

“超额融资”消失了吗？ ——宏观交流与思考第1期

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002

chenxing@ctsec.com

核心观点

一季度经济增长好于预期的情况下，4月PMI、物价和融资等多项数据下滑，这是否意味着经济恢复就此偃旗息鼓，还是会有再度向好的可能？

相关报告

1. 《【财通宏观陈兴团队】居民“去杠杆”再现——2023年4月金融数据解读》

2023-05-11

2. 《物价增速为何显著回落？——4月物价数据解读》 2023-05-11

3. 《【财通宏观陈兴团队】出口为什么还能高速增长？——4月外贸数据解读》

2023-05-09

- ❖ **超额储蓄转化乏力，“超额融资”更切实际。**年初市场对于经济复苏抱有期待，居民的超额储蓄成为焦点，但其对居民消费特别是商品消费的带动并不显著。我国居民超额储蓄的形成，并不像美国一样伴随着居民资产负债表的扩张，而只是资产端的结构变化，是购房和投资等支出意愿下降后的主动选择。去年我国居民部门总资产增速由前一年的11%左右降至近乎归零，因而其向消费转化的程度要大打折扣。我们认为，**超额融资才是我国在疫情之后扶持政策的典型特征**，随着时间的推移和疫情约束缓解带来的复苏，与海外超额储蓄相类似，最终这部分融资将带动投资的增长，进而为经济恢复提供必要支撑。
- ❖ **“超额融资”从哪里来？**4月融资数据走势低迷，但这并不意味着超额融资模式的终止。从财政方面来看，**政策性开发性金融工具**可能成为超额融资的重要来源之一，我们预计，落地时间可能在二季度末或下半年。从以往经验来看，政金债的净融资节奏与以政策性工具为代表的表外财政强度高度相关。此外，结构性货币政策工具在超额融资的形成中也发挥了很大作用，事实上央行通过这类工具的操作，实现了定向降息的效果。根据我们的测算，**这类工具还有1.5万亿美元的额度未投入使用，余量尚较充裕**。疫情前融资增速领先经济增长，随着疫情政策约束放松，我们预计，两者之间的相关性有望再度显现，这意味着超额融资是后续经济恢复强度的保证。这种领先关系在微观层面也能够印证，信贷脉冲大约领先工业企业利润15个月左右，而工业企业盈利和上市公司利润增速大体同步，因而企业盈利也会在超额融资带动下逐步迎来改善。
- ❖ **“超额融资”模式，增长有何特征？**首先，超额储蓄的释放集中于消费端，而超额融资的释放则集中在投资端，因而我国投资增速的表现一直以来要好于消费，特别是剔除了房地产投资后更为明显。**其次**，超额储蓄作用点直接体现在需求侧，而超额融资以提高供给能力为主，所以疫情后美国产能利用率水平持续高于我国。超额融资带来的生产能力优势，在出口上同样有所反映。不过，我们发现，超额融资所带来的产能扩张，在行业分布上其实并不均衡。研发投入强度较高的新兴产业，如计算机通信设备、电气机械等得到了更多的资源倾斜，已出现通缩压力。但部分传统行业产能扩张受到约束，因而存在价格上涨的压力。**第三**，超额储蓄模式在拉动消费增长的同时，也给经济带来了通胀问题，而我国超额融资模式能够缓和物价上涨的压力。**最后**，两种模式对于劳动力市场的影响也存在着差异，超额储蓄降低劳动者就业意愿，使得美国劳动力市场出现供应短缺的情况，而我国超额融资模式下，劳动力市场体现出供给过剩的特征。
- ❖ **风险提示：**政策变动，经济恢复不及预期

