

关注居民和企业部门加杠杆的意愿和能力

宽松的货币条件已经为经济复苏和债务扩张打开了空间，但是市场仍对实体部门的信用扩张存有疑虑。本文拟从居民和企业债务现状和内生性问题探讨一下加杠杆逻辑。

- 当前中国信用派生高度依赖政府融资和基建衍生的债务。上半年金融数据稳定，离不开专项债显著提前。中长期贷款较为疲软，余额增速较2021年底明显下滑。虽然6月金融数据结构有所改善，但持续性有待观察。由于上半年政府融资额度已经较往年同期明显透支，如果居民贷款继续受房地产景气下滑拖累，下半年信用扩张存在较大不确定性。
- 中国居民的杠杆率依然可控，但是上升较快。在结构性结业压力较大、收入损失较多和疫情发展不确定等多种因素下，居民储蓄倾向偏高。中国企业部门杠杆率较高，主要集中在国有企业，民营企业杠杆率尚可。问题是，经济下行压力加大的情况下，民企惜贷、银行慎贷。而且，不少急需用钱的企业都是受疫情影响较大的行业，偿债能力已经恶化。在未来现金流看不清的情况下，薄弱领域的企业难以既要低息融资，又要承担稳就业的重任。这些企业又多数是服务业行业，是创造就业的主力军。这造成了当前中国新增就业不足的局面。
- 2022年政策力度之大，可能并不弱于2020年。整体依然延续稳企保就业和先存量后增量的思路。但是，2022年宏观环境与2020年不尽相同，三年疫情积累的部分问题也有演变成长期问题的风险。政策可以解决一些问题，但不能完全对冲疫情发展带来的影响，线下活动仍难以正常化。短期看有流动性陷阱的风险，长期看是疫情的疤痕效应。
- 稳增长是当前首要任务。房地产和基建仍应是托而不举，改善实体经济现金流和刺激消费才是当务之急。货币政策避免“流动性陷阱”的关键是财政政策，政府杠杆率容忍度可以适度提高，提前发力、适时加力，积极谋划增量政策。
- **风险提示：中国疫情超预期，国际通胀和货币紧缩超预期，地缘政治风险。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛
tao.guan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：付万丛
wancong.fu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

目录

一、从金融数据看当前信用派生的堵点.....	4
二、当前居民和企业加杠杆所面临的困境.....	6
2.1 居民和企业的债务现状	6
2.2 居民和企业加杠杆的意愿	8
2.3 宏观政策的积极作用及其局限性	11
三、密切关注事态的后续发展.....	14
四、主要结论及政策建议.....	16

图表目录

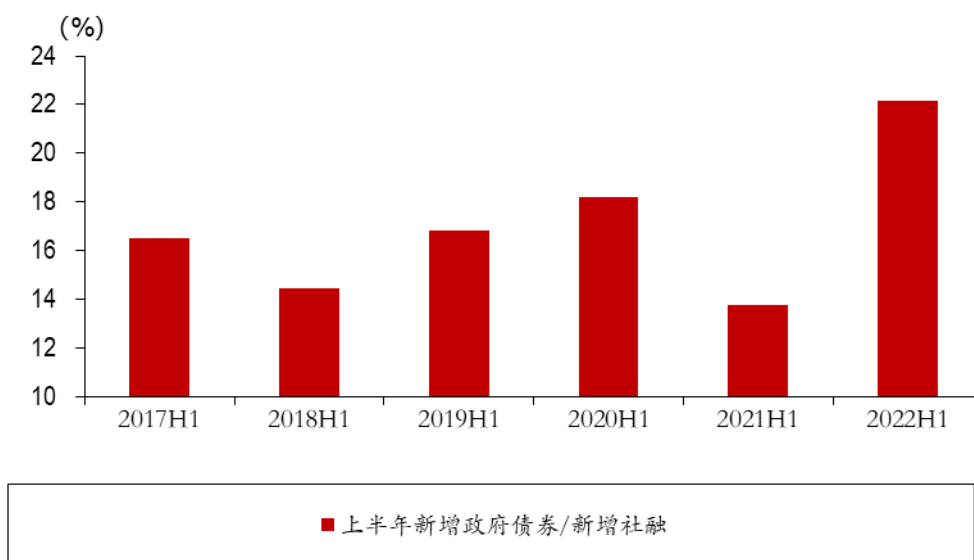
图表 1. 上半年新增政府债券在新增社融的占比.....	4
图表 2. 金融机构住户部门存贷差值同比变化量.....	5
图表 3. 中美德日的居民杠杆率.....	6
图表 4. 中国和美国居民的 DSR.....	7
图表 5. 中美德日的非金融企业杠杆率.....	8
图表 6. 2019 年企业资产负债率.....	8
图表 7. 部分上市公司财务数据变化.....	8
图表 8. 非金融部门（不含政府）DSR.....	8
图表 9. 城镇调查失业率和 16-24 岁人口调查失业率.....	9
图表 10. 建筑业从业人员和本年新签合同额.....	10
图表 11. 2020 年至 2022 年一季度上市公司营收与 2019 年同期的比值.....	10
图表 12. 美国居民消费实际支出（单位，亿美元）.....	11
图表 13. 全体产业债信用利差（中位数）.....	12
图表 14. 4 月至 6 月增值税大幅低于过去 5 年同期均值.....	12
图表 15. 2019 年国内增值税分行业占比.....	13
图表 16. 全国（不含港澳台）当日新增和密接人次.....	13
图表 17. 企业家宏观经济指数.....	14
图表 18. 固定资产投资和民间固定资产投资增速.....	14
图表 19. 城镇储户收入、就业和储蓄指数.....	15

宏观调控的传统逻辑是，当经济低于潜在产出时，财政赤字扩张和货币宽松对冲经济下行压力。积极的财政政策能够同时改善有效需求和有效供给不足的问题，而宽松的货币政策能够创造便利的融资环境，有助于引导民间部门加杠杆和提高实体经济总需求。2021年底中央经济工作会议提出，宏观政策要稳健有效。为此，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，特别强调财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。2022年以来，由于俄乌冲突和国内疫情散发，需求收缩、供给冲击和预期转弱“三重压力”有增无减，稳增长政策不断加码。在逆周期政策出台后，加杠杆的先决条件已经有了，但民间部门是否仍有空间和动力加杠杆，成为市场关注的焦点。

