

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。

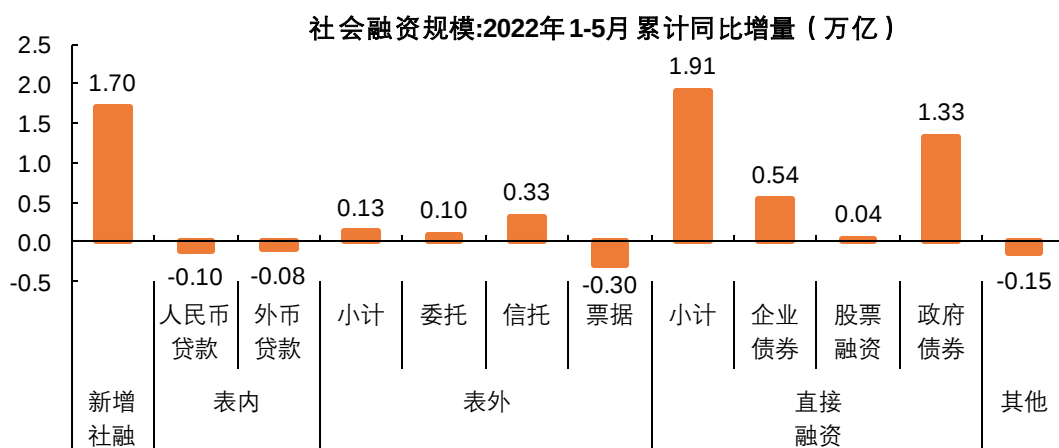
一、2022 上半年“稳信用”的特点

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

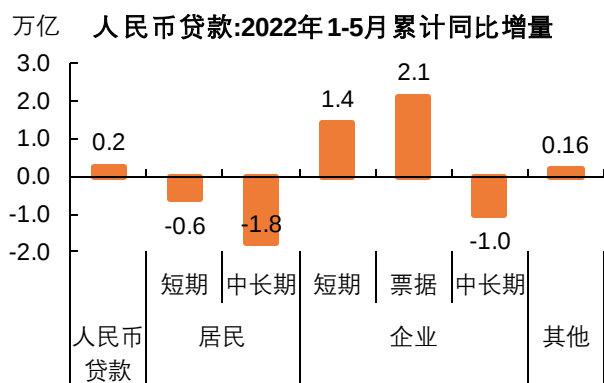


资料来源: Wind, 平安证券研究所

表内信贷总量偏弱，结构上呈现出三大特点：

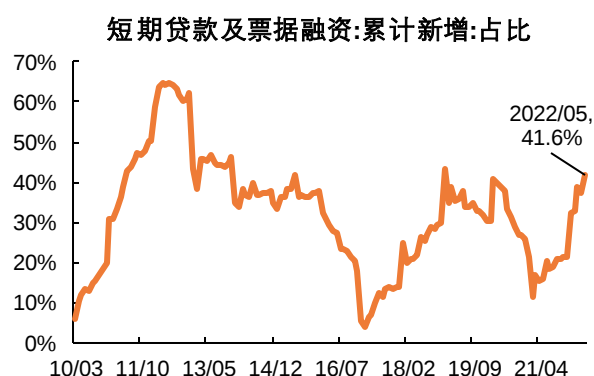
一是，**短贷票据冲量**。1-5 月新增人民币贷款中，企业短期贷款及票据融资的占比高达 41.6% (相比 2021 年全年提升了 20.1 个百分点)，贡献了 3.5 万亿的同比增量；而企业中长期贷款、居民中长期贷款和居民短期贷款投放疲弱，同比分别少增 1.0 万亿、1.8 万亿和 0.6 万亿。也就是说，表内信贷的“稳”源于银行依靠票据、短贷等的冲量行为，中长期信贷投放的成色仍显不足。

