

宏观动态跟踪报告

“稳信用”再考察

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



货币政策需在稳定下半年货币信用环境、支持经济增长动能恢复上发挥更大作用。本文首先分析2022年上半年“稳信用”的特点，而后探讨2022年下半年货币政策“稳信用”的三个着眼点，最后对2022年社融增速做出展望。

- **2022年前5个月的“稳信用”一波三折。**社会融资规模的同比增量主要源于财政“前置发力”、企业债融资偏强、金融监管力度的边际松动，而众望所盼的表内信贷仍呈颓势。表内信贷结构呈现三大特点：一是，短贷票据冲量。二是，绿色领域贷款同比大幅多增，是企业中长期贷款投放的重要支撑。三是，房地产相关贷款收缩，是表内信贷最严重的拖累因素。
- **稳信用着眼点一：降成本刺激需求。**下半年“降成本”或从以下几个方面着手：**首先是“降准”，**存款准备金率或有0.25-0.5个百分点的下调空间，有助于带动LPR贷款利率报价再下行5bp。**其次是改革，**存款利率市场化改革机制的进一步完善，或将有助于推动贷款利率下行10-20bp。**最后是直接调降MLF政策利率，**面临“物价”和“汇率”两大掣肘，必要时可能“相机抉择”适度调降。**此外，**央行或倾向于缓解商业银行的资本约束，巩固银行让利实体经济的成效。
- **稳信用着眼点二：重点领域做抓手。**绿色与科技创新领域内生动能较强、传统基建逆周期调节的必要性提升，三者既是“稳增长”的重点领域，又是央行推动“稳信用”、投放企业中长期贷款的抓手。展望下半年：**在科技创新和绿色领域，**再贷款工具或倾向“抓落地”，如资金投放不及预期，亦有提升资金支持比例、推广适用领域等优化拓展的空间。**在传统基建领域方面，**政策性银行新增的8000亿元贷款额度支持值得期待，如其中5000亿投向于基础设施领域，约可提振基建投资增速2.65个百分点。
- **稳信用着眼点三：薄弱环节强托底。**一是，加大对普惠小微领域支持力度。完善金融服务普惠小微相关机制的同时，支农支小再贷款利率有望进一步下调10-25bp。二是，定向支持疫情中受损的相关行业及产业。推动1000亿元交通物流专项再贷款尽快落地，增加民航应急贷款额度1500亿元等。三是，加大对房地产贷款投放的托底力度，实现居民、房企的“稳杠杆”。
- **预计2022年新增社融32.7万亿，增速约为10.3%，7月份达到10.8%高点后趋于回落。**背后的假设是下半年经济温和复苏，无新增政府债融资额度和超预期货币政策工具支持，且房地产销售全年下滑20%左右。不过，下半年社融增速的回落主要由政府债的错位发行导致，表内贷款尤其是企业中长期贷款的增速在稳信用措施发力下有望平稳回升，支撑国内经济的渐进修复。而对股票市场而言，中长期贷款所代表的稳信用指示意义较社融增速更强，随着中长期贷款增速的见底，近期股票市场的反弹有望维持。
- **风险提示：**稳增长力度不及预期，疫情风险再度抬头，房地产市场修复不及预期，海外金融市场超预期波动等。

正文目录

一、	2022 上半年“稳信用”的特点.....	4
二、	着眼点一：“降成本”激发需求.....	6
三、	着眼点二：重点领域做抓手.....	9
四、	着眼点三：薄弱环节强托底.....	10
五、	2022 年社融增速展望.....	12

图表目录

图表 1	2022 年 1-5 月社会融资规模的同比增量主要源于政府债发行前置	4
图表 2	1-5 月信贷受企业短期贷款和票据融资的支撑	5
图表 3	1-5 月短期贷款及票据融资占人民币贷款的 41.6%	5
图表 4	2022 年一季度，中长期贷款的增量主要源于绿色领域	5
图表 5	2022 年一季度上市民企 ROIC 与国业倒挂	6
图表 6	一季度上市民企 ROIC 相比一般贷款利率低 53bp	6
图表 7	2022 年上半年，MLF 政策利率调降，金融市场利率下行	7
图表 8	2019 年以来农商行息差水平较快下滑	7
图表 9	2018 年以来银行净息差高出不良贷款率 28.7bp	7
图表 10	2022 年 8-12 月的 MLF 到期规模均超 5000 亿元	8
图表 11	部分银行的定期存款利率仍有压降空间	8
图表 12	“双碳”目标确定后，绿色贷款增速较快提升	9
图表 13	高技术产业增加值增速高于制造业整体	9
图表 14	预计 2022 年政策性银行新增贷款 2.5 万亿左右	10
图表 15	截止 2021 年末国开行贷款半数投向基建相关行业	10
图表 16	普惠型小微企业贷款增速近四个季度连续下滑	11
图表 17	支农支小再贷款利率往往较 LPR 更大幅度下调	11
图表 18	各项再贷款工具的发放利率与资金支持比例	11
图表 19	未来个人住房贷款利率有望进一步下行	12
图表 20	下半年居民中长期贷款的同比增量有望转正	12
图表 21	2022 年末社融同比增速中性情形或可达 10.3%	13
图表 22	中性情形下，2022 年社会融资增量拆分（预测）	13
图表 23	中长期贷款增速企稳后，A 股或有反弹	13

2022 年以来，中国经济所面临的内外部环境更趋复杂，疫情冲击、地产下坠、俄乌冲突、美联储激进加息等多重因素影响叠加。前 5 个月的社会融资规模增速“一波三折”，背后是实体经济融资需求不足，金融机构的信贷投放缺乏抓手。在二季度中国经济“努力实现正增长”的情况下，实现全年 5.5% 的经济增速目标面临极大挑战，货币政策需要在稳定下半年货币信用环境、支持经济增长动能恢复上发挥更大作用。