一、从金融数据看当前信用派生的堵点

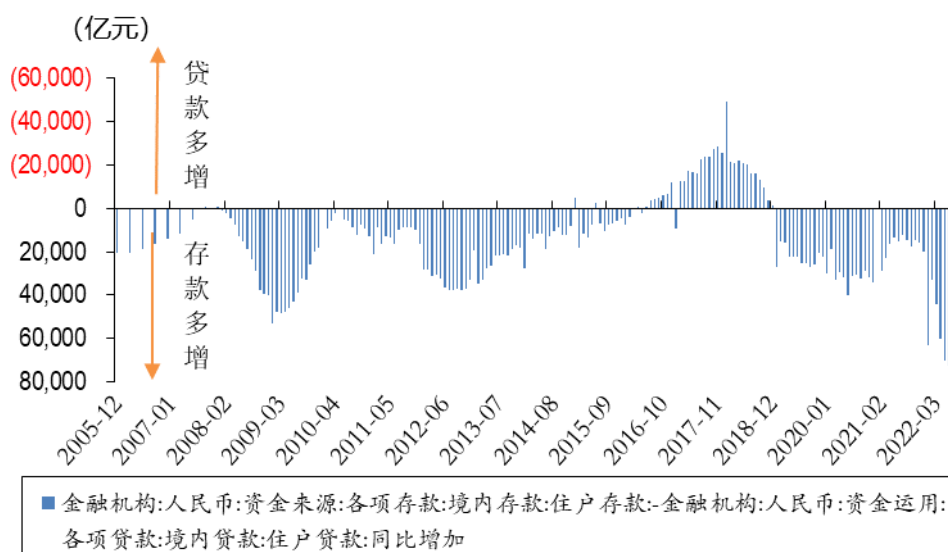
2022年上半年，M2和M1同比较2021年底分别上升2.4和2.3个百分点至11.4%和5.8%，社融存量同比较2021年底上升0.5个百分点至10.8%，尤其是在经历了4、5月份的跌跌撞撞后，金融数据的回暖更加难能可贵，为下半年经济复苏开了一个好头。但是，数据结构显示，政策性手段支撑较多，内生性动力依然不足。2022年上半年，新增政府债券4.65万亿元，在同期新增社融的占比创下数据以来新高，相当于花掉了66.3%的2021年全年新增政府债券，同时政府融资同比多增贡献了2022年上半年新增社融同比多增的三分之二（见图表1）。2022年上半年，贷款余额同比增长11.2%，较2021年底下滑0.4个百分点，中长期贷款余额同比则下滑更多，达到3.2个百分点。由于房地产景气下滑和疫情频发，居民储蓄意愿偏高，6月份居民存贷余额差值同比多增达到7.26万亿元，连续4个月上升，创下数据以来新高；2022年上半年居民新增存款高于新增贷款8.15万亿元，也是历史新高（见图表2）。此外，虽然政府债券发行进度大幅提前，但是财政存款却仅增加5061亿元，低于2021年同期约4338亿元，说明财政减收增支的强度不可谓不大。财政资金进入实体变成企业和居民的存款，却未见实体经济显著活跃起来，说明资金都趴在银行账上，未形成消费量和工作量。由于信贷供大于求，市场利率也难以出现显著上行趋势。

图表1. 上半年新增政府债券在新增社融的占比



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 金融机构住户部门存贷差值同比变化量



资料来源：万得，中银证券

6 月份金融数据在总量和结构上均有所改善。新增社融 5.17 万亿元，同比多增 1.47 万亿元，大幅超过市场预期。其中，新增贷款较 5 月份大幅回升至 3.06 万亿元，较 2021 年同期增加 7409 亿元，构成社融高增的重要因素之一。而且，新增短期贷款及票据融资同比增加 2646 亿元，较上月明显回落。虽然居民中长期贷款仍较为疲软，但是企业中长期贷款发力，推动中长期贷款余额同比增速年内首次回升 0.3 个百分点至 10.5%。为确保经济能够持续复苏，银保监会近日印发的《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》要求，银行机构要扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模¹。

6 月份金融数据改善部分来自于 4、5 月份的补偿性反弹，后续韧性仍有待观察。下半年的不确定性因素仍较多，主要集中在三方面：一是疫情发展的不确定，防控硬约束下有时难以形成工作量；二是房地产的传统模式可能已经发生根本性转变，居民能不能、愿不愿意继续买账，存在较大不确定性；三是政策的效果需要动态评估，财政基本上没存钱，上半年财政存款同比少增 4338 亿元，但是能不能有效拉动投资，能不能对冲薄弱领域的压力，也存在不确定性。这些因素的动态变化都会反映在下半年社融总量和结构上。如果居民和企业的内生性循环持续好转，贷款有效增长，这会适当降低财政增量政策的必要性。如果居民和企业的内生性循环修复不及预期，只存不花，下半年社融稳定增长的压力都会落在政府债券融资上。因而，有必要分析当前居民和企业加杠杆的意愿和能力。

¹ 详文见：

http://www.gov.cn/xinwen/2022-07/12/content_5700510.htm#:~:text=%E9%93%B6%E4%BF%9D%E7%9B%91%E4%BC%9A%E8%BF%91%E6%97%A5%E5%8D%B0%E5%8F%91,%E5%88%B6%E9%80%A0%E4%B8%9A%E9%9B%86%E7%BE%A4%E5%8F%91%E5%B1%95%E3%80%82。

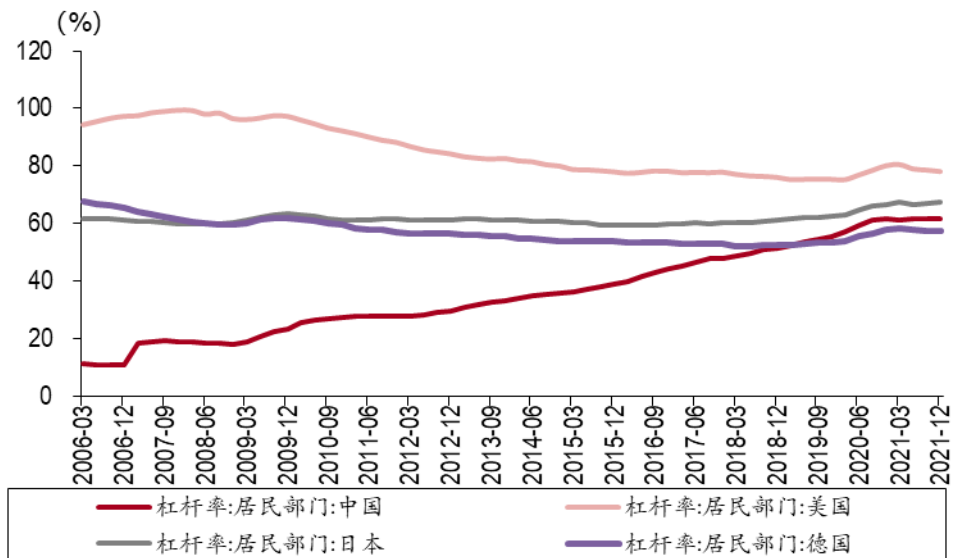
二、当前居民和企业加杠杆所面临的困境

2.1 居民和企业的债务现状

疫情以来，中国居民已经加了不少杠杆。国际清算银行（BIS）的统计显示，与日本、美国和德国相比，中国居民部门杠杆率上升最多，2021年四季度较2019年底上升6.1个百分点，高于同期的日本（4.9个百分点）、美国（2.7个百分点）和德国（4个百分点）。但是，不管是绝对杠杆率还是资产负债率，中国居民的债务总量依然可控。2021年四季度，中国（61.6%）仅高于同期的德国（57.3%），依然低于美国（78.0%）和日本（67.6%）（见图表3）。根据美联储和中国社科院数据显示，2019年中国居民部门的资产负债率为10.8%，依旧低于金融危机去杠杆后的美国居民和非盈利组织部门（12.4%）。

