

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

单纯依靠货币政策支持经济增长越来越受到限制

2022年5月14日

单纯依靠货币政策支持经济增长越来越受到限制。

——朱镕基，1998年，亚洲金融危机深度冲击中国经济背景下

- **新增信贷明显放缓，疫情影响进一步显现。**4月新增人民币贷款同比少增8246亿元，大幅低于市场预期。其中企业短贷受纾困政策的支持更明显，同比多增199亿元，是为数不多的正贡献。企业中长贷同比少增3953亿元，反映出疫情对实体经济的影响，叠加上游成本涨价因素，中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。居民贷款同比少增7453亿元，是最大拖累项，主要受疫情与房贷双重拖累，住房、消费、经营贷款全面收缩。面对4月份较大的信贷缺口，票据融资再度同比多增。
- **5、6月专项债发行或将迎万亿高峰，有望拉动社融明显增长。**4月新增社融规模同比少增9468亿元，主要受信贷拖累较大，其他项同比变化多数为正。政府债券小幅多增，表外三项降幅收窄，直接融资表现稳定。在政策靠前发力的基调下，今年以来专项债发行一再提速，按照最新要求，6月底前全年额度基本发完，5、6月专项债发行规模或均超万亿，同比大幅多增，有望拉动社融明显增长。
- **财政支出力度加大，居民企业持有存款增多。**4月受疫情影响时间更长，M2-M1增速剪刀差进一步扩大。一是居民收入增长承压，叠加疫情影响，居民储蓄率上行。二是企业尤其是中小微企业经营受困，对于未来预期谨慎，更多将存款定期化。从存款端来看，财政支出力度加大，居民企业持有存款增多。今年以来央行已上缴结存利润8000亿元，在货币政策的配合下，财政可用财力得到增强。
- **单纯依靠货币政策支持经济增长越来越受到限制。**这是1998年亚洲金融危机和特大洪涝灾害冲击之下，朱镕基总理的原话。当年上半年，货币政策实施降准降息，做出了很多努力，但并未止住经济下滑态势。今年以来，中国货币政策主动作为应对“三重压力”，在第一阶段取得了积极成效。但4月份以来，中国经济面临的内外部压力加大，货币政策能做的已越来越有限。参考1998年经验，实现全年经济增长目标，需要推出重磅增量政策。我们认为“增量政策工具”或为增发国债，大概率在下半年，规模可能超万亿，同时搭配银行贷款，重点支持基建投资。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目 录

一、新增信贷明显放缓，疫情影响进一步显现	3
二、5、6月专项债发行或将迎万亿高峰，有望拉动社融明显增长	4
三、财政支出力度加大，居民企业持有存款增多	5
四、单纯依靠货币政策支持经济增长越来越受到限制	7
风险因素	8

图 目 录

图 1: 4月新增信贷同比少增较多	3
图 2: 居民房贷、企业开发贷进一步下探	4
图 3: 2021年Q2以来疫情反复，居民经营与消费贷款增速持续下行	4
图 4: 4月新增社融受信贷拖累明显，其他分项同比变化多数为正	5
图 5: 5、6月份专项债发行规模或均超万亿，同比大幅多增	5
图 6: 4月份M2-M1增速剪刀差进一步扩大	6
图 7: 4月份财政存款同比少增，居民企业存款同比少减	6
图 8: 2022年以来财政支出加力加速	7
图 9: 1998年上半年为应对亚洲金融危机推出的政策措施	8
图 10: 1998年调整预算增发国债的程序	8

事件：

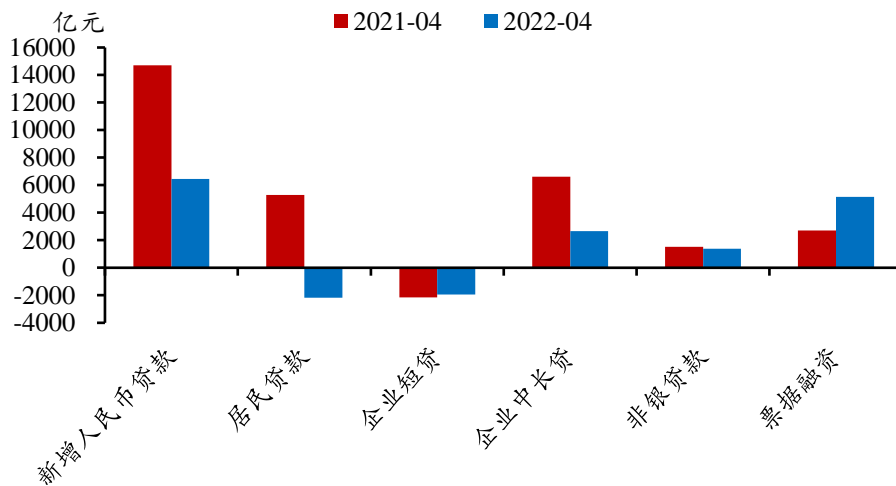
5月13日，央行公布4月金融数据：新增人民币贷款6454亿元，预期1.46万亿元，前值3.13万亿元。新增社会融资规模9102亿元，前值4.65万亿元。M2同比增长10.50%，预期9.93%，前值9.70%。