本文首先分析 2022 年上半年“稳信用”的特点，而后探讨 2022 年下半年货币政策“稳信用”的三个着眼点，最后对 2022 年社融增速做出展望。

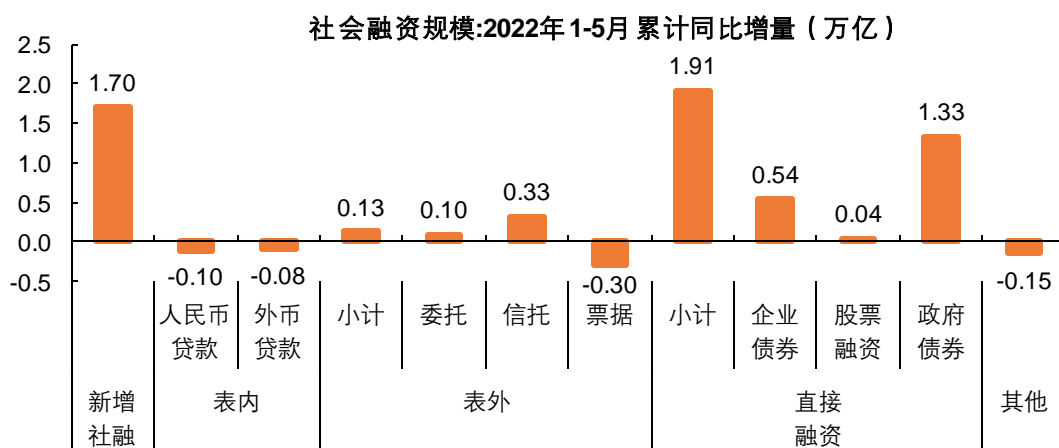
一、2022 上半年“稳信用”的特点

2022 年前 5 个月的“稳信用”可谓一波三折。二季度以来，经济下行压力骤增，导致实体经济融资需求不足。尽管金融机构继续加大对实体经济的支持力度，但信贷投放因缺乏抓手而几度呈现“上月冲量、下月回落”的态势。

结构上，1-5 月社会融资规模的同比增量主要源于财政“前置发力”、企业债融资偏强、金融监管力度的边际松动，而众望所盼的表内信贷仍呈颓势。

- **表内信贷**，1-5 月社融口径新增人民币贷款同比累计少增 1031 亿元，新增外币贷款同比累计少增 829 亿。
- **直接融资**，1-5 月直接融资同比增量达 1.91 万亿，其中，政府债券受财政“前置发力”影响同比多增 1.33 万亿，产业债和绿色债券带动企业债券同比多增 0.54 万亿，非金融企业股票融资略有增量。
- **表外融资**，前 5 个月继续减少，但其压降幅度弱于去年同期。其中，委托贷款、信托贷款同比分别少减 0.1、0.33 万亿，体现出在经济下行压力加大、资管新规过渡期基本结束之后，金融监管的力度边际趋缓；表外未贴现票据同比少增，一定程度上或受表内票据“冲量”的挤压。

图表1 2022 年 1-5 月社会融资规模的同比增量主要源于政府债发行前置

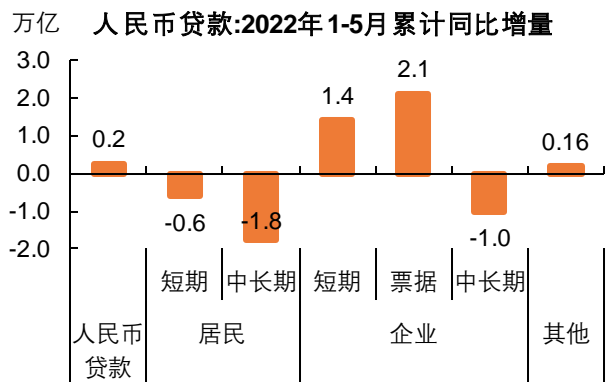


资料来源: Wind, 平安证券研究所

表内信贷总量偏弱，结构上呈现出三大特点：

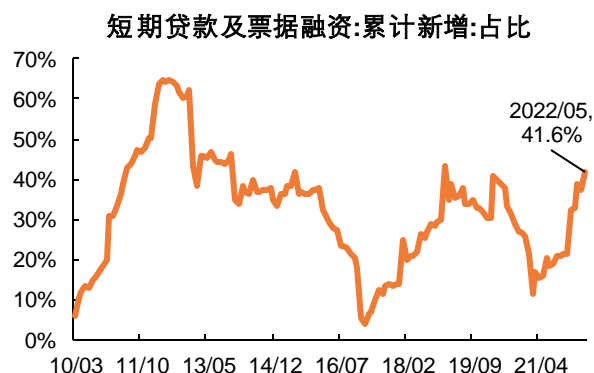
一是，**短贷票据冲量**。1-5 月新增人民币贷款中，企业短期贷款及票据融资的占比高达 41.6% (相比 2021 年全年提升了 20.1 个百分点)，贡献了 3.5 万亿的同比增量；而企业中长期贷款、居民中长期贷款和居民短期贷款投放疲弱，同比分别少增 1.0 万亿、1.8 万亿和 0.6 万亿。也就是说，表内信贷的“稳”源于银行依靠票据、短贷等的冲量行为，中长期信贷投放的成色仍显不足。

图表2 1-5月信贷受企业短期贷款和票据融资的支撑



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 1-5月短期贷款及票据融资占人民币贷款的 41.6%

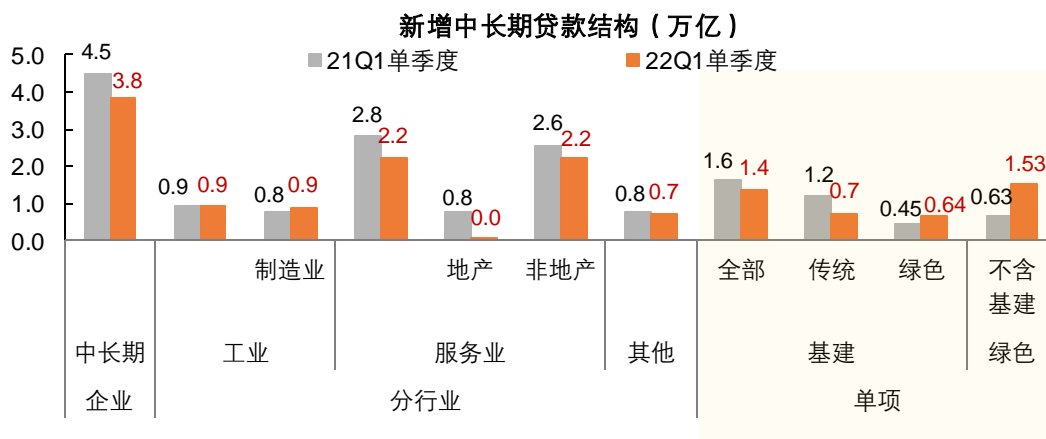


资料来源: Wind,平安证券研究所

二是，绿色领域贷款同比大幅多增，是企业中长期贷款投放的重要支撑。从2022年一季度金融机构贷款投放数据看，绿色领域贷款的同比增量达1.1万亿，尤其是与碳减排支持工具相契合的不含基建的绿色贷款同比多增0.9万亿。绿色领域相关项目周期较长，贷款的期限通常也偏长，2022年一季度绿色贷款累计投放2.2万亿，占到企业中长期贷款的56.7%，对企业中长期贷款的投放构成了较强的支撑。