虽然中国居民仍有加杠杆空间，但是中国居民的债务上升较快，流动性压力已经不容忽视。据测算²，2021年中国居民的债务负担比（debt service to disposal income ratio, DSR）达到6.8%，虽然较2020年的7.0%有所下滑，但是显著高于2008年的2.4%。与美国经济研究局（BEA）使用相似方法测算的DSR相比，中国居民低于美国居民的9.3%（见图表4）。如此看来，中国居民压力似乎也没想象中的那么大。问题是，中国居民债务总额增长相对较快。中国居民债务总额从2008年的5.7万亿元增长了11.5倍至2021年的71.1万亿元，同期利率下降不足100个基点，而居民可支配总收入仅从2008年的13.2万亿元增长了2.8倍至2021年的49.6万亿元，这导致DSR在过去十二年上升了近2倍³。

图表3. 中美德日的居民杠杆率

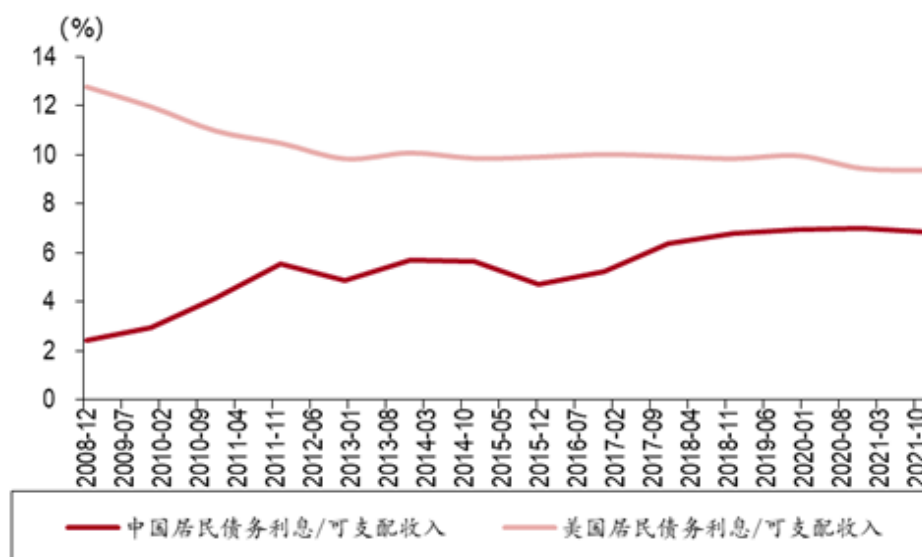


资料来源：BIS，万得，中银证券

² 我们先以金融机构的居民贷款余额（实际上接近社科院宏观杠杆率倒算的居民债务总额）乘以人民币贷款加权平均利率，再除以全国居民可支配总收入（人均可支配收入*人口总数）来测算中国居民的债务负担比率。

³ 我们在此不讨论居民债务快速上升原因是城镇化为主还是房地产“泡沫化”为主，只是想强调居民债务的结果。

图表 4. 中国和美国居民的 DSR



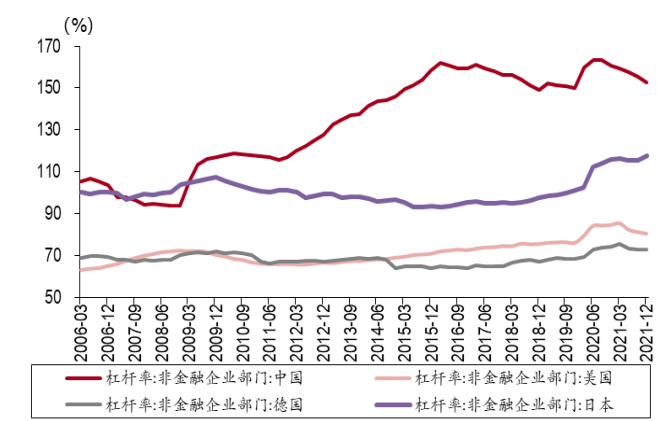
资料来源：美联储，人民银行，统计局，万得，中银证券

疫情以来，虽然中国企业杠杆上升相对较少，但部分领域较为薄弱。BIS 的数据显示，2021 年四季度，中国非金融企业部门的杠杆率较 2019 年底上升 2.7 个百分点，低于同期美国的 4.4 个百分点、日本的 16.4 个百分点和德国的 4.6 个百分点（见图表 5）。但是，中国企业债务分布存在两个特征：一是国有企业债务规模庞大。根据财政部数据显示，2019 年中国国有企业债务总额达到 149.7 万亿元，相当于社科院口径下企业债务的 88%，同时国有企业资产负债率达到 64%，在统计局规上工业企业统计口径里也是偏高的（见图表 6）。虽然近年来国企改革有意引导金融资源向民企倾斜，但是银行趋利避害的避险情绪，导致越是经济困难时越想向国企放贷。二是部分领域偿债压力明显上升。根据上市公司营收数据显示，2022 年一季度，农林牧渔、住宿餐饮、零售业、文体娱乐和航空运输业的资产负债率较 2019 年一季度分别上升 8.0、5.1、2.2、4.9 和 12.5 个百分点；而对应的流动资产占总资产比值分别下降 7.7、14.2、3.5、1.7 和 0.2 个百分点（见图表 7）。虽然国有民航公司严重亏损，资产负债率飙升，却反而更容易获得注资。而其他受疫情影响较大的服务业则没有那么幸运。

中国企业部门的债务负担也不低。由于利率下降的幅度不及债务上升和收入下降的幅度，中国非金融部门债务负担较其他主要经济体上升得更多。根据 BIS 的统计，2021 年四季度中国非金融部门的债务利息（DSR）相当于 20.0% 的国民收入，较 2019 年四季度上升 0.7 个百分点，高于英国的 0.2 个百分点、美国的 -1.1 个百分点和德国的 0.4 个百分点，低于日本的 0.9 个百分点，同时也是过去十年里唯一明显上升的国家⁴（见图表 8）。

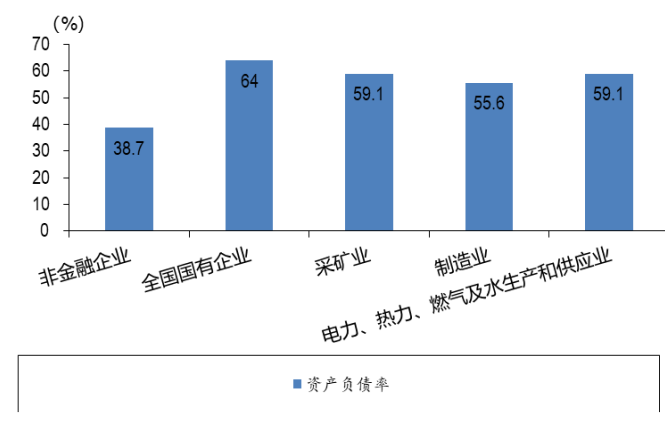
⁴ 两点需要注意：一是 BIS 没有提供中国非金融企业的 DSR，但是从第一部分的居民 DSR 数值更低可以看出，中国非金融企业部门的 DSR 只会更高；二是日本是唯一 2021 年四季度 DSR 仍环比上升的经济体，可见日本的收入恢复可能存在较大问题。

