



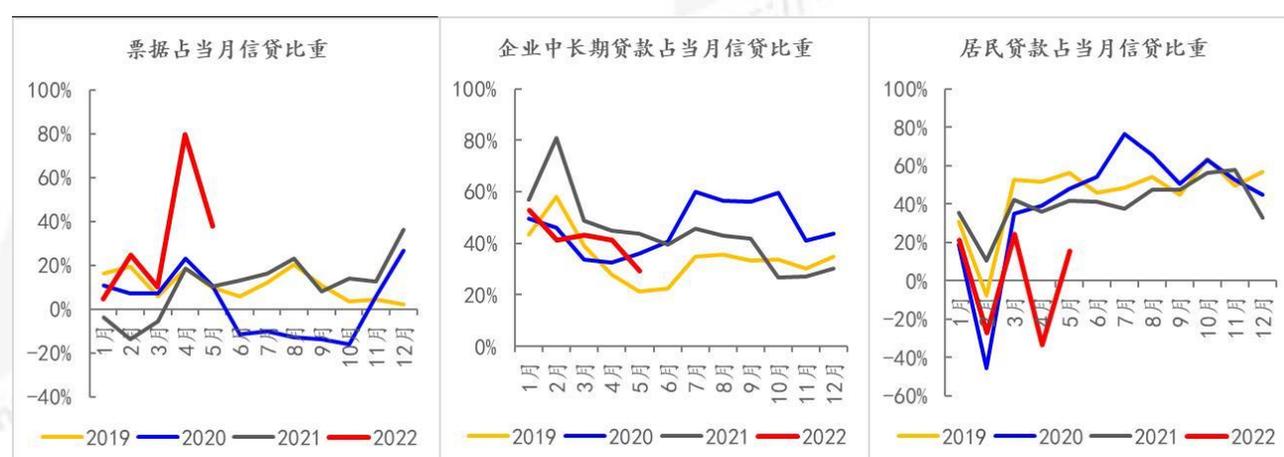
政策急行，更要避免“萝卜快了不洗泥”的效率损失



5月份社融和信贷增速依次为10.5%、10.9%，分别较上月提高了0.3%和0.2%，反映出5月中旬出台的一揽子政策效果已开始显现，尤其是本次政策传导很快，之前的相关信息显示5月份前两周信贷曾处于负增长状态，可见5月份信贷投放由负转正应主要是在最后一周完成的，而融资活动显现出的积极迹象，无疑有助于实现“推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间”的宏观意图。

不过从5月份信贷的实际投放情况来看，实体部门融资需求的低迷状态尚未得以彻底扭转。在当月份投放的1.89万亿的信贷中，有近40%是票据融资，企业中长期贷款占比不到30%，居民贷款虽然扭转了上月负增长局面，但占比也仅为15%，而且将近四年信贷投放的比较来看，无论是与疫情前相比，还是与2020年首次抗疫相比，当前实体融资需求都明显偏弱，因此，5月下旬以来信贷等融资活动出现的积极迹象能否持续，还需要观察。