三是，房地产相关贷款收缩，是表内信贷最严重的拖累因素。2022年一季度末，房地产企业人民币贷款持平于去年四季度末，相比2021年一季度同期少增了0.8万亿。2022年1-5月，居民中长期消费贷款同比大幅收缩了1.64万亿，其中个人住房贷款的占比约为84%（2021年末数据），个人住房贷款投放不足是居民信贷的重要拖累因素。

图表4 2022年一季度，中长期贷款的增量主要源于绿色领域



资料来源: Wind,平安证券研究所

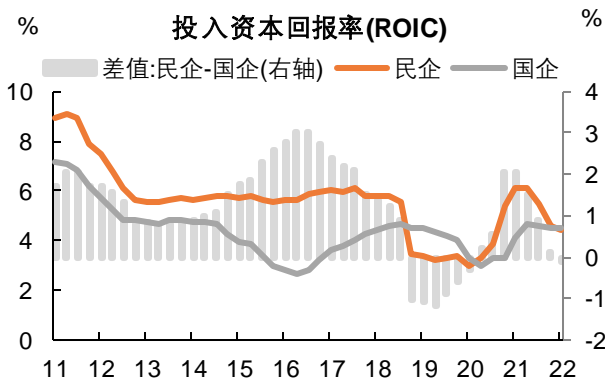
为此，央行开始更加注重贷款增长的质量和持续性。5月9日发布的一季度货币政策执行报告中，将“引导金融机构有力扩大信贷投放”改为“引导金融机构合理投放贷款”。5月13日和6月2日新闻发布会，央行均强调了“增强信贷总量增长的稳定性”。

结合年初以来信贷投放的特点，我们认为下半年“稳信用”或将从三个方面着力：一是“降成本”激发贷款需求；二是以重点领域的贷款投放为抓手，加大中长期贷款的投放力度，尤其是支持绿色领域和科技创新相关贷款投放；三是薄弱环节强托底，助力经济走出“疫情底”、“地产底”。

二、着眼点一：“降成本”激发需求

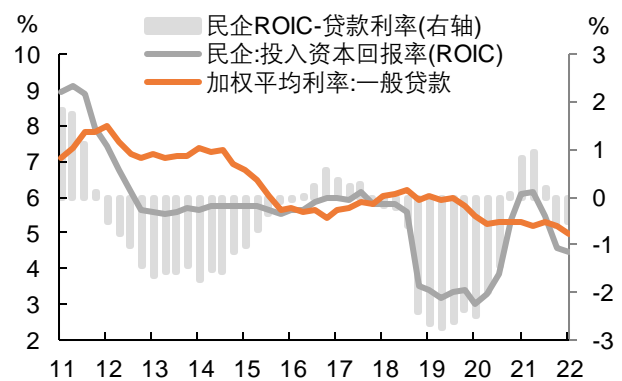
年初以来，我国经济所面临的三重压力并未消退，这使得企业投资回报率进一步走低。特别是，多处于产业链中下游的民营企业，面临着更大压力。一季度上市民营企业的投入资本回报率比国有企业低 0.1 个百分点，相比于金融机构的贷款利率低 53bp。二季度以来，在经济失速下滑的情况下，企业投入资本回报率可能已进一步下滑。

图表5 2022 年一季度上市民企 ROIC 与国业倒挂



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表6 一季度上市民企 ROIC 相比一般贷款利率低 53bp



资料来源：Wind,平安证券研究所

企业融资需求受融资成本与投资回报率的影响，“降成本”有助于刺激贷款需求。当企业投入资本回报率高于贷款利率时，企业在经营和投资过程中“加杠杆”有利可图，融资需求也相对旺盛。

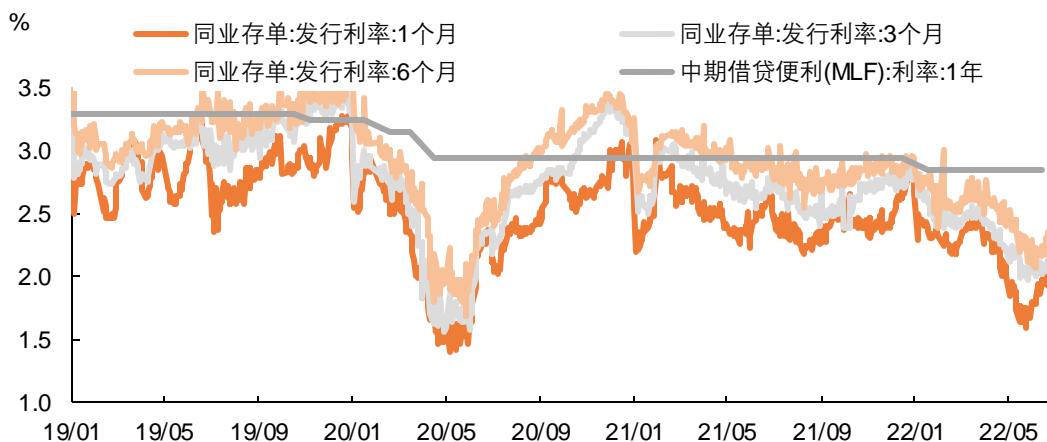
我们从银行角度出发将贷款利率的决定因素进行拆解。首先，可以将贷款利率拆分为风险溢价与 LPR 报价。其中，LPR 报价受银行息差和银行负债成本的影响，而银行负债成本又可以进一步拆解为存款利率、高成本负债占比、金融市场利率三个方面。具体地：

$$\begin{aligned} \text{贷款利率} &= \text{风险溢价} + \text{LPR 报价} \\ &= \text{风险溢价} + (\text{银行息差} + \text{银行负债成本}) \\ &= \text{风险溢价} + [\text{银行息差} + (\text{高成本负债占比} * \text{金融市场利率} + (1 - \text{高成本负债占比}) * \text{存款利率})] \end{aligned}$$