一、新增信贷明显放缓，疫情影响进一步显现

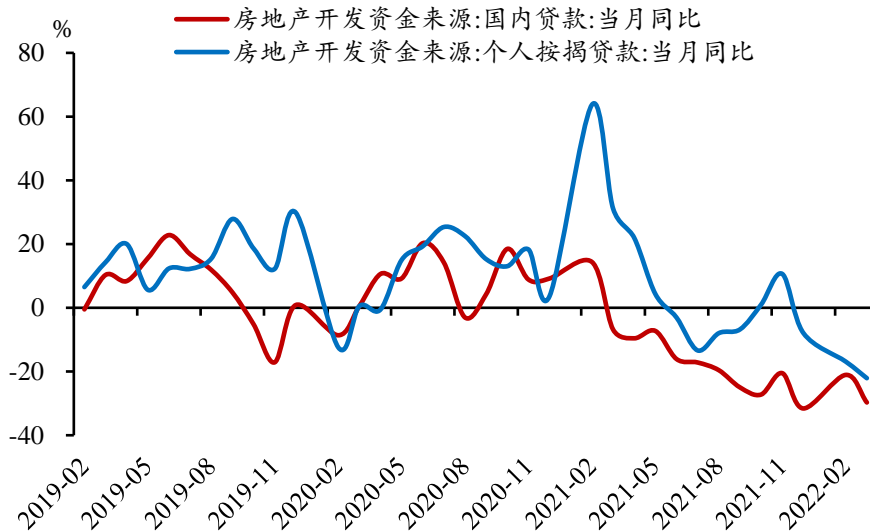
新增信贷同比少增较多，大幅低于市场预期。4月新增人民币贷款6454亿元，同比少增8246亿元，不及市场预期。分项上看：1) 企业贷款整体少增，其中短期贷款受纾困政策的支持更明显，央行引导金融机构为受疫情影响较大的行业提供差异化金融服务，支撑短期贷款同比少减199亿元，是为数不多的正贡献。中长期贷款同比少增3953亿元，反映出疫情对实体经济的影响进一步显现，叠加上游成本涨价因素，中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。2) 居民贷款同比少增7453亿元，是最大拖累项，且央行十分少见地未披露短期、中长期分项情况。3) 票据融资同比多增2437亿元，面对4月份较大的信贷缺口，银行做多票据以填充信贷规模。

居民贷款受疫情与房贷双重拖累，住房、消费、经营贷款全面收缩。按照央行披露的数据，4月居民住房贷款减少605亿元，同比少增4022亿元。在房价边际下降的情况下，居民购房意愿偏弱，叠加受疫情封控影响，居民看房、购房受限，房贷需求持续下滑。销售的疲软同时还限制了房地产投资的能力，导致居民房贷、企业开发贷进一步下探（图2），房地产市场预期尚未转正。此外，4月居民消费贷款减少1044亿元、同比少增1861亿元，经营贷款减少521亿元、同比少增1569亿元，主要是受到疫情影响，居民消费需求被压制，经营活动受限。