内容目录

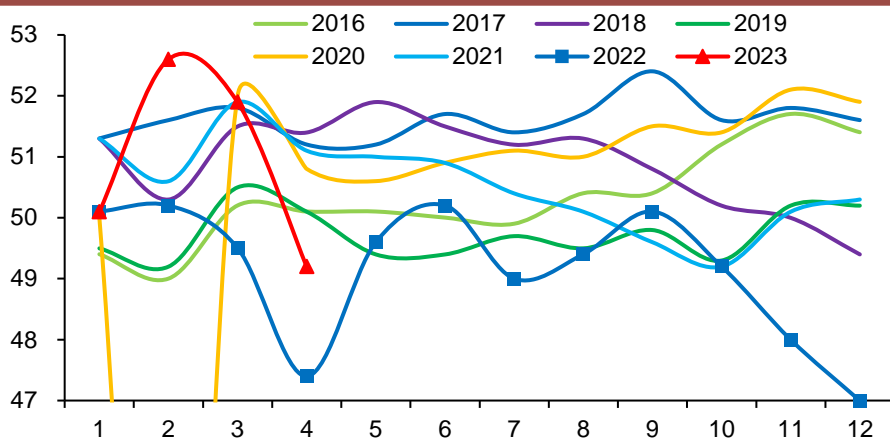
1	超额储蓄转化乏力，“超额融资”更切实际.....	3
2	“超额融资”从哪里来？.....	5
3	“超额融资”模式，增长有何特征？.....	8

图表目录

图 1.	全国制造业 PMI (%)	3
图 2.	美国超额储蓄变化.....	4
图 3.	我国居民总资产增速与存款增速 (%)	4
图 4.	历年一季度社融和信贷与 GDP 之比	5
图 5.	居民和企业部门中长贷同比多增 (亿元)	6
图 6.	政金债净融资额及同比变化 (亿元)	6
图 7.	结构性货币政策工具额度 (亿元)	7
图 8.	工业增加值和 M2 增速 (%)	7
图 9.	工企利润与信贷脉冲 (%)	8
图 10.	我国社零和固定资产投资增速 (%)	8
图 11.	我国和美国产能利用率及差值 (%)	9
图 12.	主要经济体对我国出口增速的拉动 (%)	10
图 13.	今年 Q1 各行业 PPI 环比增速及投资增长 (%)	10
图 14.	我国和美国 CPI 增速及两者之差 (%)	11
图 15.	滴滴 APP 月活数量 (MAU)	11

4月多项指标下滑，经济恢复偃旗息鼓？随着年初以来的各项数据陆续公布，使得人们能够一窥我国疫情约束放松之后的经济恢复面貌。正如4月底政治局会议所指出，经济运行实现良好开局，但好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足。在一季度经济增长好于预期的情况下，4月像PMI、物价和融资等多项数据有所下滑，那么，这是否意味着经济恢复就此偃旗息鼓，还是会有再度向好的可能呢？

图1.全国制造业 PMI (%)

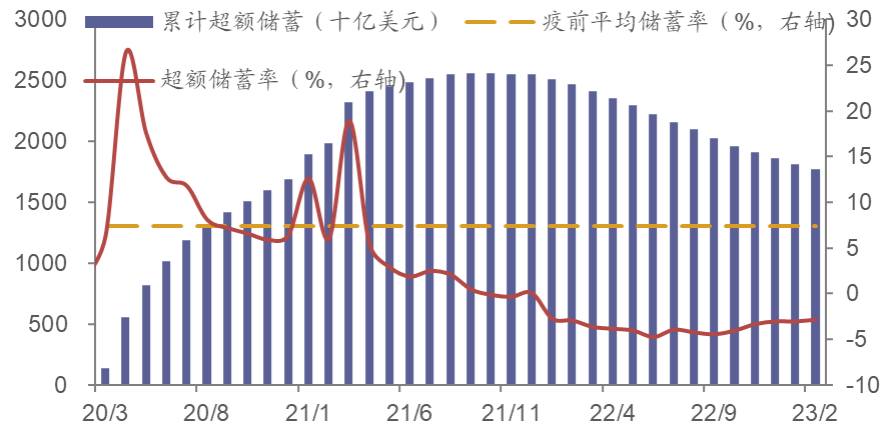


数据来源：WIND，财通证券研究所

1 超额储蓄转化乏力，“超额融资”更切实际

超额储蓄也有形成，消费转化相对乏力。如果把时针稍稍拨回到去年底今年初，市场对于年内经济复苏抱有一定期待，居民的“超额储蓄”成为了当时关注的焦点。其根源在于，海外发达经济体如美国，在疫情约束缓解之后，居民累积的超额储蓄逐步转化成了消费需求，带动国内经济的强劲增长。而在我国疫情约束减弱的时点，居民部门同样存在着超额储蓄的现象，市场寄希望于这部分储蓄能够和海外经济体的情况类似，转化成为现实的消费购买力。虽然4月我国新增居民存款由正转负，减少了约1.2万亿元，但余额依然较高，对于居民消费特别是商品消费的带动也并不显著。