对应于上半年，央行主要从以下途径实现降低实际贷款利率：

一是，调降 MLF 政策利率 10bp，带动金融市场利率下行。央行 1 月同步下调 MLF 和 OMO 政策利率各 10bp，同时保持货币市场流动性合理充裕，带动金融市场利率下行，助力商业银行同业负债“降成本”。以同业存单发行利率看，2022 上半年 1-6 个月期限的商业银行存单利率较 2021 年下半年降低了 30bp 左右，有效降低了商业银行融资成本。

图表7 2022年上半年,MLF政策利率调降,金融市场利率下行

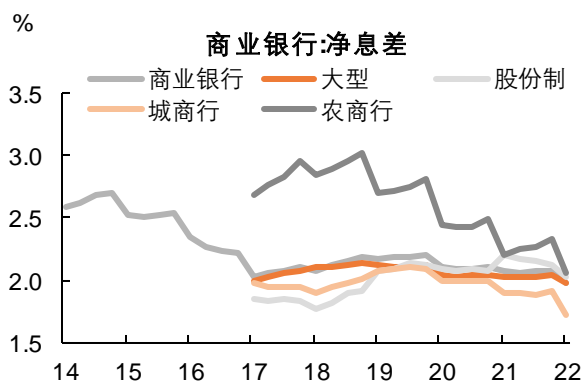


资料来源: Wind,平安证券研究所

二是,全面+定向“降准”各 25bp,并推动存款利率市场化改革,通过缓释商业银行的成本压力促进贷款利率下行。一方面,央行自4月25日起全面降准0.25个百分点,对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行额外多降0.25个百分点,共释放长期资金约5300亿元,预计降低金融机构资金成本每年约65亿元。另一方面,2022年4月,央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制,要求自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率,合理调整存款利率水平。这使得4月最后一周全国金融机构新发生存款加权平均利率较前一周下降10个基点,为2.37%。

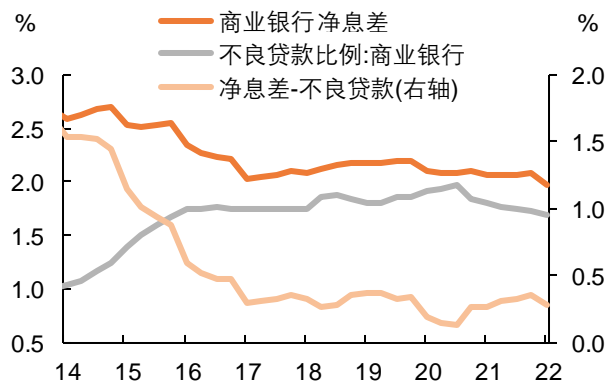
三是,推动金融机构让利实体经济,降低银行净息差。2022年一季度,商业银行净息差降至1.97%,较2021年同期低10bp,创2010年以来的统计低点。不过,后续银行净息差的压降空间可能较为有限:一方面,近年来金融机构让利过程中,此前高息差的农商行息差下滑最为明显。农商行净息差从2018年末的3.02%收窄至今年一季度的2.06%,与国有大行的差值从88bp降至了8bp,后续进一步大幅压缩的难度加大。另一方面,合理的净息差有助于商业银行长期稳健经营。商业银行不良贷款率一定程度上体现了贷款的损失风险。2018年以来,我国商业银行净息差平均高出不良贷款率28.7bp,这部分利差还需涵盖贷款过程中的其他费用、以及银行的合理利润。今年一季度商业银行的不良贷款率约为1.69%,净息差的下行或难以突破不良贷款率的“底”。

图表8 2019年以来农商行息差水平较快下滑



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 2018年以来银行净息差高出不良贷款率 28.7bp



资料来源: Wind,平安证券研究所

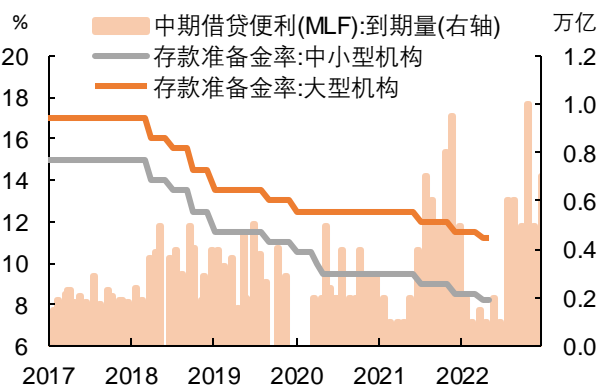
展望下半年，“降成本”或从以下几个方面着手：

首先是降准，下半年存款准备金率或有 0.25-0.5 个百分点的下调空间，叠加 4 月“全面+定向”降准各 25bp，有助于带动 LPR 贷款利率报价再下行 5bp。降准对于“降成本”的效用体现在，维持合理充裕的流动性环境和降低商业银行的负债成本。2021 年我国 9.0% 的 M2 同比增速中，货币乘数的贡献达到 9.3 个百分点，降准正是作用于货币乘数的提升。2022 年以来，央行上缴财政 1.1 万亿利润，设置各类再贷款工具，可增加基础货币的投放规模；但与此同时我国出口下行压力已然显现，外汇占款所派生的基础货币或有缩量。要保持大致平稳的 M2 增速，存款准备金率仍有 0.25-0.5 个百分点的下调空间。同时，降准在置换 MLF、降低商业银行负债成本方面也有积极的效果。我们估算，存款准备金率每调降 1 个百分点，约可引导商业银行 LPR 报价下行 5bp。存款利率市场化改革后，MLF 的资金成本较存款渠道的点差拉大，降准置换 MLF 有助于降低银行的加权资金成本，需求更为迫切。尤其是，今年 8 月-12 月的 MLF 到期规模均超 5000 亿元，相关时点的货币政策操作值得关注。

其次是改革，尤其是推进存款利率市场化改革。存款利率市场化改革已从 2020 年的压降结构性存款规模，2021 年的优化存款利率自律上限机制，深化至今年以来参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，以 MPA 考核“柔性”指导的激励相容机制。