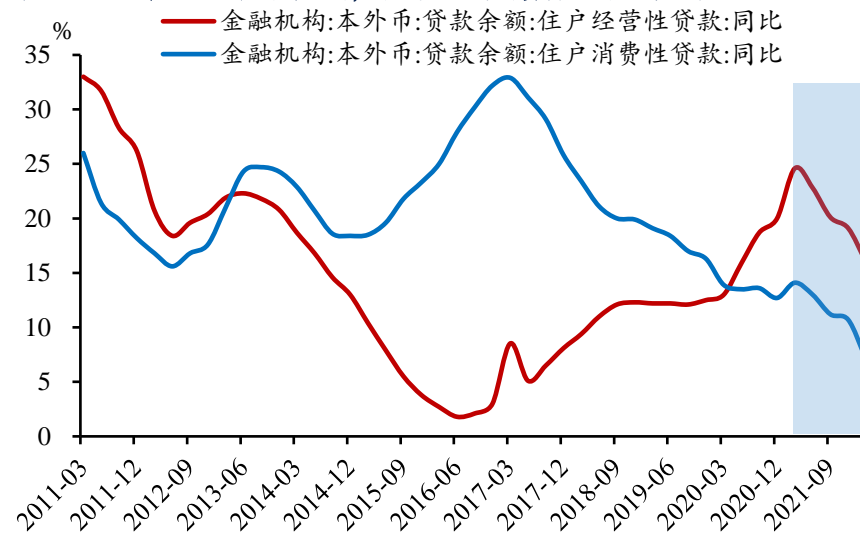
图 1：4月新增信贷同比少增较多



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：居民房贷、企业开发贷进一步下探


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

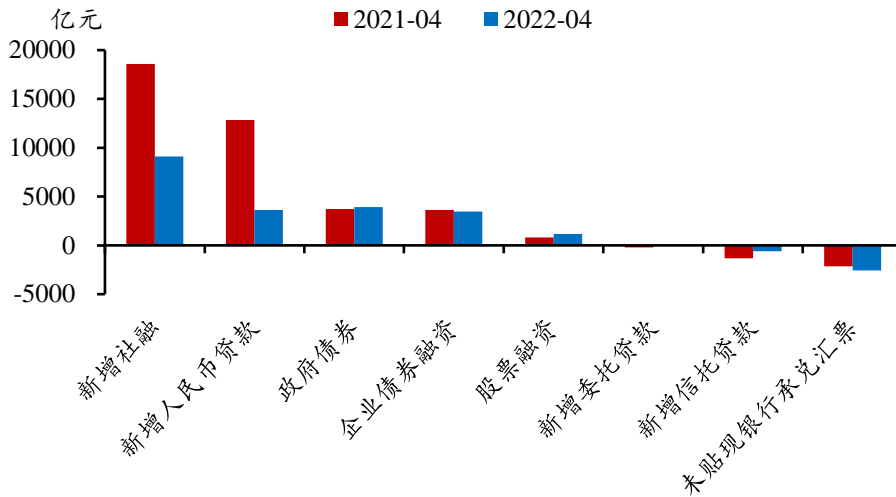
图 3：2021 年 Q2 以来疫情反复，居民经营与消费贷款增速持续下行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

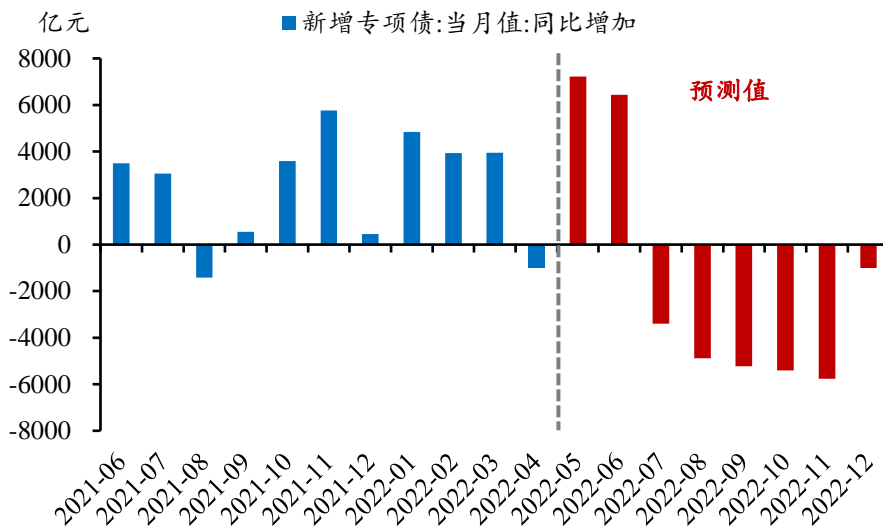
二、5、6 月专项债发行或将迎万亿高峰，有望拉动社融明显增长

新增社融受信贷拖累明显，其他分项同比变化多数为正。4 月新增社融规模 9102 亿元、同比少增 9468 亿元，社融存量增速 10.2%、边际回落 0.4 个百分点。分项上看，主要是新增信贷拖累较大，其他项多数保持增长。4 月份专项债发行规模明显下降，政府债券同比小幅多增 173 亿元。表外融资三项降幅收窄，对社融的拖累有所缓解，合计同比少减 519 亿元。直接融资较为稳定，企业债融资同比少增 145 亿元，股票融资同比多增 352 亿元。

5、6 月专项债发行或将迎万亿高峰，有望拉动社融明显增长。在政策靠前发力的基调下，今年以来专项债发行一再提速。3 月 29 日国常会要求，去年下达的提前批额度 5 月底前发行完毕，全年额度 9 月底前发行完毕。4 月中旬，监管部门要求加快发行进度，6 月底前完成大部分发行工作。5 月初，监管要求进一步提速，全年额度于 6 月底前基本发完。按照最新节奏，5、6 月专项债发行规模或均超万亿，同比大幅多增，有望拉动社融明显增长。