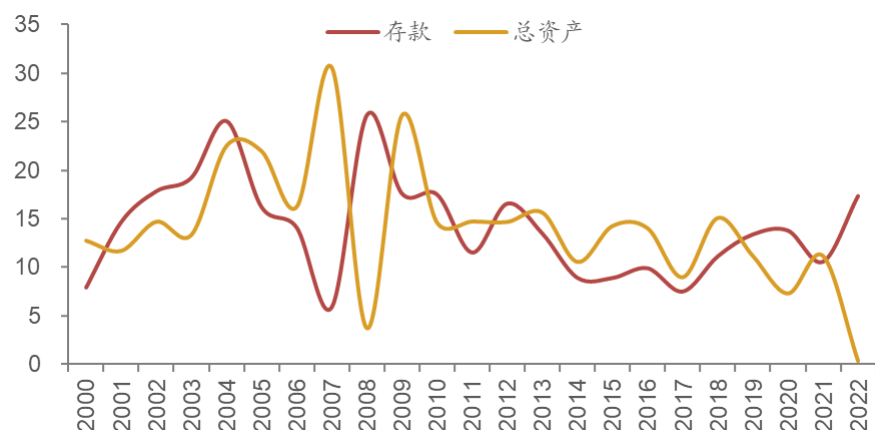
图2.美国超额储蓄变化



数据来源：WIND，财通证券研究所

居民资产增速下滑，储蓄成因全然不同。实际上，我国居民的“超额储蓄”只是看起来和美国类似，背后的成因却全然不同。美国在“财政货币化”的政策刺激路径之下，由政府举债进而向居民直接发钱，账户涌入的资金居民消化起来需要一定的时间，从而带来储蓄的被动式增加，随着时间的推移和疫情约束的缓解，最终这部分储蓄带动了消费的增长。但我国居民“超额储蓄”的形成，并不像美国一样伴随着居民资产负债表规模的扩张，而只是资产端的结构变化，是购房和投资等支出意愿下降后的主动选择。根据我们的测算，去年全年我国居民部门总资产增速由前年的11%左右降至近乎归零。因此，其向消费转化的程度要大打折扣，正如我们看到今年一季度社零的增长也只有5.8%，考虑到去年同期的低基数，这也并不算很高的水平。

图3.我国居民总资产增速与存款增速（%）

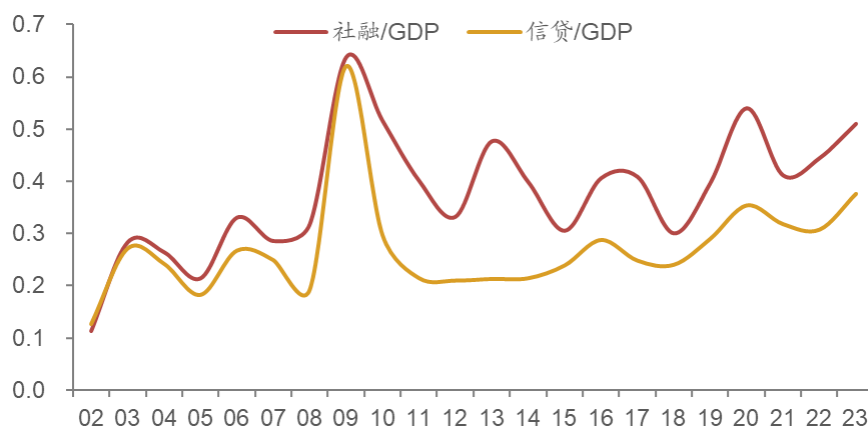


来源：WIND，财通证券研究所

“超额融资”更切实际。不过，与美国等为代表的海外发达经济体不同的是，事实上“超额融资”才是我国在疫情之后扶持政策的典型特征。来自于包括表外财

政（政策性银行）在内的广义政府资金，以及央行的各类结构性货币政策工具的支持，使得企业融资方面的资金显得尤为充裕，而消化这部分资金同样需要一定的时间，形成了企业“超额融资”的现象。比如疫情刚刚发生时的 2020 年一季度，我国新增社融与 GDP 之比一跃上升至 0.54，是自 2010 年以来的同期新高，今年一季度，新增社融更是创下超过 14 万亿美元的“天量”，较去年同期增长了 21%，信贷也较去年同期增长了 28%，但与之形成鲜明对比的是，GDP 名义增速仅增长不足 5%。然而，随着时间的推移和疫情约束缓解带来的复苏，与海外“超额储蓄”相类似的是，最终这部分融资将带动投资的增长，进而为经济恢复在很大程度上提供必要支撑。