图表 5. 中美德日的非金融企业杠杆率



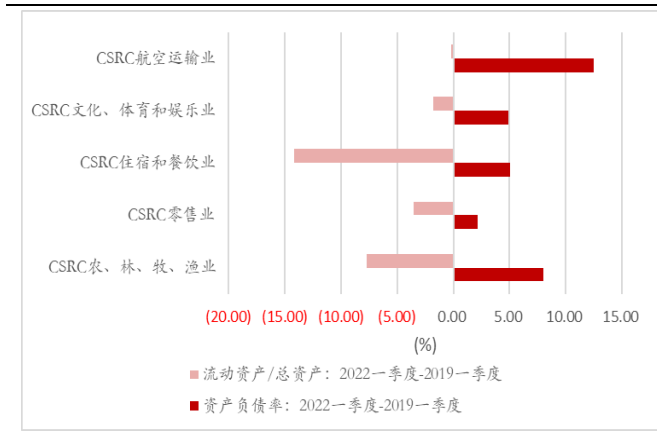
资料来源: BIS, 万得, 中银证券

图表 6. 2019 年企业资产负债率



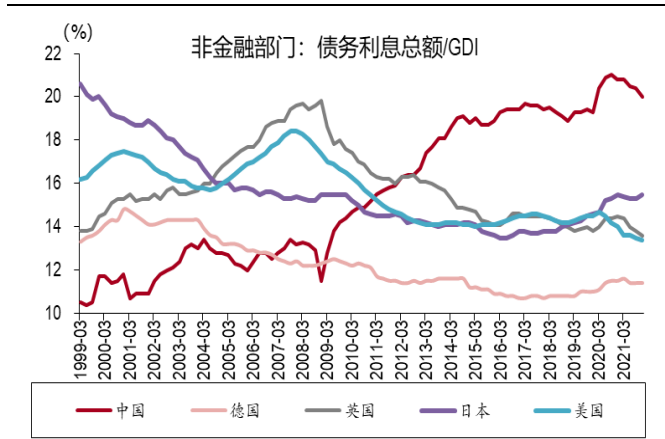
资料来源: 社科院, 财政部, 统计局, 万得, 中银证券

图表 7. 部分上市公司财务数据变化



资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 非金融部门 (不含政府) DSR



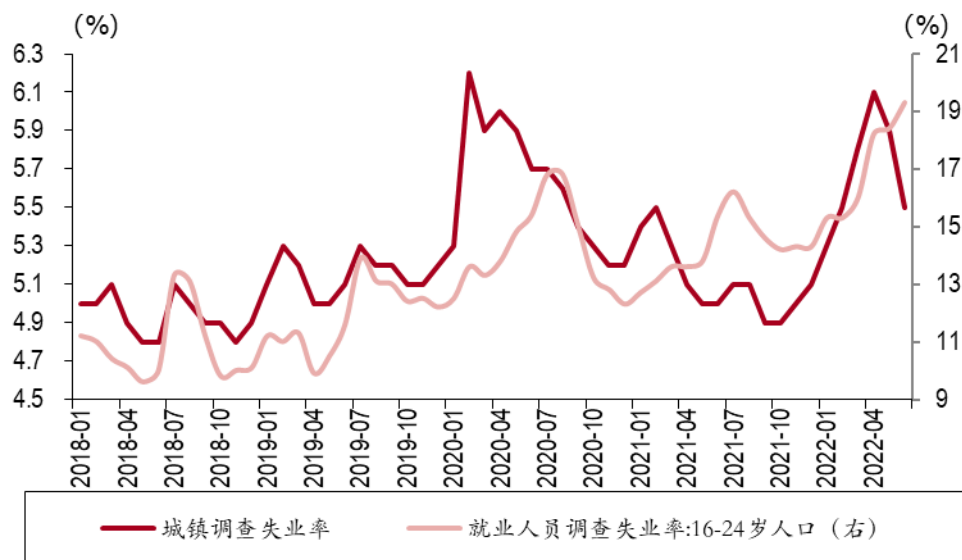
资料来源: BIS, 万得, 中银证券

2.2 居民和企业加杠杆的意愿

疫情持续冲击, 进一步加大居民和企业的负担。自疫情爆发以来, 中国经济增速明显低于潜在产出增速。从 2020 年一季度至 2022 年二季度, 中国实际 GDP 季调环比均值仅有 0.98%, 显著低于 2017 年三季度至 2019 年四季度的 1.52%; 折年率仅在 4% 左右, 相当于每年实际 GDP 少增长了近 1~2 个百分点。GDP 的少增意味着收入损失较多和就业造血能力不足, 导致居民和企业预期双双转弱。

先看居民端, 中国结构性就业问题较为突出。受益于稳就业保民生政策, 中国失业率并未像美国那样飙升, 2021 年底降至 5.1%, 较疫情高位回落 1.1 个百分点。虽然存量保住了, 但是不仅结构有所恶化, 而且增量也较为疲软, 尤其是考虑到延迟大学生就业压力政策的滞后作用。2020 年至 2021 年, 第三产业就业总数分别增加 0.69% 和 0.17%, 弱于 2012 年至 2019 年年均 3.43% 的增幅, 也弱于 2019 年的 1.86%。虽然第二产业就业总量在这两年迎来反弹, 但是出口向好并未显著带动第二产业就业增加, 在 2021 年出口 (人民币) 增速高达 21% 的情况下, 第二产业就业总量仅增加 0.78%, 低于 2020 年的 1.46%。进一步看, 当中国工业产能利用率长期处于 80% 以下时, 大规模依赖制造业创造就业并不现实。另一方面, 年轻人就业压力较大。虽然 2022 年 6 月份城镇调查失业率大幅下滑至 5.5%, 但是 16-24 岁人口失业率跳升至 19.3%, 连续创下历史新高 (见图表 9)。实际上, 年轻人就业压力上升在 2021 年下半年就有预兆。2021 年底, 16-24 岁失业率较 2021 年 7 月份高点仅下降 1.9 个百分点, 大幅低于 2020 年 7 月至 12 月下降 4.5 个百分点, 也低于 2018 年和 2019 年 7 月至 12 月平均下降 2.5 个百分点。而 2022 年毕业生数量只多不少。

图表 9. 城镇调查失业率和 16-24 岁人口调查失业率



资料来源：万得，中银证券

即便存量就业保住了，居民收入也可能下降。总量上看，从 2020 年一季度至 2022 年二季度，城镇居民可支配收入累计同比增速的均值为 5.9%，低于 2017 年三季度至 2019 年四季度的均值约 2.1 个百分点，而同期的名义 GDP 累计同比均值仅下降 1.2 个百分点至 8.2%。结构上看，周期性因素和疫情冲击交织，企业不是降薪留岗，就是“业务优化”处理。根据 Wind 房地产上市公司数据显示，2021 年房地产总员工数罕见负增长 2.6%，较 2020 年下降 2.4 万人。关键是地产链条庞大，仅 2019 年底建筑业从业人员总数就高达 5427 万人。随着地产周期下行，建筑业新签合同也逐渐疲软，同比增速连续四个季度下滑，带动建筑业从业人员同比持续负增（见图表 10）。再以民航业为例，即便过去两年严重亏损，国资控股的民航上市公司依然维持员工人数稳定在 37.7 万人，但人均薪酬大幅下降不可避免。据 Wind 民航上市公司数据显示，2021 年民航人均薪酬连续两年下滑，累计下降 22.4%，回到 2014 年水平。虽然社会保障力度有所提升，但是依赖人数异常上升。根据人社部发展统计公报数据显示，2019 年至 2021 年，中国失业金参保人数年均稳定增长 5.3%，而 2019 年至 2021 年全年失业金领取人数则分别达到 461、515 和 608 万人次⁵，增速为 2.0%、11.7%和 18.1%，年均增长 10.6%，且 2021 年增长人数还高于 2020 年，说明收入下滑和依靠失业金的人数明显增长较快⁶。

