

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：

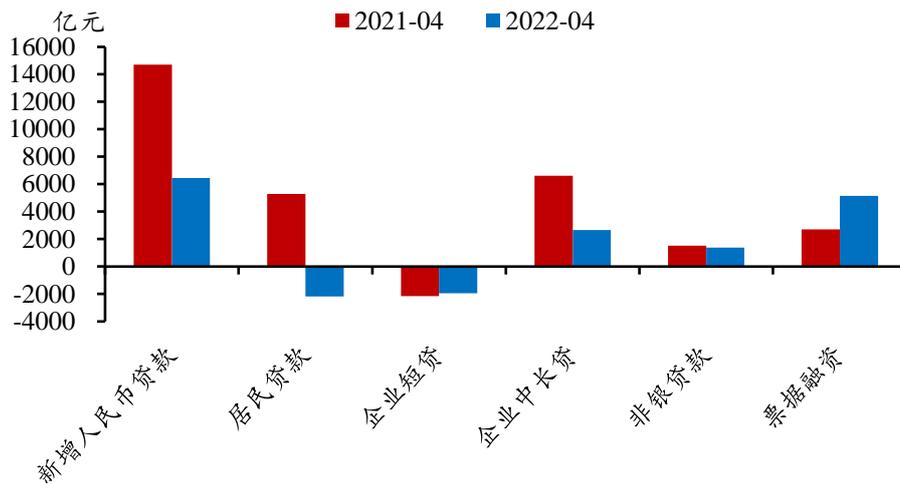
5月13日，央行公布4月金融数据：新增人民币贷款6454亿元，预期1.46万亿元，前值3.13万亿元。新增社会融资规模9102亿元，前值4.65万亿元。M2同比增长10.50%，预期9.93%，前值9.70%。

一、新增信贷明显放缓，疫情影响进一步显现

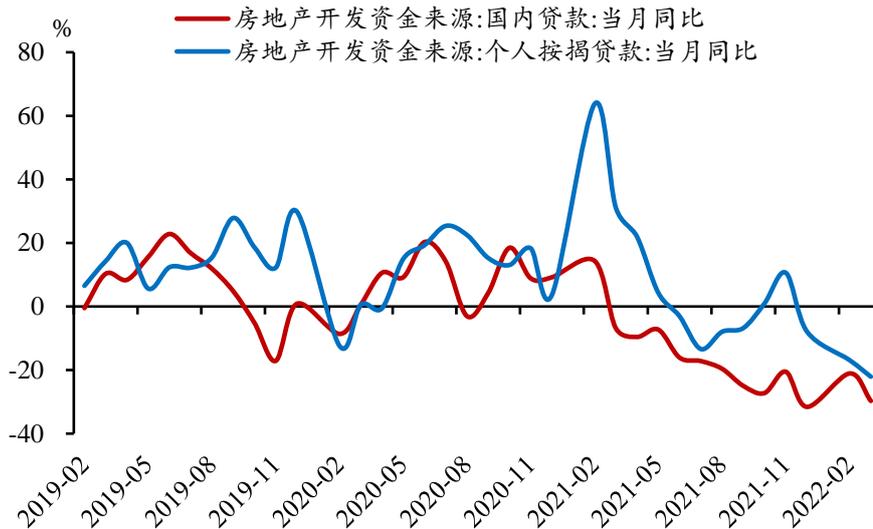
新增信贷同比少增较多，大幅低于市场预期。4月新增人民币贷款6454亿元，同比少增8246亿元，不及市场预期。分项上看：1) 企业贷款整体少增，其中短期贷款受纾困政策的支持更明显，央行引导金融机构为受疫情影响较大的行业提供差异化金融服务，支撑短期贷款同比少减199亿元，是为数不多的正贡献。中长期贷款同比少增3953亿元，反映出疫情对实体经济的影响进一步显现，叠加上游成本涨价因素，中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。2) 居民贷款同比少增7453亿元，是最大拖累项，且央行十分少见地未披露短期、中长期分项情况。3) 票据融资同比多增2437亿元，面对4月份较大的信贷缺口，银行做多票据以填充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