图4.历年一季度社融和信贷与 GDP 之比

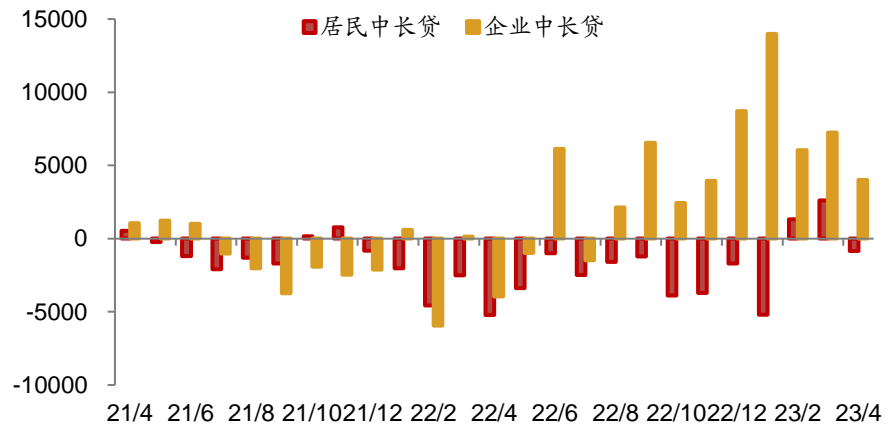


来源：WIND，财通证券研究所

2 “超额融资”从哪里来？

短期融资低迷，状态并未打破。然而，4月融资数据走势低迷，特别是新增人民币贷款规模，在去年同期基数较低的背景下，同比多增额大幅缩减。信贷投放节奏较一季度明显放缓，引发市场对于融资乃至经济恢复持续性的再度担忧。但我们认为，这并不意味着“超额融资”模式的终止，一方面，在居民贷款疲弱的态势下，企业中长贷规模仍保持较为显著的同比多增，而“超额融资”正是主要体现在企业端；另一方面，融资特别是信贷投放本身具有一定的内在节奏，前期充裕资金有待进入实体经济的背景下，短期再度大量投放资金也并不不可取，但这并不代表融资趋势拐点的确立，也更不意味着“超额融资”状态的打破。

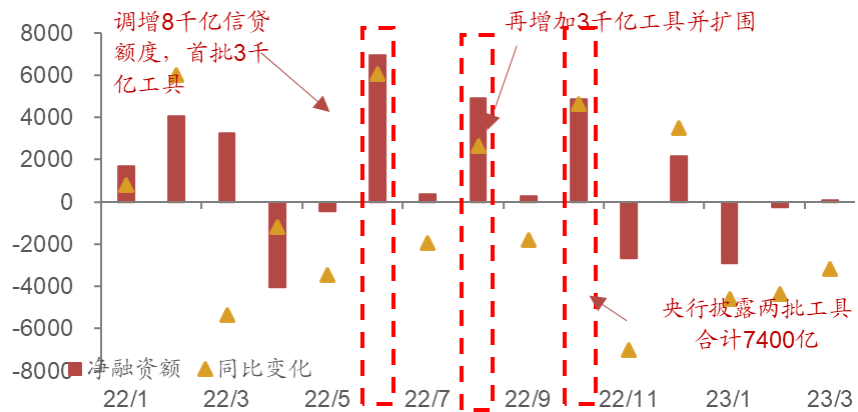
图5.居民和企业部门中长贷同比多增（亿元）



数据来源：WIND，财通证券研究所

财政关注表外部分。从财政方面来看，政策性开发性金融工具可能成为“超额融资”的重要来源之一，去年这一方式收到了较好的成效，有力地支撑了基建投资的高速增长，我们预计，今年该项措施可能会得以延续，年初表内财政资金的下拨以及专项债发行使得资金较为充裕，而政策工具的筹划落地时间往往在二季度末乃至下半年。我们发现，从去年的经验来看，政金债的净融资节奏与以政策性工具为代表的表外财政强度高度相关。