图 4：4 月新增社融受信贷拖累明显，其他分项同比变化多数为正


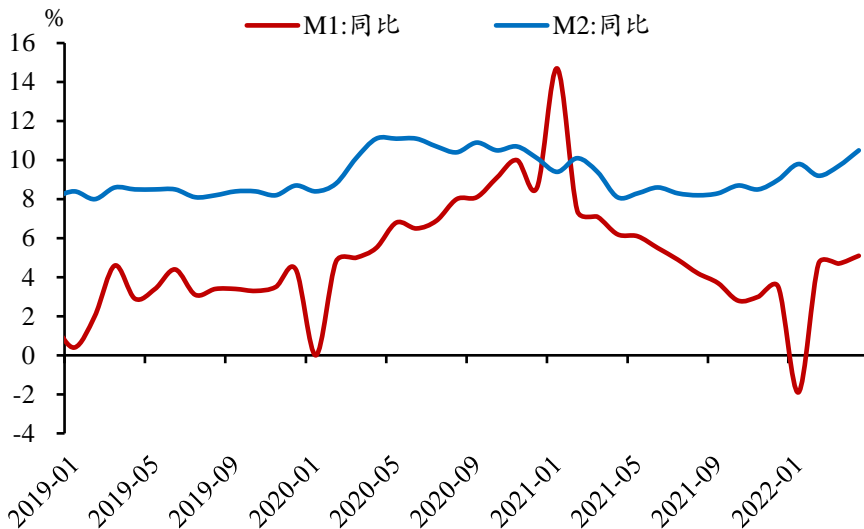
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：5、6 月份专项债发行规模或均超万亿，同比大幅多增


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、财政支出力度加大，居民企业持有存款增多

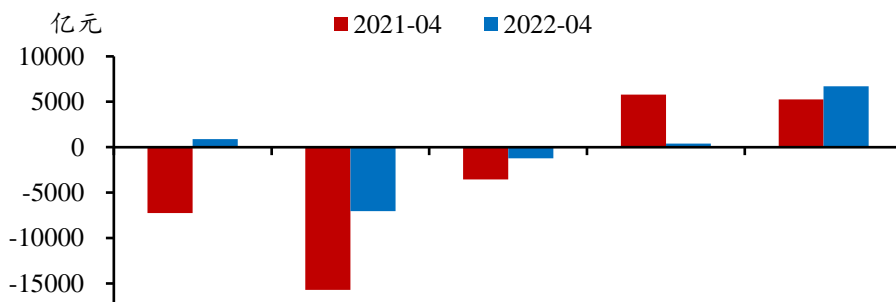
4 月受疫情影响时间更长，M2-M1 增速剪刀差进一步扩大。4 月份 M1、M2 增速分别达 5.1%、10.5%，分别较上月提升 0.4、0.8 个百分点，二者增速剪刀差扩大至 5.4%，反映出疫情影响下资金活跃度边际转弱。一是居民收入增长尚未恢复至疫情前，叠加疫情管控下消费活动受限，居民储蓄率上行，投资与消费情绪降温。二是企业尤其是中小微企业经营困难增多，对于未来预期谨慎，更多将存款定期化。

图 6：4 月份 M2-M1 增速剪刀差进一步扩大


资料来源: Wind. 信达证券研发中心

财政支出力度加大，居民企业持有存款增多。从存款端来看，受税期因素影响，4 月份居民、企业存款均呈现为减少，但分别较去年同期少减 8677 亿元、2346 亿元。财政存款增加 410 亿元，同比少增 5367 亿元。2022 年 1-4 月合并来看，居民和企业存款分别增加 7.12 万亿元和 1.27 万亿元，分别比上年同期多增 2.01 万亿元和 1.37 万亿元。体现出财政支出力度加大，在新一轮减税降费、助企纾困的支持下，居民企业持有的存款增多，有利于经济稳定。

货币和财政政策协同发力，央行加快上缴结存利润，直接增强财政可用财力。2022 年以来央行已上缴结存利润 8000 亿元，全年上缴利润超 1.1 万亿元，与财政靠前发力形成良好配合。截至 3 月末，全国一般公共预算支出同比增长 8.3%，明显提速。列入政府性基金预算的专项债支出明显快于上年，3 月末全国政府性基金支出同比增长 43%。

图 7：4 月份财政存款同比少增，居民企业存款同比少减


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_41781



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>