⁵ 2019 年至 2021 年全年失业金领取情况见公报：

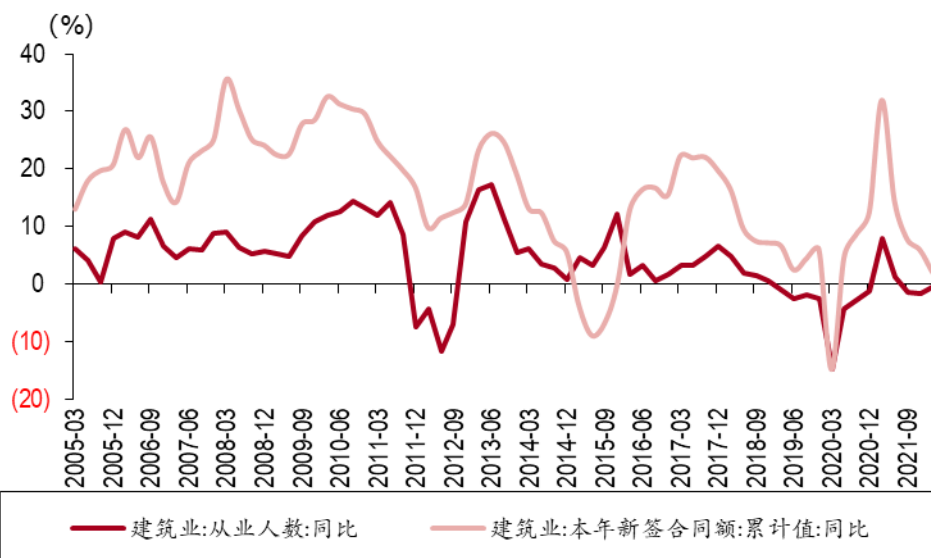
<http://www.mohrss.gov.cn/SYRtzyhshbzb/zwgk/szrs/tjgb/202006/W020200608534647988832.pdf>;

<http://www.mohrss.gov.cn/SYRtzyhshbzb/zwgk/szrs/tjgb/202106/W020210728371980297515.pdf>;

<http://www.mohrss.gov.cn/SYRtzyhshbzb/zwgk/szrs/tjgb/202206/W020220607572932236389.pdf>。

⁶ 2020 年至 2021 年扩大失业金阶段性政策确实会提高领取人数，但是也说明了依赖失业金人群在扩大。

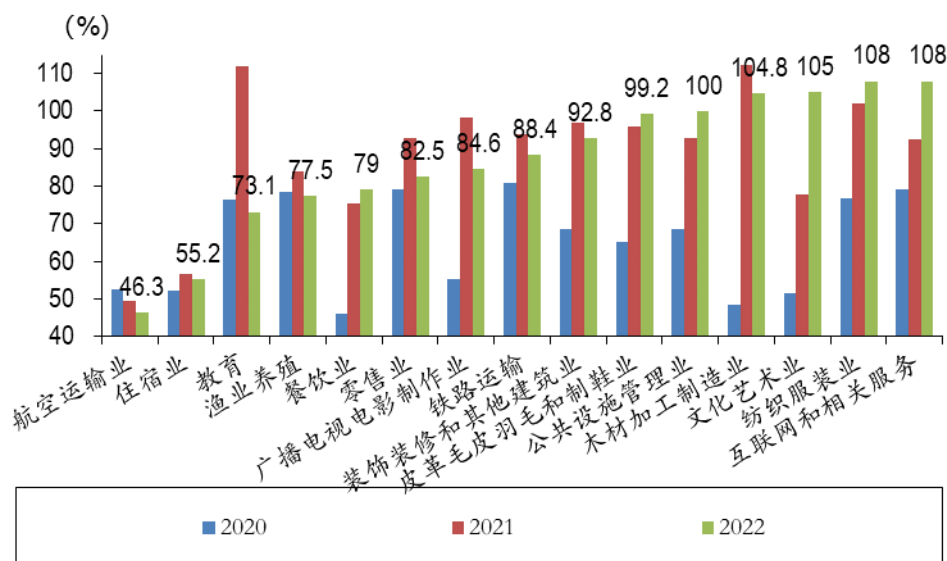
图表 10. 建筑业从业人员和本年新签合同额



资料来源: 万得, 中银证券

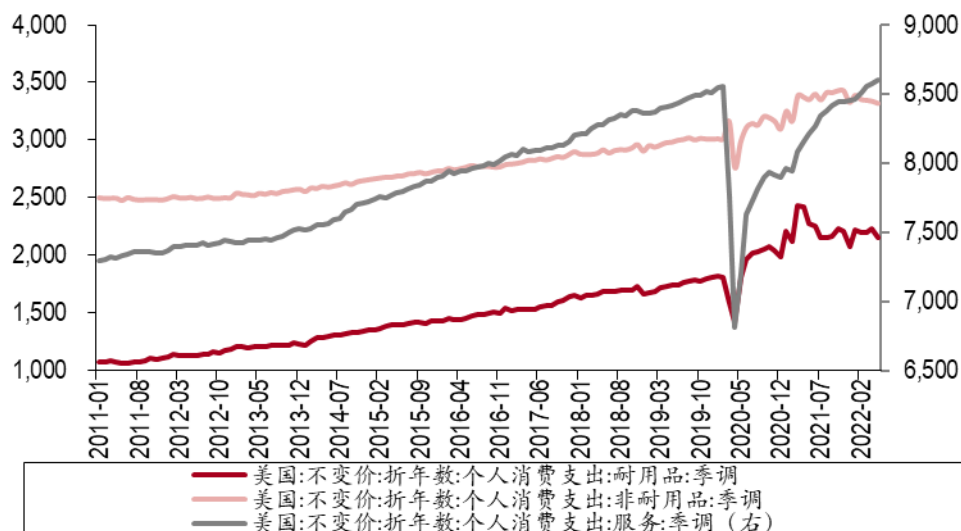
再看企业端, 服务业受冲击较大, 部分收入损失难以弥补。以上市公司分行业 (国民经济二级分类) 营收数据为例, 疫情的影响依然非常明显 (见图表 11)。2022 年一季度大部分接触类相关的行业和房地产相关的行业均低于过去两年名义 GDP 增速。其中, 航空、住宿、餐饮、文娱和景区等出行类行业甚至还远未恢复到 2019 年一季度同期水平。值得注意的是, 由于社会活动的下降, 劳动密集型的皮革和纺织类企业的营收也较为不振。从统计局限额以上企业的社零数据看, 2022 年上半年限额以上的服装纺织品类零售额较 2021 年下滑 6.5%, 仅有 2019 年同期的 93%。当上市公司都在抢海外订单时, 中小企业的收入压力可想而知。此外, 服务业消费量修复缓慢, 集中释放也难以透支疫情期间攒下来的出行计划。毕竟, 每年假期就那么多。以美国消费者实际支出为例, 疫情期间, 实物商品消费出现了一波明显高于趋势值的消费量, 尤其是耐用品消费; 即便美国早早放松疫情防控, 服务消费量却从未超过趋势值, 直到 2022 年 3 月美国居民服务消费实际支出才首次超过疫情前水平, 5 月份季调环比增速就进一步回落至 0.27%, 略高于 2019 年底 (见图表 12)。当然, 服务业商务活动正常化已经是对其最大的帮助。