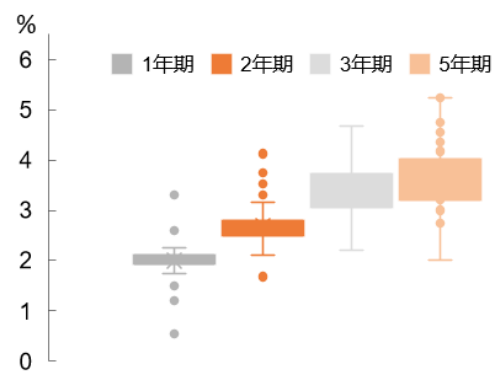
参考金投网 107 家银行的存款利率数据，2022 年 6 月，1 年期、2 年期、3 年期定期存款（整存整取）利率的中位数约为 1.99%、2.69%、3.41%，分别较人民币存款基准利率高出 45bp、59bp、66bp；与 2022 年 6 月同期限国债收益率的均值相比，一年期定期存款基本持平，但 2 年、3 年期分别高出 39bp、105bp，这也是后续存款利率市场化改革的潜在空间所在。考虑到，2021 年 5 月存款利率上限从浮动倍数改为加点确定后，9 月新发生存款加权平均利率同比下降 17bp，2022 年 3 月又进一步下降 8bp；2022 年 4 月存款利率市场化调整机制建立后，当月存款平均利率下行 10bp。我们预计，2022 年下半年存款利率市场化调整有望带动贷款利率下行 10-20bp。

图表 10 2022 年 8-12 月的 MLF 到期规模均超 5000 亿元



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 11 部分银行的定期存款利率仍有压降空间



资料来源：金投网, 平安证券研究所

最后是直接调降 MLF 政策利率。调降 MLF 利率是“降成本”最为直接有效的手段，但其全局性意味较强，需直面物价与汇率两大掣肘。一是，在当前的市场化利率形成和传导机制下，降息的全局性意味最强（牵一发而动全身），其下调关系到中长期货币政策的调整空间，并非“一降了事”那么简单。二是，通胀仍是货币政策操作的掣肘之一。尽管下半年 PPI 同比中枢受翘尾因素影响预计将进一步下移，但受国际粮食和原油价格高位、PPI 持续向 CPI 传导、新一轮猪周期渐行渐近三方面因素的扰动，下半年 CPI 同比增速的中枢或将明显抬升，成为国内通胀的主要风险点。三是，人民币汇率贬值压力是货币政策操作的更大约束。年初以来，俄乌冲突爆发、中概股监管、美联储启动快加息等外部冲击频发，中国面临的国际形势趋于复杂，海外投资者一度出现减持人民币资产的迹象。国际资本流出可能威胁到国内金融稳定形势，政策势必对此更加警惕。

不过，如果下半年经济复苏力度不及预期，那么货币政策仍可能“相机抉择”，适度调降 MLF 政策利率 5-10bp。毕竟，中国经济行稳致远，才是人民币汇率稳定的根基。

此外，央行或倾向于缓解商业银行的资本约束，巩固银行让利实体经济的成效。一是，有序降低大型商业银行的拨备覆盖率。4月14日国常会提出，鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率。以银保监会数据看，一季度国有大型商业银行的拨备覆盖率达 245.11%，远超出 120%-150% 的监管要求，相关资金的释放有助于缓释银行资本约束，释放更多信贷资源。二是，为中小银行补充资本，提升其服务实体经济的能力。辽宁省于 4 月 14 日发行 135 亿元中小银行发展专项债券，银保监会也于 4 月 24 日表示“用好地方政府专项债补充中小银行资本”。

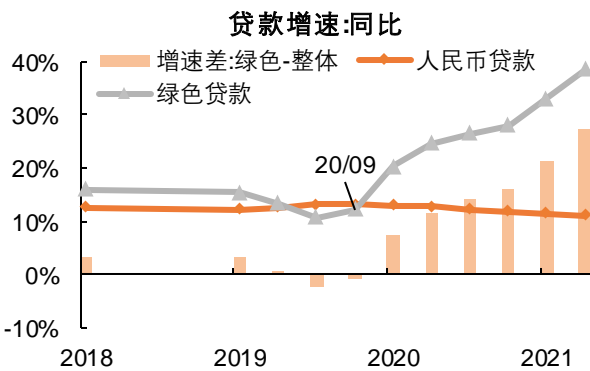
三、 着眼点二：重点领域做抓手

绿色、科技创新领域的内生动能较强、传统基建逆周期调节的必要性提升，这三者既是“稳增长”的重点领域，又是央行推动“稳信用”、投放企业中长期贷款的抓手。

双碳目标下，绿色领域投资前景明朗，带动了相关贷款需求。2020 年上半年绿色贷款增速一度回落至企业贷款增速之下，但在 2020 年 9 月习近平总书记提出“双碳”目标后，出现了加速增长。2022 年一季度，尽管贷款增速总体下滑，但绿色领域的贷款增速高位提升，对企业中长期贷款的投放构成了较强支撑。从上市公司数据看，尽管 2022 年一季度制造业总体的资本开支增速已拐头向下，但与绿色领域关系密切的电气机械行业公司资本开支进一步提速，其贷款需求尚在高位。

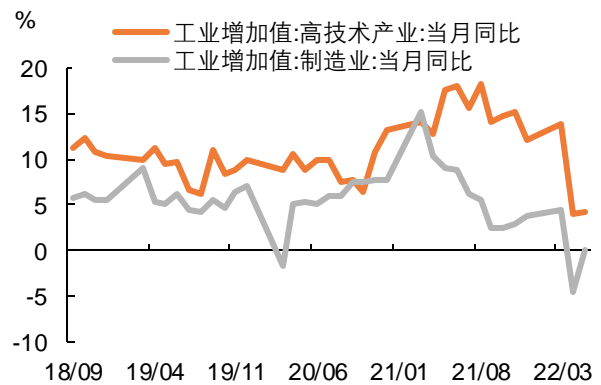
在科技创新领域，符合自主可控、智能制造等发展方向的高技术产业增长动能较强。工信部出台的《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》中，对全国工业企业关键工序数控化率、经营管理数字化普及率和数字化研发设计工具普及率提出要求，截至 2021 年 10 月底这些指标分别为 54.6%、69.8%和 74.2%，比照“十四五”规划目标还需分别增加 13.4、10.2 和 10.8 个百分点。即便在 2022 年上半年疫情冲击之下，高技术产业增加值增速依然录得正增长。

图表 12 “双碳”目标确定后，绿色贷款增速较快提升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 13 高技术产业增加值增速高于制造业整体



资料来源: Wind,平安证券研究所

绿色领域和科技创新也是结构性再贷款的重点支持方向。绿色领域，2021 年 11 月，央行推出不设额度上限的碳减排支持工具，支持清洁能源、节能环保和碳减排技术三个领域；推出 2000 亿元煤炭清洁高效利用专项再贷款。2022 年 4 月，央行再增加 1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，专门用于支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力。科技创新领域，2022 年 4 月，央行设立 2000 亿元科技创新再贷款，支持“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技企业。