图1：信贷投放情况

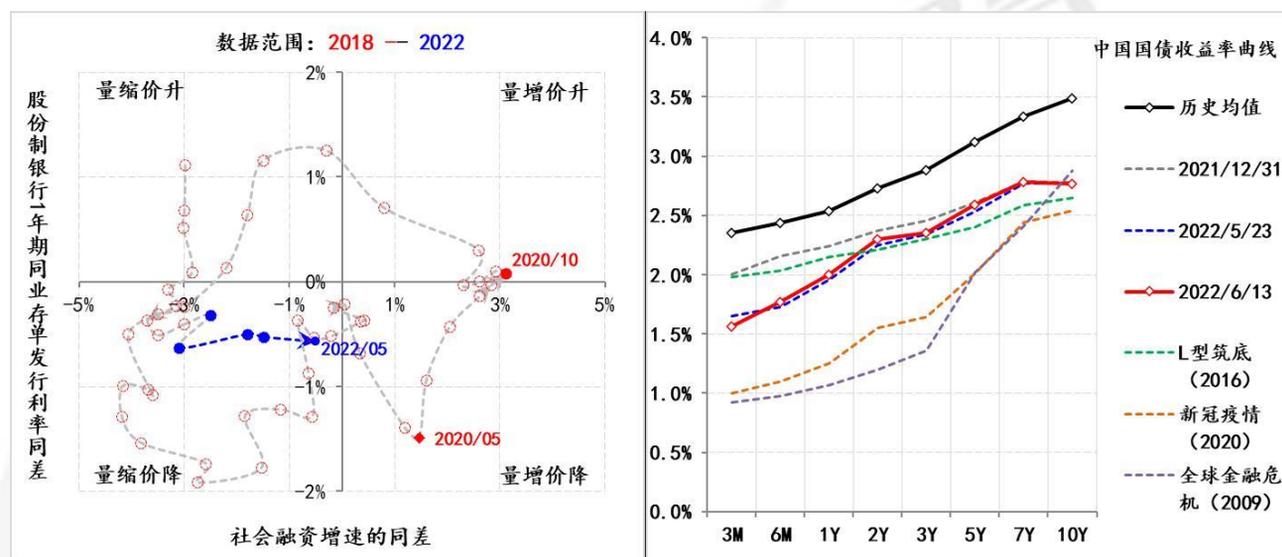


数据来源：Wind

从整体融资环境较上年的边际变化情况来看，社会融资的扩张与金融机构主动负债的成本，均较 4 月份更趋向量增价降的宽松方向，只是目前融资环境的边际宽松力度还未达到 2020 年同期的程度，当然这与两个阶段的不同基数有关。

从市场利率环境的变化来看，以国债市场为例，各期限国债收益率仅仅是在一揽子政策出台时有过小幅的下降，之后又逐渐恢复至政策出台前的水平，也反映出市场对于后续政策及经济的筑底持观望态度，而目前的市场利率水平，无论是短期的，还是中长期的，依然均高于 2020 年首次抗疫期间的水平，相应在不实施“大水漫灌”的前提下，如何将社会融资成本降至与经济快速筑底相匹配的水平，依然是政策部门的难题。

图 2：融资环境的边际变化情况



数据来源：Wind

一季度名义 GDP 实现了 8.95% 的增长（实际增速 4.8%），相应宏观杠杆率仅较上年末抬升了 3 个百分点至 276%，而京沪两地疫情散发对经

济的冲击主要体现在 4、5 月份，所以二季度经济增速一定会较一季度有明显的回落。假设在一揽子政策推动下，二季度 GDP 实际增速虽有回落，但避免了负增长，那么按照 5 月份融资扩张速度来估算，二季度宏观杠杆率可能进一步提升 5%-8%至 280%左右的水平。宏观杠杆率如此快速地提升，如何保持加杠杆的宏观效率就成为评估本轮稳经济政策实施的关键。

在应对全球金融危机和新冠疫情过程中，中国均实施加杠杆的宏观政策，期间加杠杆的宏观效率曾出现过阶段性递减的局面。例如，在应对全球金融危机时，中国的增量资本产出率（ICOR）一度由 3 提高到 5 以上，即实现一个单位经济产出所需的增量资本由 3 个单位扩大到 5 个单位，对应投资产出效率下降了 40%，不过伴随经济运行状态的回归，ICOR 又回到了 3 的水平。

2020 年应对新冠疫情时，中国的 ICOR 由疫情前的 4-6 的水平大幅提升至 12 以上，对应投资产出效率一度下降近 55%，2021 年疫后复苏带动下，ICOR 又回归到 4-5 的水平。

在上述两次危机应对过程中，实体企业和居民是同步快速加杠杆的。

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_42992