图表 11. 2020 年至 2022 年一季度上市公司营收与 2019 年同期的比值



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 美国居民消费实际支出 (单位, 亿美元)



资料来源: 万得, 中银证券

2.3 宏观政策的积极作用及其局限性

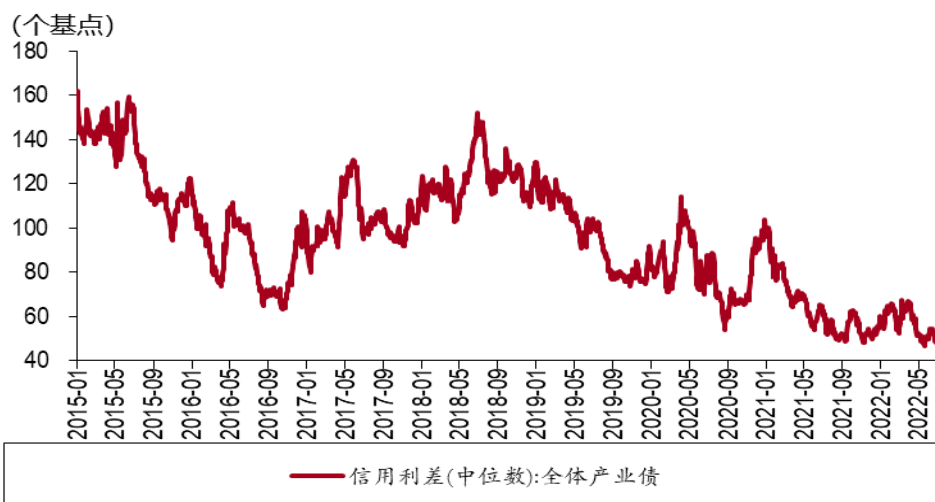
稳就业是 2022 年经济工作的重中之重。目前确实出了许多政策, 例如 5 月底国常会印发 6 方面 33 项《扎实稳住经济的一揽子政策措施》、6 月底国常会部署加大重点工程以工代赈力度、财政减税进度大幅提前、3000 亿金融债券和 8000 亿政策性贷款等金融政策等。二季度以来, 几乎每一两个星期就有重大政策出台, 而且都是与保市场主体和稳就业相关。从具体内容看, 中国依然延续过去以投资撬动信贷并带动整体需求扩张和就业增加的政策思路, 作用于消费端的资源相对有限。这可能是综合考虑了房地产矛盾、居民储蓄倾向偏高和财政收支压力较大等因素以后的次优解。

2022 年政策的积极程度不亚于 2020 年, 宏观货币和财政政策不断加码。货币政策方面, 人民银行降准降息, 维持流动性足够充裕。自 4 月起, M2 增速连续 3 月高于社融存量增速, DR007 持续低于政策利率中枢, 而企业信用利差更是降至历史低位 (见图表 13)。4 月份以后, 权益市场率先实现 V 型反弹, 风险偏好显著改善, 同时对下半年经济乐观的预期显著升温。财政政策方面, 留抵退税效率前所未见, 紧迫性可见一斑。2022 年 4 月至 6 月, 全国共为 186.5 万户纳税人办理留抵退税 1.72 亿元, 再加上一季度继续实施此前出台的留抵退税老政策 1233 亿元, 上半年共有 18455 亿元退税款退付到纳税人账户, 已达去年全年办理退税规模的 2.9 倍; 自 7 月 1 日起将批发和零售业、住宿和餐饮业等 7 个行业纳入按月全额退还增量留抵税额、一次性全额退还存量留抵税额政策范围, 让更多市场主体享受政策红利。财政数据显示, 2022 年 4 月和 5 月增值税历史性负增长, 与过去 5 年同期均值相比共计下降 1.26 万亿元, 虽然 6 月增值税收入环比改善, 但依然不到过去 5 年均值的一半⁷ (见图表 14)。不过, 财政货币政策的针对性仍有提升的空间。北京大学光华管理学院发布的《中国小微经营者调查 2022 年一季度报告暨 2022 年二季度中国小微经营信心指数报告》显示, 调查发现, 约三分之二的小微经营者未能享受到政策扶持, 原因主要是约 83% 的小微经营者没有缴纳社保, 约 60% 无需缴税, 约 37% 没有融资需求, 社保缓缴、减税降费、普惠金融支持等政策无法有效惠及该群体⁸。

⁷ 2022 年上半年财政收支情况见: http://www.gov.cn/xinwen/2022-07/14/content_5701049.htm。

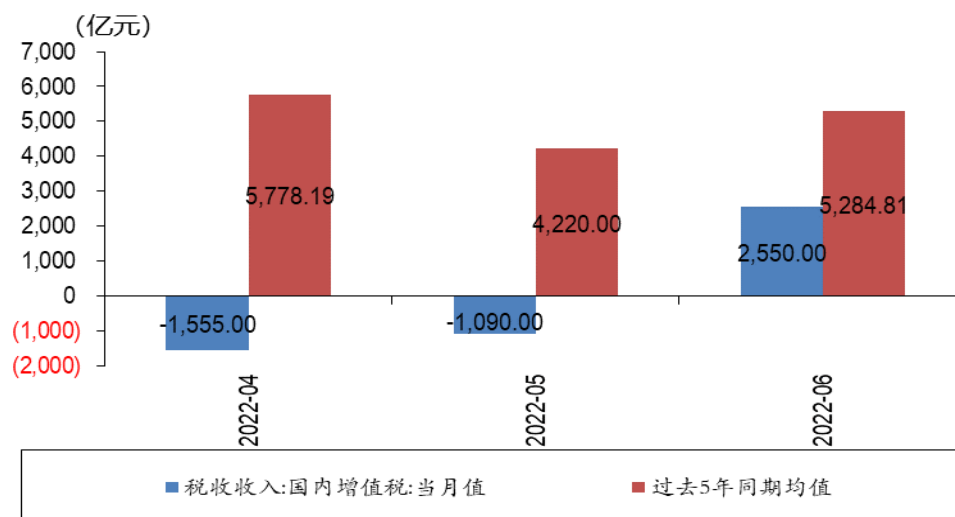
⁸ 详文见: https://www.gsm.pku.edu.cn/thought_leadership/info/9044/2796.htm。

图表 13. 全体产业债信用利差 (中位数)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 4月至6月增值税大幅低于过去5年同期均值