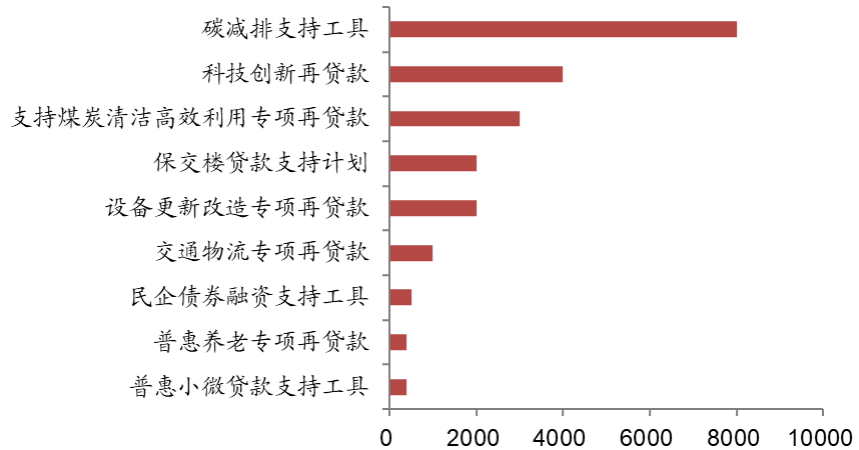
图6.政金债净融资额及同比变化（亿元）



来源：WIND，财通证券研究所

货币工具余量充裕。结构性货币政策工具在超额融资的形成中也发挥了很大的作用，事实上央行通过这类工具的操作，实现了定向降息的效果。虽然央行表示结构性货币政策工具的退出将平稳有序，但工具退出指的是中央银行不再新发放资金，而已经发放的存量资金可以继续使用，最长使用期限可以达到3到5年。截至今年3月末，结构性货币政策工具一共是17项，余额大约6.8万亿元，根据我们的测算，这类工具还有1.5万亿的额度未投入使用，余量尚较充裕。

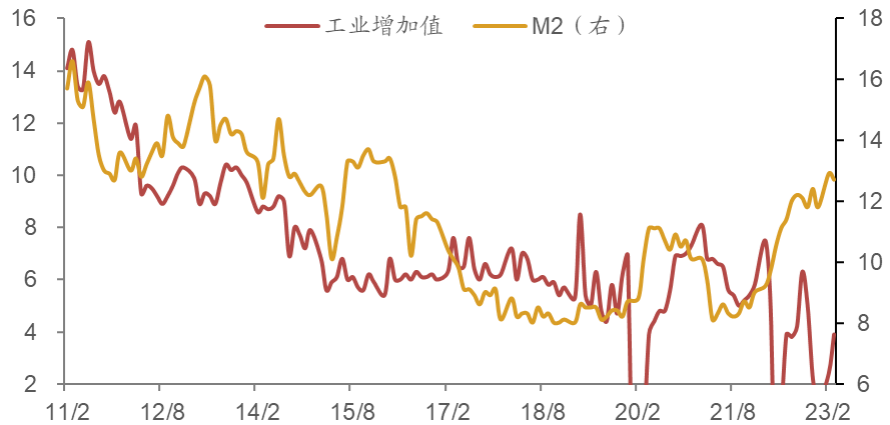
图7.结构性货币政策工具额度 (亿元)



来源: WIND, 财通证券研究所

融资领先增长，关系有望重现。“超额融资”究竟能否保证经济恢复的持续性？其实新冠疫情之前，融资增速对于经济增长呈现出稳定性较强的略领先关系，不过这一关系的稳定性在新冠疫情时期有所打破，究其原因，在于疫情对于经济活动的阻滞，难以被融资条件的改善所化解。但随着疫情政策的约束逐渐放松，我们预计，两者之间的相关性有望再度显现，这意味着“超额融资”是后续经济恢复强度的保证。