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。

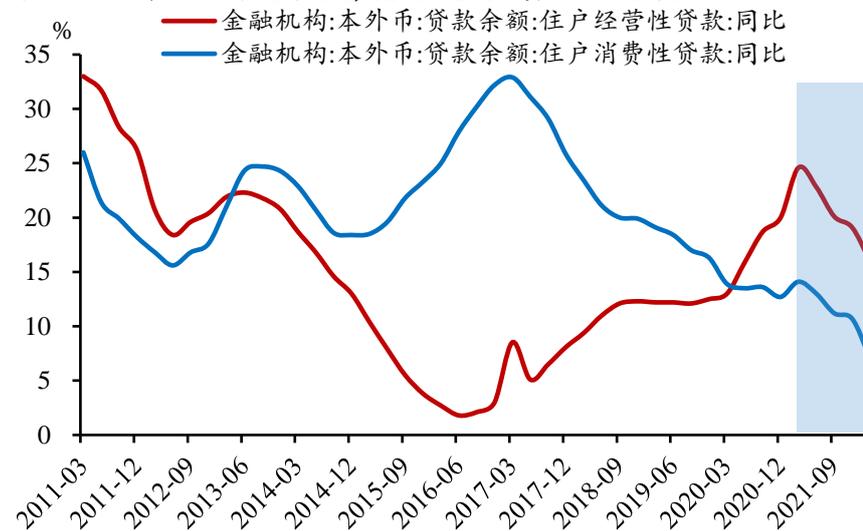
图 1：4月新增信贷同比少增较多



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

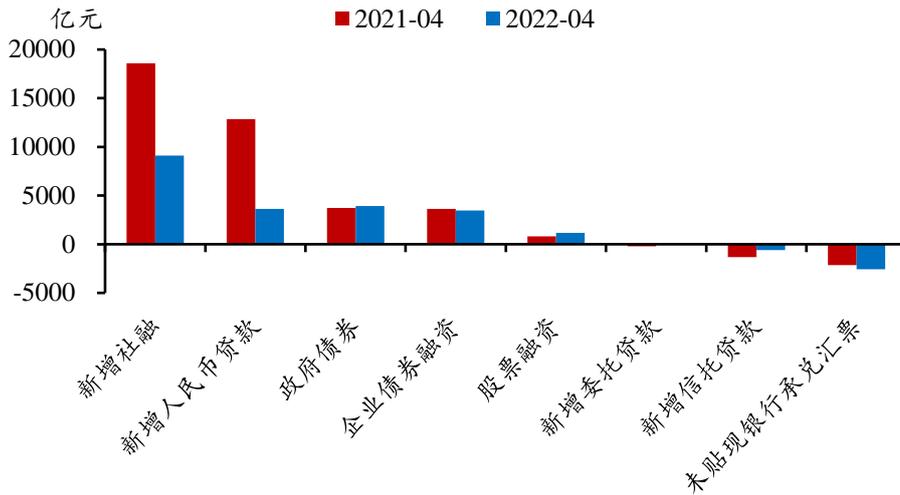
图 3：2021 年 Q2 以来疫情反复，居民经营与消费贷款增速持续下行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