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%

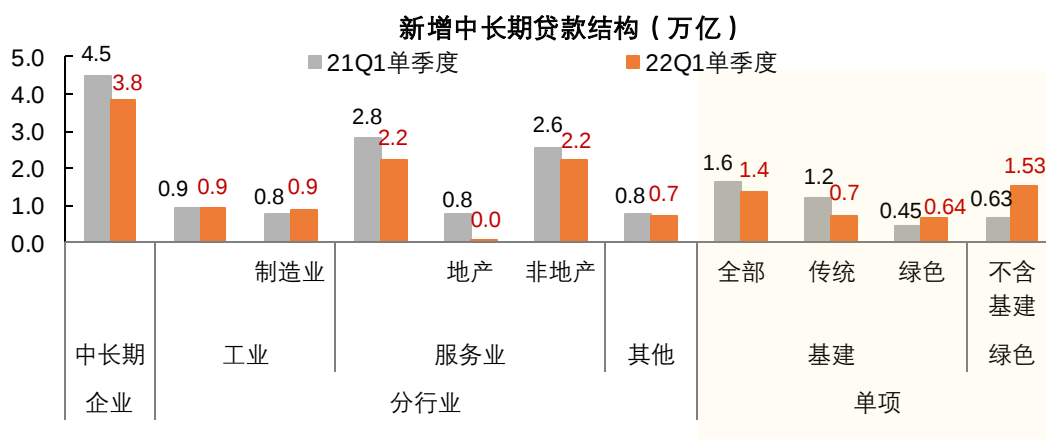


资料来源: Wind, 平安证券研究所

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

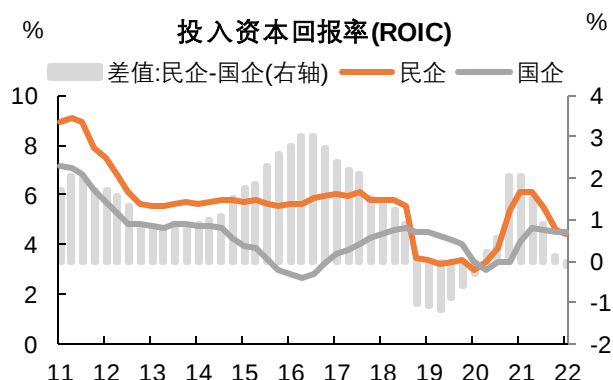
为此,央行开始更加注重贷款增长的质量和持续性。5月9日发布的一季度货币政策执行报告中,将“引导金融机构有力扩大信贷投放”改为“引导金融机构合理投放贷款”。5月13日和6月2日新闻发布会,央行均强调了“增强信贷总量增长的稳定性”。

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

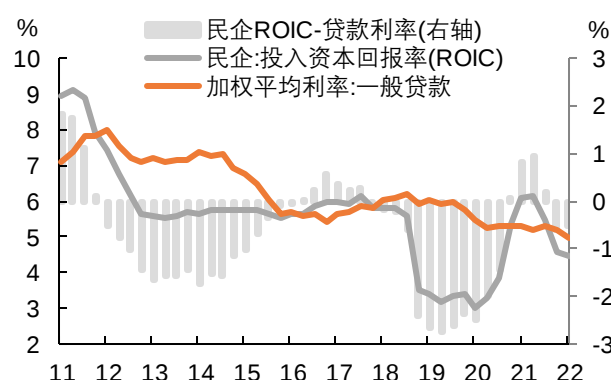
年初以来，我国经济所面临的三重压力并未消退，这使得企业投资回报率进一步走低。特别是，多处于产业链中下游的民营企业，面临着更大压力。一季度上市民营企业的投入资本回报率比国有企业低 0.1 个百分点，相比于金融机构的贷款利率低 53bp。二季度以来，在经济失速下滑的情况下，企业投入资本回报率可能已进一步下滑。