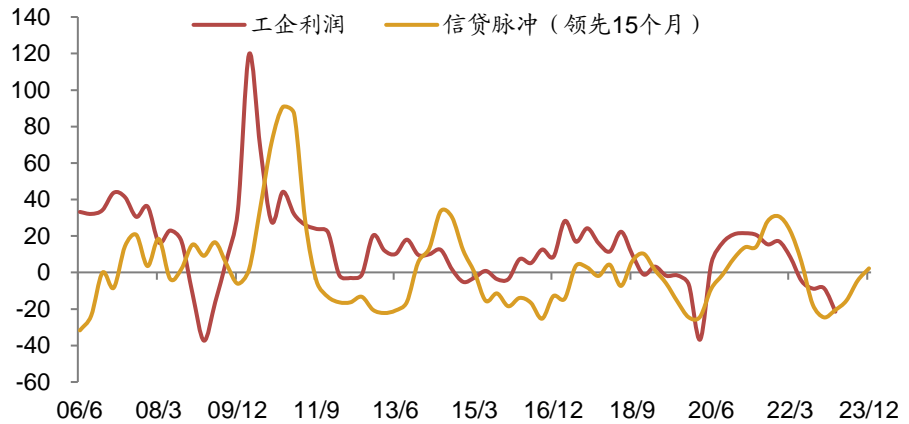
图8.工业增加值和 M2 增速 (%)



来源: WIND, 财通证券研究所

微观层面印证，盈利也会改善。这种领先关系在微观层面也能够得到证实，我们发现，信贷脉冲大约领先工业企业利润 15 个月左右，而从信贷的表现来看，年初跌幅超过-20%的企业利润增速很可能是本轮企业盈利的底部，3 月规模以上工业企业利润增速降幅虽在低位，但已然收窄。而工业企业盈利和上市公司利润增速又大体同步，因此这意味着微观层面企业盈利也会在“超额融资”的带动下逐步迎来改善。

图9.工企利润与信贷脉冲 (%)



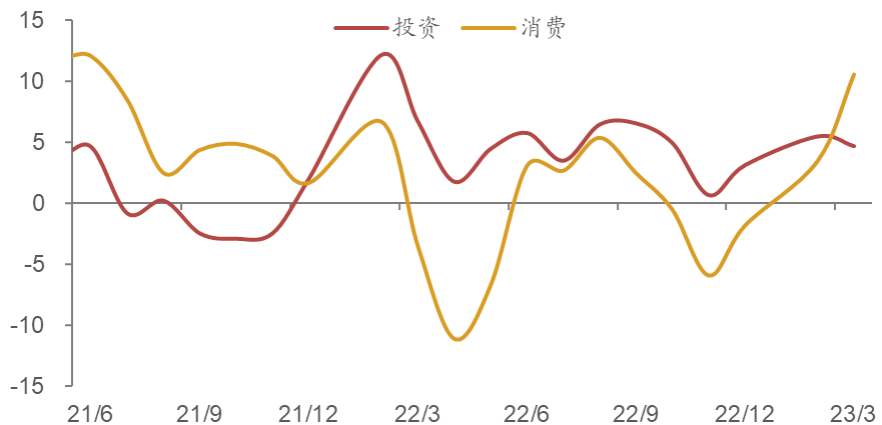
来源：WIND，财通证券研究所

3 “超额融资”模式，增长有何特征？

“超额融资”模式虽然和“超额储蓄”模式类似，最终都会对经济增长产生拉动作用，但由于两者实现增长的路径不同，因而在对经济环境的影响上存在很明显的差异，参照“超额储蓄”模式来理解我国疫后的经济复苏，则无异于南辕北辙。

“超额融资”紧盯投资，表现明显好于消费。首先，毫无疑问的是，超额储蓄的释放集中于消费端，所以我们会看到，在疫情之后美国的消费增速持续高于我国消费的增长，按照居民消费支出的口径来看，去年美国消费增速平均要高出我国接近5个百分点。而对应着“超额融资”的释放则集中在投资端，因而我国在不考虑基数效应的影响下，投资增速的表现一直以来要好于消费，特别是剔除了房地产投资的拖累后，投资增速相对于消费的表现更强。