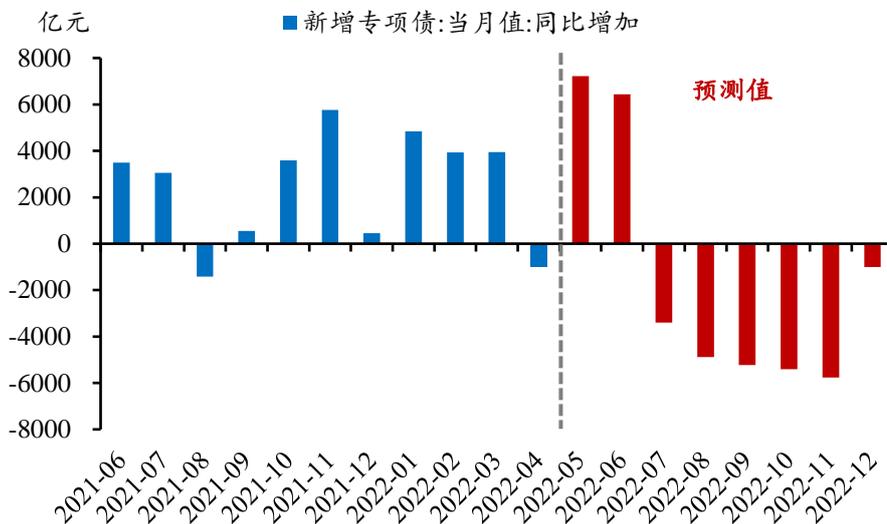
二、5、6 月专项债发行或将迎万亿高峰，有望拉动社融明显增长

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


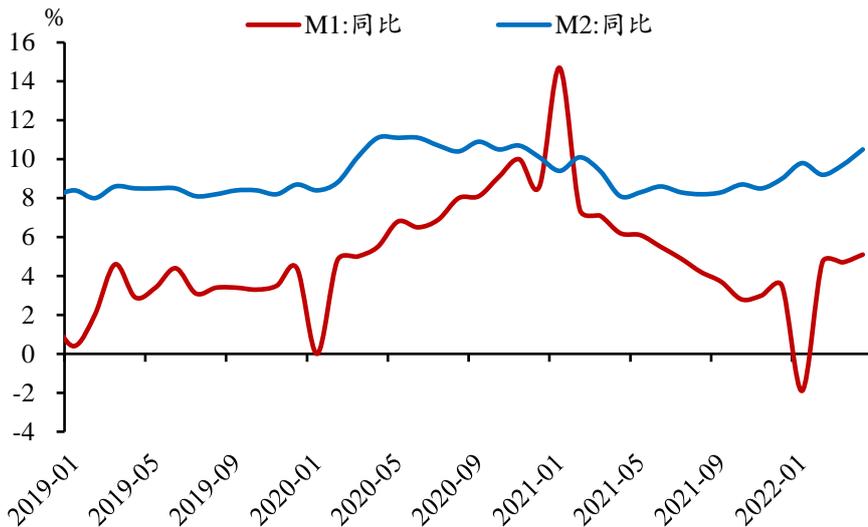
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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

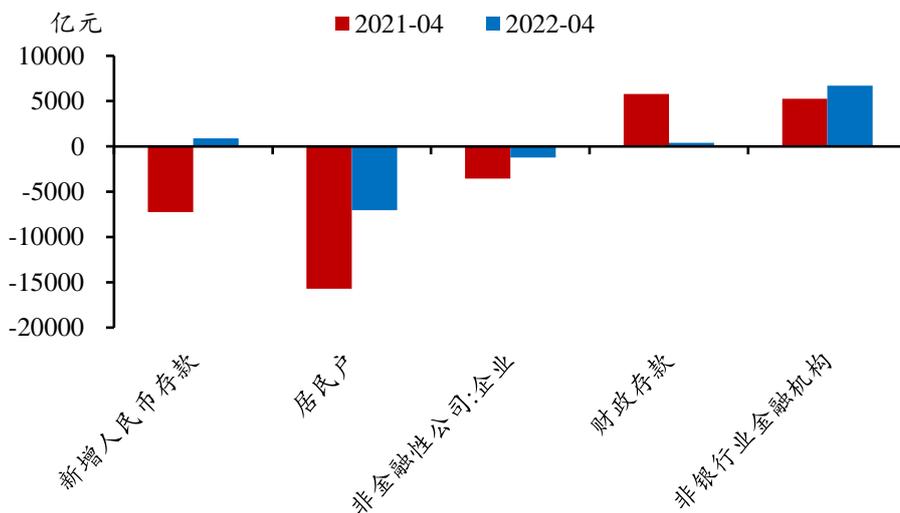
4 月受疫情影响时间更长，M2-M1 增速剪刀差进一步扩大。4 月份 M1、M2 增速分别达 5.1%、10.5%，分别较上月提升 0.4、0.8 个百分点，二者增速剪刀差扩大至 5.4%，反映出疫情影响下资金活跃度边际转弱。一是居民收入增长尚未恢复至疫情前，叠加疫情管控下消费活动受限，居民储蓄率上行，投资与消费情绪降温。二是企业尤其是中小微企业经营困难增多，对于未来预期谨慎，更多将存款定期化。

图 6：4 月份 M2-M1 增速剪刀差进一步扩大


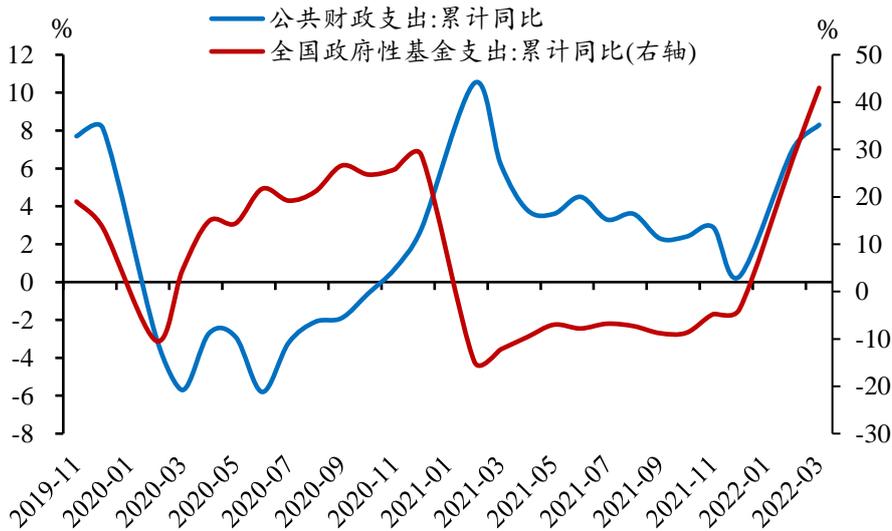
资料来源: Wind. 信达证券研发中心

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


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：2022 年以来财政支出加力加速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、单纯依靠货币政策支持经济增长越来越受到限制