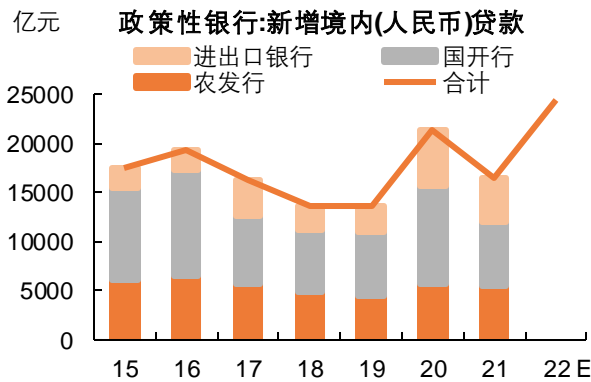
展望下半年，重点领域的再贷款工具“抓落地”，如资金投放不及预期，亦有进一步优化和拓展的空间。据货币政策执行报告，一季度央行通过碳减排支持工具和煤炭清洁高效利用专项再贷款工具分别向相关金融机构发放资金 530 亿元、198 亿元；

而 2021 年 12 月的第一批支持规模分别为 855 亿元和 27 亿元。可见一季度碳减排再贷款工具的使用情况仍然偏弱。我们认为，后续相关再贷款支持仍有拓展空间。一是，后续资金支持的比例存在提升空间。碳减排支持工具和科技创新再贷款目前按照贷款本金的 60% 提供资金支持，而支农支小再贷款、交通物流领域再贷款等其他工具，均为等额本金支持。据 21 世纪经济报道测算，一季度 15 家全国性银行的碳减排贷款加权平均利率为 3.98%，低于同期金融机构一般贷款的加权平均利率 100bp 左右，有必要给予银行进一步的支持。二是，碳减排再贷款工具的支持领域可进一步拓展。以绿色贷款的分类标准看，当前碳减排再贷款工具重点涵盖清洁能源和节能环保两个产业，煤炭清洁高效利用专项再贷款涉及清洁生产产业，三者截止 2021 年末分别占绿色贷款的 26.5%、12.2%、14.8%。相较而言，基础设施绿色产业升级截止 2021 年末在全部绿色贷款中占 46.5%，规模更大、需求更广，也是当前再贷款工具尚未涵盖的范围。

传统基建领域有必要发挥逆周期调节作用，也可能成为中长期贷款投放的重要抓手之一。从行业划分看，绿色贷款与基建领域贷款存在一定的重合度。2022 年一季度，绿色贷款中，交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水生产和供应业两个基建相关行业贷款的占比约 50.8%。不过，央行设立的两项再贷款工具支持范围并不包括基础设施绿色升级。

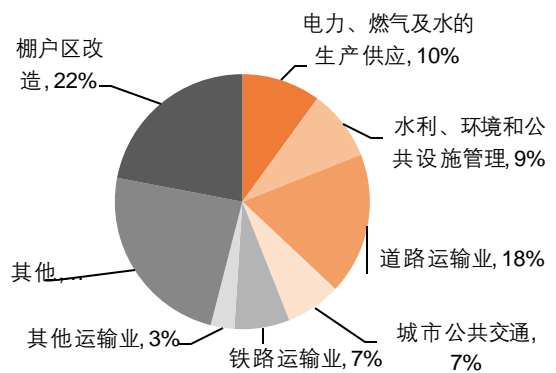
展望下半年，8000 亿元政策性银行的新增贷款额度或对基建领域的贷款投放形成较大提振。我们估算，2019 年-2021 年三家政策性银行新增境内贷款的规模分别为 1.35 万亿、2.13 万亿¹和 1.65 万亿。考虑到 8000 亿元的新增贷款额度，2022 年政策性银行的新增贷款或可达 2.4 万亿-2.6 万亿。政策性银行中，国开行更聚焦于基建领域，2021 年报数据显示，国开行投向基建相关行业的贷款余额占比高达 54%。2021 年基建投资的体量约 18.87 万亿，假设政策性银行新增的 8000 亿元贷款额度中，约 5000 亿投向于基础设施领域，那么将提振基建投资增速 2.65 个百分点，成为“稳增长”和“稳信用”的重要引擎。

图表 14 预计 2022 年政策性银行新增贷款 2.5 万亿左右



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 15 截止 2021 年末国开行贷款半数投向基建相关行业



资料来源: 国家开发银行, 平安证券研究所

四、着眼点三：薄弱环节强托底

下半年“稳信用”还需充分满足普惠小微领域、房地产领域、及疫情受损行业企业的信贷需求。

第一，加大对普惠小微领域支持力度。2021 年二季度以来，普惠型小微企业贷款的同比增速已连续四个季度下降，累计下滑约 9.7 个百分点。2022 年以来，疫情防控压力再度加大，普惠小微企业作为经济中的薄弱环节和吸纳就业的主力军，面临较大的现金流压力。普惠领域贷款难的背后是供需错配严重：作为资金需求方的小微企业主信用资质往往偏弱，较难承受高昂的融资成本；对银行而言，投放相关贷款信用风险偏高，且单笔金额小，贷款投放的平均成本高，加大了信贷支持的难度。

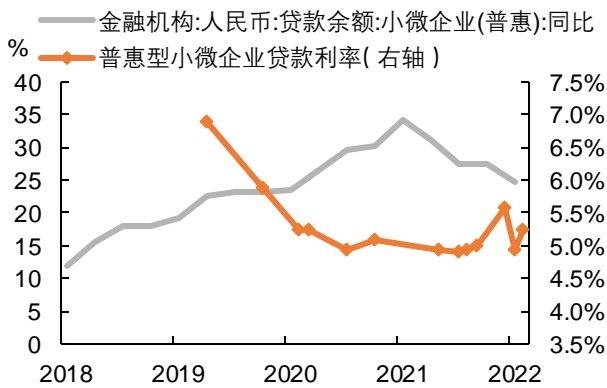
¹ 2020 年 2 月 国常会曾点名新增 3500 亿元专项额度，支持民营企业和小微企业。