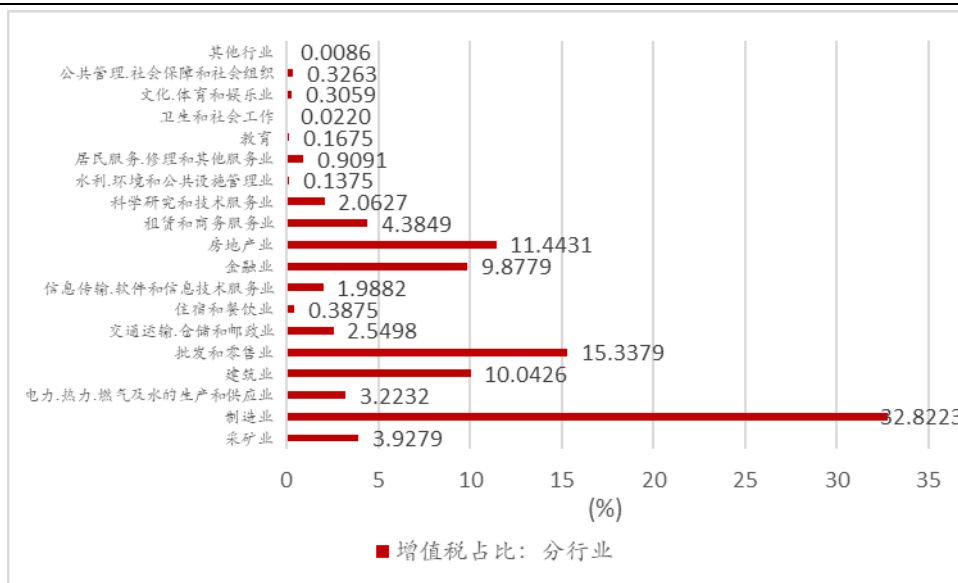


资料来源: 万得, 中银证券

对于经济大盘来说, 大规模退税无疑是一剂强心剂。但是, 税收退还需要考虑公平性, 而疫情对行业的影响却并不公平。对于个别行业来说, 以 3%或 5%税率上缴的税额返还无法抵消疫情带来的收入下降。根据 2020 年税收年鉴数据显示, 2019 年中国二三次产业的增值税占比相当, 分别为 50.01% 和 49.91%。其中, 疫情影响较大的住宿餐饮和文娱本身并不是缴税大户, 分别缴纳增值税 242 亿元和 191 亿元, 占比仅有 0.39%和 0.31% (见图表 15)。而 2022 年上半年餐饮收入 20040 亿元, 较 2019 年同期下降 1240 亿元, 已经远超住宿和餐饮业的 2019 年全年增值税额, 更不要说连续三年的疫情带来的收入损失。同样的, 线下文娱活动低迷, 2019 年全年电影票房为 636 亿元, 而 2020 年和 2021 年分别仅有 199 亿元和 472 亿元, 下降幅度也是远超广播电影制作业的 62 亿元增值税⁹。而且, 根据 2021 年统计年鉴显示, 在增值税占比相当的情况下, 第三产业企业法人单位数量远超第二产业, 2020 年占比达到 79.5%, 说明第三产业每单位法人能够拿到的退税就更少了。不过, 2019 年国有企业的增值税占比仅有 9.8%, 说明增值税退税更多向民企私营企业倾斜。值得注意的是, 增值税退税对保第二产业和工业生产更为有利, 在内需消费不足和库存偏高的情况下, 高度依赖出口维持韧性。

⁹ 政府也注意到部分行业营收不足的问题, 力所能及地进行补贴。例如, 7月4日湖北省发布公告, 按照“每个座位每月补助25元、共补助3个月”的标准, 直接对电影院予以补助。

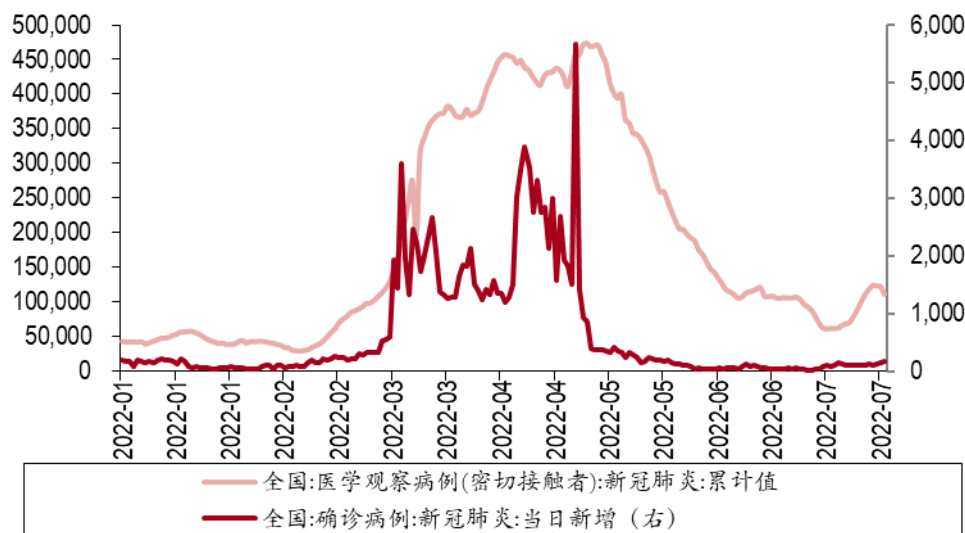
图表 15. 2019 年国内增值税分行业占比



资料来源：中国 2020 年税收年鉴，中银证券

疫情发展的不确定性仍可能对政策落地生效形成扰动。虽然中国已经走出上一波病例高增长期，物流和人流的堵点也有所缓解，但是远未到正常化状态。而且，奥密克戎病毒的高传播性和隐蔽性也加大了经济工作的难度。7 月以来，新增病例和密接人数又再次抬头，防疫形势依然严峻（见图表 16）。在各地政府的目标函数里，疫情和经济增长呈现此消彼长的关系，来回的“拉锯战”造成经济活动和市场信心波动。

图表 16. 全国（不含港澳台）当日新增和密接人次



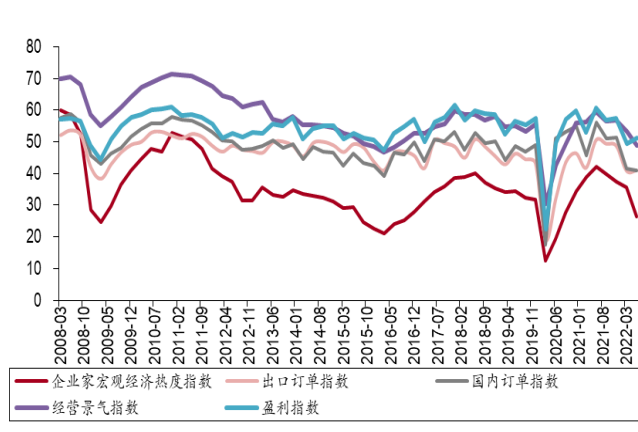
资料来源：万得，中银证券

三、密切关注事态的后续发展

一些问题在 2022 年 3 月国内疫情多点散发前就已经存在。2021 年底中央经济工作会议提出经济发展面临需求收缩、供给冲击和预期转弱“三重压力”。其中，预期的自我实现最为棘手。随着现状持续不见好转，预期会持续转弱，进一步降低政策实施的效果和提高后续扭转局面的成本。