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。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。1-3 月信贷社融均实现增长，实体企业降成本稳步推进，贷款利率稳中有降。4 月份以来，中国经济压力加大，内部受疫情冲击，外部面临地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策。在这样的背景之下，货币政策能做的已越来越有限。

实现全年经济增长目标，需要推出重磅增量政策。应对当前局面，值得总结借鉴 1998 年的经验，即“采取更加积极有力的财政政策，扩大国债发行规模，进一步增加基础设施建设资金的投入，带动银行信贷的支持，具有易操作、见效快的特点”。当年下半年增发 1000 亿国债，同时配套 1000 亿银行贷款，全部用于基建，支撑经济强力回升，接近实现全年预定目标。

我们认为 4.29 政治局会议提到的“增量政策工具”或同样为增发国债，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。一方面，预算草案的编制时间早于 3 月中下旬爆发的疫情，故其对应的是疫情不严重情况下的财政安排。另一方面，今年专项债发行前置，若在下半年使用“增量政策工具”，可有力支持四季度项目建设，使全年基建投资都具备强度。

图 9：1998 年上半年为应对亚洲金融危机推出的政策措施

1998年	财政政策	货币政策
1月1日	国家鼓励发展的国内投资和外商投资项目进口设备，在 规定范围内，免征关税和进口环节增值税	经国务院批准， 中国人民银行从即日起，取消对国有商业银行贷款规模的限额控制 ，逐步推行资产负债比例管理和风险管理。
2/2; 2/4	对纺织原料及制品的 出口退税率提高到11% 。	确保支农信贷资金来源，加大农业信贷投入。 国家银行新增支持农业发展的贷款不低于新增全部贷款的10% 。
3月21日		中国人民银行自即日起改革金融机构存款准备金制度。改革的主要内容是：1.将现行各金融机构法定存款准备金账户和备付金存款账户合并，统称存款准备金账户； 法定存款准备金率由13%下调到8% ；2.降低中央银行对金融机构存、贷款利率。
3月25日		中国人民银行自即日起再次下调金融机构存、贷款利率， 存款年利率平均下调0.16个百分点；贷款利率平均下调0.6个百分点 。
5月26日		恢复以国债回购为主要形式的公开市场操作 。到年底累计向商业银行融出资金1761亿元，净投放基础货币701亿元。

资料来源：《中国财政年鉴》、《中国金融年鉴》、央行官网整理，信达证券研发中心

图 10：1998 年调整预算增发国债的程序

1998年	文件	内容
8月20日	《国务院关于提请审议财政部增发国债用于加快基础设施建设和今年中央财政预算调整方案草案的议案》	朱镕基总理在介绍当时经济形势后，说明了积极财政的可行性和必要性，提出 拟由财政部向国有商业银行发行1000亿元国债 ，并介绍所筹资金的基本用途和使用方法等。
8月26日	《关于提请审议增发国债用于加快基础设施建设和今年中央财政预算调整方案草案议案的说明》	财政部部长项怀诚于8月26日在第九届全国人民代表大会常务委 员会第四次会议上 在分析经济形势后进一步强调增发1000亿国债的必要性，并强调所筹资金的使用原则和项目安排重点 。
8月27日	全国人民代表大会财政经济委员会关于《国务院关于提请审议财政部增发国债用于加快基础设施建设和今年中央财政预算调整方案草案的议案》的审查报告	全国人民代表大会财政经济委员会向全国人大常委会介绍了国务院提出的增发1000亿元国债的方案后 肯定了此方案是可行的，对安排的项目做出了具体的要求 。
8月29日	《全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发今年国债和调整中央财政预算方案的决议》	第九届全国人民代表大会常务委 员会第四次会议，审议了国务院提请审议的增发国债、调整预算的议案。 会议决定批准1998年中央财政预算调整方案，并严格说明了新增资金的使用规范 。

资料来源：《中国财政年鉴》，信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，政策推进不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。