展望下半年，普惠小微领域贷款投放或从机制与价格两方面入手。机制上，完善金融服务普惠小微领域的相关机制。2022年5月，人民银行印发《关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知》，旨在进一步深化小微企业金融服务供给侧结构性改革，加快建立长效机制。而事实上，2018年以来几乎每年都有增强小微企业服务能力的相关文件出台，服务机制的建设依然是托底小微企业贷款的重点和难点。

价格上，可进一步下调支农支小再贷款利率 10-25bp。2021 年普惠小微企业的贷款利率显著降低，但 2022 年初以来普惠小微企业新投放贷款利率又有所抬升，支农支小再贷款利率的下调存在空间和必要性：一方面，新设再贷款利率大多已低于支农支小再贷款利率。2022 年以来新设的科技创新再贷款、普惠养老再贷款、交通物流专项再贷款等的利率均设置为 1.75%，除科技创新再贷款外，均提供等额本金的再贷款支持。相较而言，当前 2.0% 的支农支小再贷款利率已高出其他工具 25bp，有必要跟随下调。另一方面，支农支小再贷款利率的调整往往与 LPR 利率的调整相关联，且幅度更大。而 2022 年初以来，1 年期 MLF 和 LPR 已下调 10bp，5 年期 LPR 也下调了 20bp。

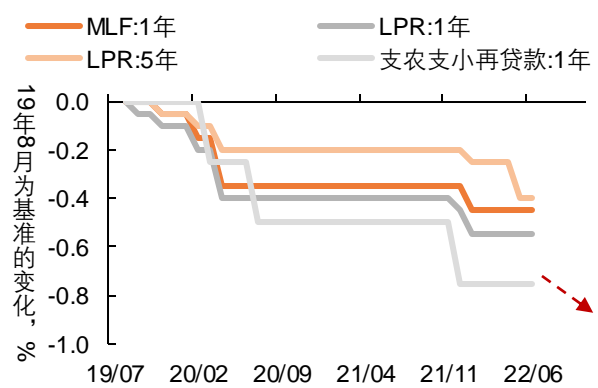
回顾 2020 年以来支农支小再贷款利率的三次调整：第一次是 2020 年 2 月疫情期间，央行增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时下调 1 年期支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%；第二次是 2020 年 7 月，经济处于疫情后的恢复中，央行下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.25%，此时 MLF 与 LPR 利率相比 2020 年 2 月各调降了 20bp；第三次是 2021 年 12 月，央行下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%，期间 MLF 利率未调整，但 LPR 利率下行 5bp。

图表 16 普惠型小微企业贷款增速近四个季度连续下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 17 支农支小再贷款利率往往较 LPR 更大幅度下调



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 18 各项再贷款工具的发放利率与资金支持比例

调整时间	再贷款工具	利率	支持比例	贷款投放利率
2021.11	碳减排支持工具	1.75%	60%	持平 LPR
2022.4	科技创新再贷款	1.75%	60%	-
2022.4	普惠养老再贷款	1.75%	等额	持平 LPR
2022.5	煤炭清洁高效利用再贷款, 增加额度	1.75%	等额	持平 LPR
2022.5	交通物流专项再贷款	1.75%	等额	-
2021.12	支农支小再贷款	2.0%	等额	贷款平均利率在 5.5% 左右 (2021 年 9 月)

资料来源: Wind, 平安证券研究所

第二，定向支持疫情中受损的相关行业及产业。一方面，推动 1000 亿元交通物流专项再贷款尽快落地。根据 6 月 22 日交通运输部发布的政策解读，该专项贷款的支持对象包括“两企”（道路货运运输企业、中小微物流配送和快递企业），“两个”（道路普通货物运输个体工商户、个体货车司机）；合作银行包括农业发展银行、中国工商银行、农业银行、中国银行、建

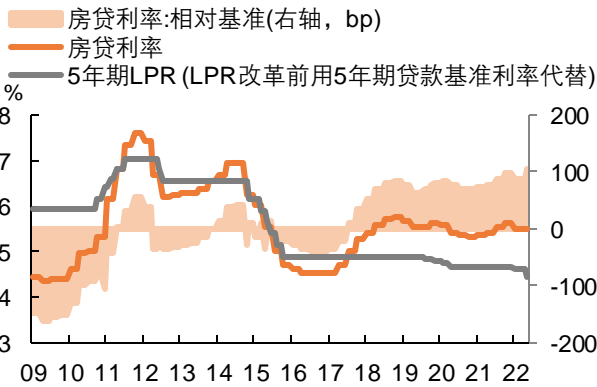
设银行、交通银行、邮政储蓄银行等 7 家银行。另一方面，落实对疫情中受损的行业及企业纾困支持力度，例如“增加民航应急贷款额度 1500 亿元”等。

第三，加大对房地产贷款投放的托底力度。房地产领域成为 2022 年“稳增长”和“稳信用”的重要拖累因素。本轮房地产调控政策松动已历经了三个阶段，政策调整实质已较积极。第一阶段是 2021 年 9 月央行货币政策例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，银保监会表示“合理发放房地产开发贷款、并购贷款”，对房地产行业的态度松动。第二阶段是 2022 年 12 月中央经济工作会议定调“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”后，各地开始小步伐放松房地产调控政策。第三阶段是 2022 年 4 月政治局会议提出“两个支持，一个优化”，而后央行下调首套房贷款利率下限 20bp、引导 5 年期 LPR 利率再下行 15bp，金融政策放松；各地加速调整限购、限售、预售资金监管等政策。

展望下半年，房地产领域的信贷托底政策或进一步落地，以实现居民、房企的“稳杠杆”。企业方面，鼓励银行满足房地产企业开发贷款需求，必要时适度考虑和调整房地产贷款集中度管理、房地产企业“三道红线”等宏观审慎管理相关指标的时点要求。居民方面，引导房贷利率继续明显下行，更好满足居民合理的购房需求。