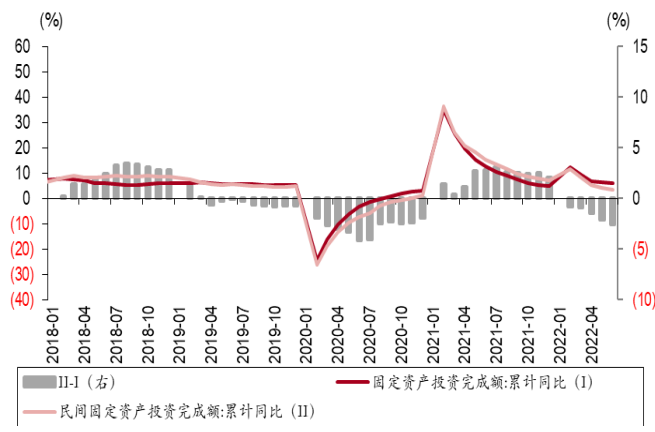
企业端看，企业家预期和信心有待进一步改善。根据人民银行的企业家问卷调查显示，二季度企业家宏观经济热度、出口订单、国内订单、经营景气和盈利等指标的季度同比均大幅下滑，除了出口订单环比回升 0.1 个百分点以外，其余四个指标环比均有不同程度的下降（见图表 17）。预期不稳导致民间固定资产投资也较为疲软。2022 年前 6 个月民间固定资产投资持续下滑，已经低于 2019 年底的水平，且与整体固定资产投资增速的差值逐月扩大（见图表 18）。贷款需求也表明当前处于逆周期调节阶段，民企更加谨慎。根据人民银行的银行家问卷调查显示，小微企业信贷需求下滑最多，二季度大型、中型和小微企业贷款需求指数环比分别下降 8.9、9.5 和 13 个百分点。分行业看，制造业贷款需求下滑 10.7 个百分点，是主要行业中下滑最多的。

图表 17. 企业家宏观经济指数



资料来源：万得，中银证券

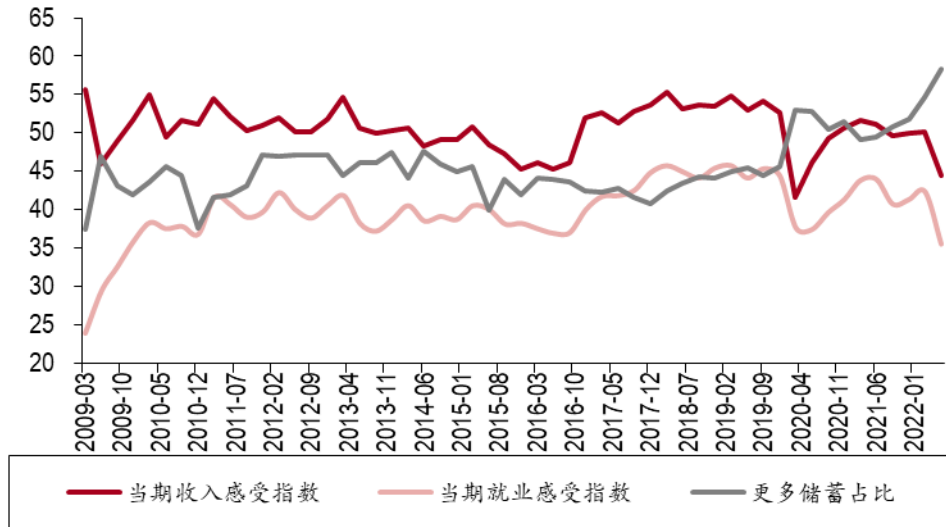
图表 18. 固定资产投资和民间固定资产投资增速



资料来源：万得，中银证券

居民端看，收入下滑，就业感受创多年新低，储蓄意愿上升。根据人民银行的城镇储户问卷调查显示，二季度居民的当期收入感受指数环比下降 5.7 个百分点；当期就业感受指数环比下降 6.8 个百分点至 35.6%，创下近十二年来新低；更多储蓄占比环比上升 3.6 个百分点至 58.3%，创数据以来新高，且连续五个季度上升（见图表 19）。储蓄过剩容易产生低利率和资产荒，消费动能下降会恶化企业经营状况，进而反噬就业并进一步提升储蓄倾向。居民消耗储蓄的方式主要是两种，要么以消费形式花掉，要么加杠杆去投资。前者仍有疫情的扰动，后者受房地产景气下滑影响。从上文的居民存款大幅增加和贷款显著少增也可以看出，居民已经有点为了存钱而存钱。

图表 19. 城镇储户收入、就业和储蓄指数



资料来源：人民银行，万得，中银证券

虽然短期稳增长压力较大，但是仍需要平衡短期和长期的矛盾。即便借了，债务要还的，可能需要数年才能恢复正常。前文已经提到部分企业和住户出现负债率上升和流动性下降的情况。企业和居民要么不愿进一步借贷，有多少钱办多少事，要么为了生存继续借钱保持流动性，进一步推高负债率。但是，由于看不清未来现金流，银行会担忧贷款风险。即便在企业 and 居民愿意借贷的情况下，也可能需要数年才能还清疫情期间欠下的债务，修复其资产负债表，这正是疫情疤痕效应的体现。

四、主要结论及政策建议

上半年金融数据显示当前中国信贷有效需求不足，居民部门避险情绪较高，社融大幅依赖政府融资。下半年金融改善的趋势和力度仍存在较大不确定性。虽然中国居民杠杆率较发达国家仍有上升空间，但在经历了多轮房地产刺激之后，居民债务上升较快，压力已不容忽视。在当前房住不炒、就业结构性压力较大和收入不足的情况下，居民缺乏加杠杆的意愿。同样的，虽然非国有企业的债务结构较为健康，但是加杠杆的逻辑也不够通畅。即便银行风险偏好上升，债务负担偏高与收入盈利预期下降的矛盾依然存在，企业压迫自己举债投资的意愿可能并不高。即便为了生存，企业不得不借款过日子，未来需要较长时间才能归还疫情期间产生的债务，形成疫情疤痕效应。

由于超预期突发因素导致稳增长压力陡升，一定程度上，2022年货币政策的宽松预期和程度较2020年更甚。市场普遍认为在国内就业和经济出现实质性改善之前，货币政策没有明显转向的担忧。但是，疏通货币政策传导需要与其他政策协调配合。2022年财政政策的力度之大，甚至有可能超越2020年疫情暴发初期。但是，在公平性约束下，仅有减税降费、留抵退税无法对冲疫情对各个行业的不对称影响。受疫情影响较大的行业可能需要数年才能修复资产负债表。此外，保住存量却无法有效创造增量可能会造成代际传承损失（三年疫情毕业生的困局），社会整体福利的下降也有可能显现。

稳增长是当前首要任务。高效统筹疫情防控和经济社会发展工作，在保障物流畅通、产业链供应链稳定，以及做好能源粮食保供稳价的前提下，“以我为主”的货币政策仍有空间发挥总量和结构双重功能，创造加杠杆的环境，但问题是谁来加、谁愿意加。财政政策是关键，需要为实体部门创造现金流、改善偿付能力，在协同其他部门推动6方面33项稳增长政策落地生效的同时，积极谋划增量政策，有备无患。

风险提示：中国疫情超预期，国际通胀和货币紧缩超预期，地缘政治风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371