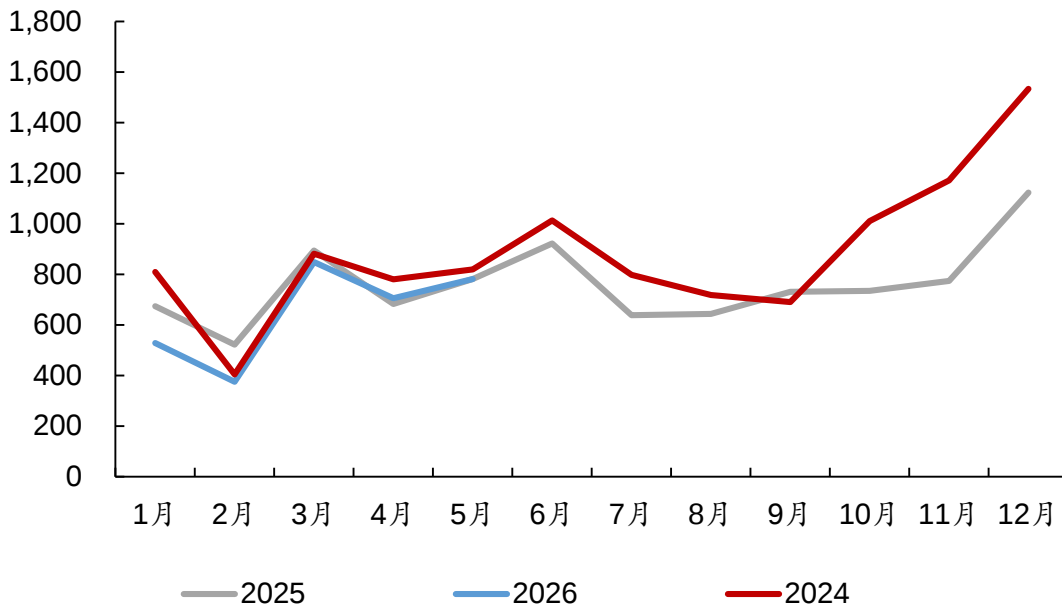
图表7：居民提前还贷（单位：亿元）



来源：wind, 国金证券研究所

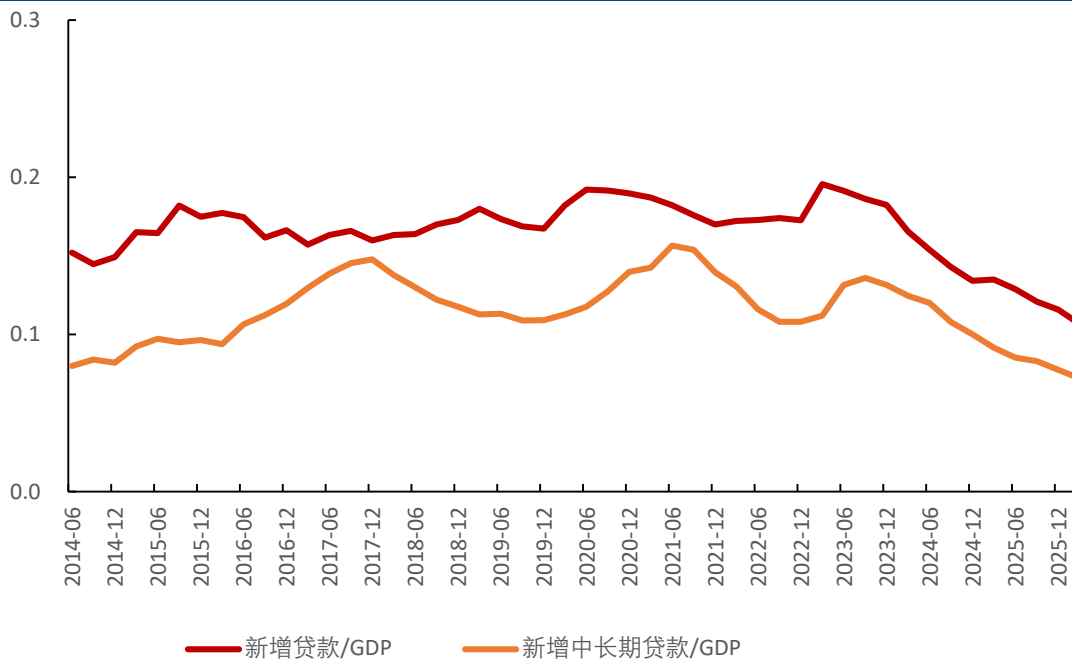


图表8：30大中城市商品房销售（单位：万平方米）



来源：wind, 国金证券研究所

图表9：单位GDP所需新增信贷规模



来源：wind, 国金证券研究所

风险提示

AI 投资后续不确定性增强，关注 AI 投资变动以及对经济、行业价格的影响。

地缘政治冲突对价格的影响或超预期，关注后续地缘政治冲突的变化和对经济的超预期影响。

对房地产和 AI 产业的估算主要基于投入产出表，或存在一定的误差。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究