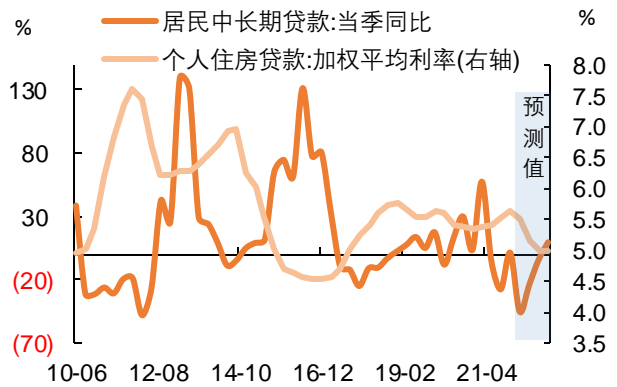
我们预计，当前政策力度下，央行口径的个人住房贷款加权平均利率年内或将下行至 5%左右，相比 2022 年一季度的 5.49% 存在 40-50bp 的下行空间。5 月 20 日 LPR 报价下调后，目前首套房贷款利率的下限为 4.25%，二套房贷款利率的下限为 5.05%。一方面，本次 5 年期 LPR 利率报价下行 15bp，有望直接传导至个人住房贷款利率上。另一方面，LPR 与个人住房贷款利率之间的点差有望压降 30bp 左右。一是，2019 年 8 月 LPR 改革至 2022 年一季度，金融机构个人住房贷款加权平均利率在 LPR 基础上加点的幅度最低时为 2020 年四季度的 69bp，相比 2022 年一季度的 89bp 低 20bp，这一空间的压降可期。二是，5 月 15 日的《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》文件将首套住房商业性个人住房贷款利率下限下调了 20 个基点，或可额外推动个人住房贷款利率下行 10bp。不过，若稳增长压力进一步加大，更多一线和更多强二线城市下调当地房地产贷款利率相对 LPR 加点的下限，或 5 年期 LPR 再度调降，则可能将进一步带动房地产贷款利率下行至 4.5%左右，达到 2016 年以来的低位。

图表 19 未来个人住房贷款利率有望进一步下行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 20 下半年居民中长期贷款的同比增量有望转正



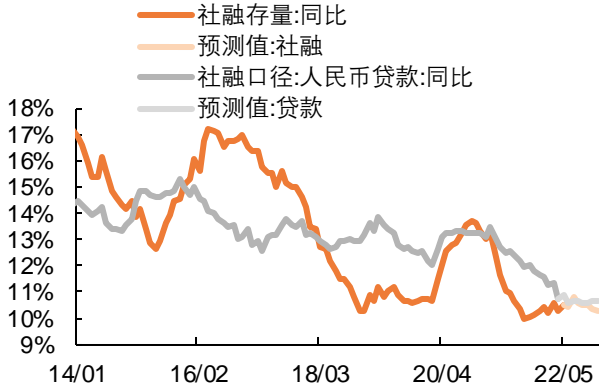
资料来源：Wind, 平安证券研究所

五、2022 年社融增速展望

基于以上分析，我们对下半年社融增速的预测如下：在下半年经济温和复苏，无新增政府债融资额度和超预期货币政策工具支持，且房地产销售全年下滑 20%左右的中性情形下，预计 2022 年新增社融 32.7 万亿，增速约为 10.3%，7 月份达到 10.8% 的高点后趋于回落。乐观情形下，如果三季度新发行特别国债 1 万亿，年末社融增速或可达 10.6%左右。悲观情形下，房地产销售恢复力度不及预期，居民中长期贷款较 2021 年收缩 35%左右（降至 4 万亿），年末社融增速将下滑至 10%以下。

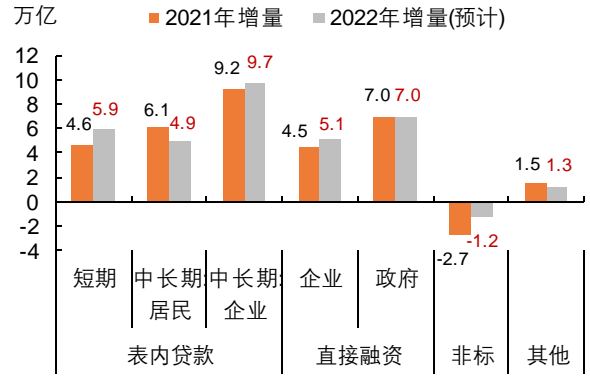
人民币贷款方面，预计 2022 年信贷投放的总量稳中略有提升，年末社融口径人民币贷款增速约 10.7%；全年投放 20.5 万亿，高于 2021 年的 19.9 万亿，6 月至年末的同比增量或需达到 7000 亿左右。

图表 21 2022 年末社融同比增速中性情形或可达 10.3%



资料来源: Wind,平安证券研究所

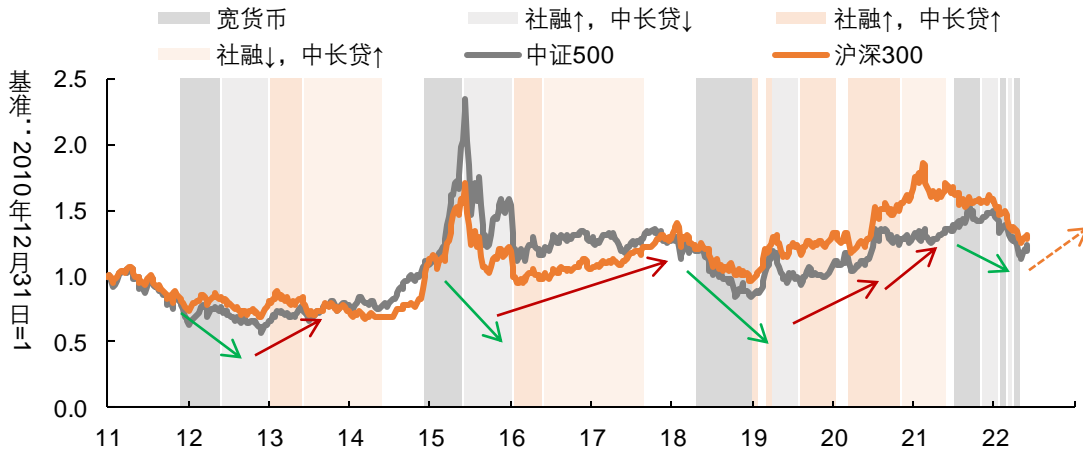
图表 22 中性情形下，2022 年社会融资增量拆分 (预测)



资料来源: Wind,平安证券研究所

总的来看，下半年社融增速的回落主要由政府债的错位发行导致，表内贷款尤其是企业中长期贷款的增速在稳信用措施发力下有望平稳回升，支撑国内经济的渐进修复。而对股票市场而言，中长期贷款所代表的稳信用指示意义较社融增速更强，随着中长期贷款增速的见底，近期股票市场的反弹有望维持。

图表 23 中长期贷款增速企稳后，A 股或有反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示：稳增长力度不及预期，疫情风险再度抬头，房地产市场修复不及预期，海外金融市场超预期波动等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033