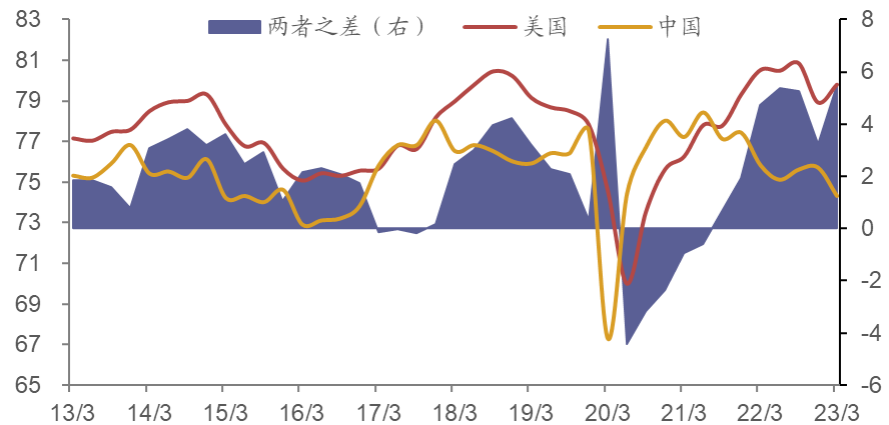
图10.我国社零和固定资产投资增速 (%)



来源：WIND，财通证券研究所

“超额融资”提高供给，产能扩张存在差异。其次，“超额储蓄”的释放对应着消费的改善，其作用点直接体现在需求侧，而“超额融资”的释放对应着投资的增长，其作用点以提高供给能力为主。所以在疫情后我们发现，美国产能利用率水平持续高企，而我国产能利用率则显著下降，诚然，这与两国需求变化不无关系，但产能扩张的速度无疑也发挥了重要影响。自2022年以来，美国和我国产能利用率平均来看要相差4.8个百分点。

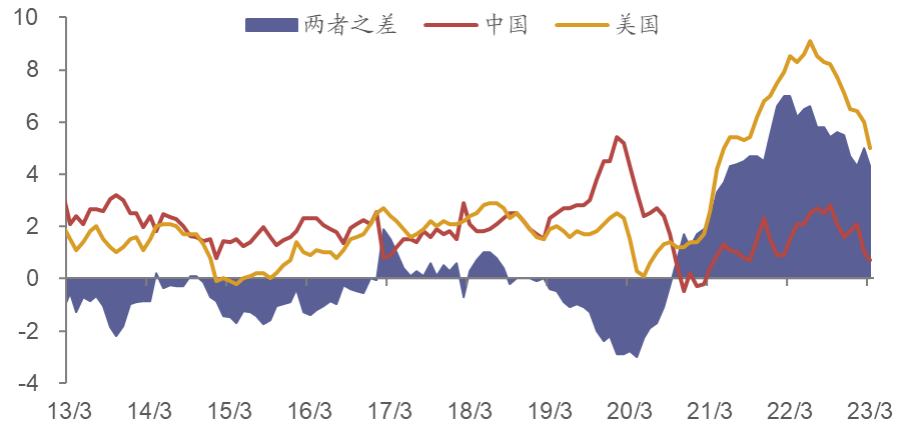
图11.我国和美国产能利用率及差值(%)



来源：WIND，财通证券研究所

出口依托制造优势，超额融资保障生产。“超额融资”带来的生产能力优势，在出口上也有所反映。今年3月和4月我国出口增速持续超出市场预期，而从国别上来看，主要来自第三世界国家的贡献，如4月俄罗斯和非洲合计拉动我国出口增长的五成左右，东盟和拉美地区拉动效果也较显著。其背后的原因在于，全球“再工业化”的背景之下，这些国家生产能力的恢复和再造，需要依托我国完备的制造业体系做配套，表现为中间品出口的增多，而“超额融资”正是我国生产能力的保证。

图14.我国和美国 CPI 增速及两者之差 (%)



来源：WIND，财通证券研究所

劳动力供给过剩，就业压力有待化解。最后，两种不同的增长模式对于劳动力市场的影响也存在着差异，“超额储蓄”模式下，直接补贴居民的方式降低了劳动者的就业意愿，使得美国劳动力市场出现供应短缺的情况，职位空缺率居高不下，对应着美国失业率呈现低位稳定。但在我国“超额融资”的增长模式之下，供给的恢复要先于需求侧，这使得劳动力供应显得尤为充裕，我国劳动市场上一定程度体现出供给过剩的特征，短期就业压力仍较显著。

图15.滴滴 APP 月活数量 (MAU)



来源：WIND，财通证券研究所

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。