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：

贷款利率=风险溢价 + LPR 报价

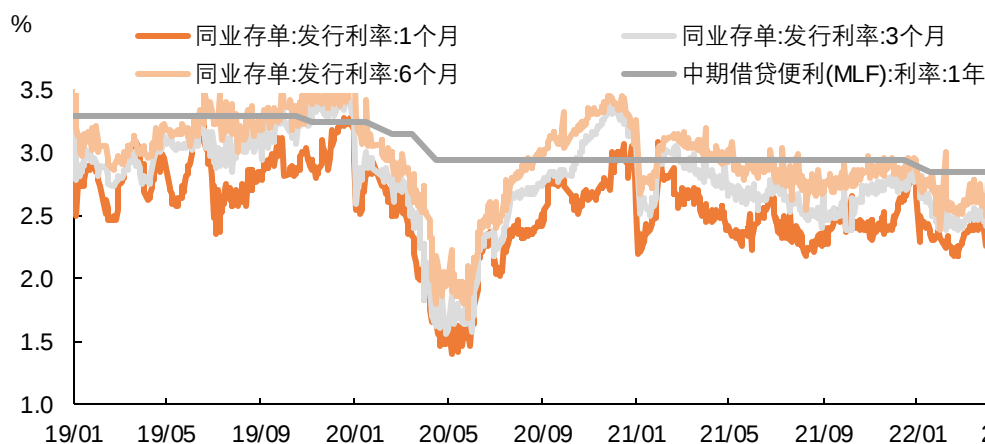
= 风险溢价 + (银行息差 + 银行负债成本)

= 风险溢价 + [银行息差 + (高成本负债占比 * 金融市场利率 + (1 - 高成本负债占比) * 存款利率)]

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

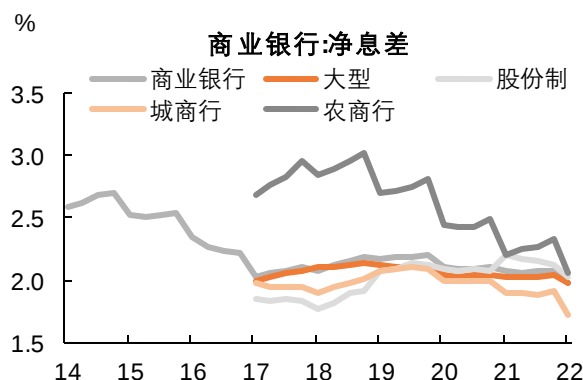


资料来源: Wind,平安证券研究所

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%。

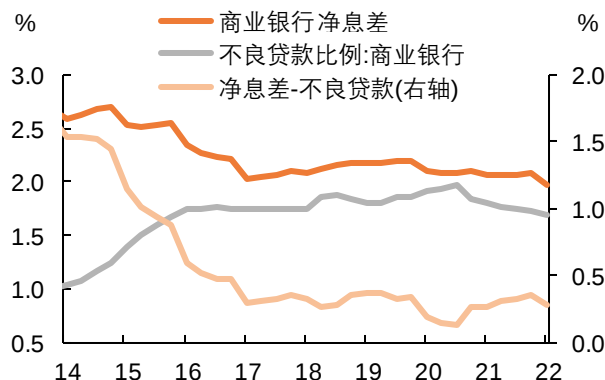
三是,推动金融机构让利实体经济,降低银行净息差。2022年一季度,商业银行净息差降至1.97%,较2021年同期低10bp,创2010年以来的统计低点。不过,后续银行净息差的压降空间可能较为有限:一方面,近年来金融机构让利过程中,此前高息差的农商行息差下滑最为明显。农商行净息差从2018年末的3.02%收窄至今年一季度的2.06%,与国有大行的差值从88bp降至了8bp,后续进一步大幅压缩的难度加大。另一方面,合理的净息差有助于商业银行长期稳健经营。商业银行不良贷款率一定程度上体现了贷款的损失风险。2018年以来,我国商业银行净息差平均高出不良贷款率28.7bp,这部分利差还需涵盖贷款过程中的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

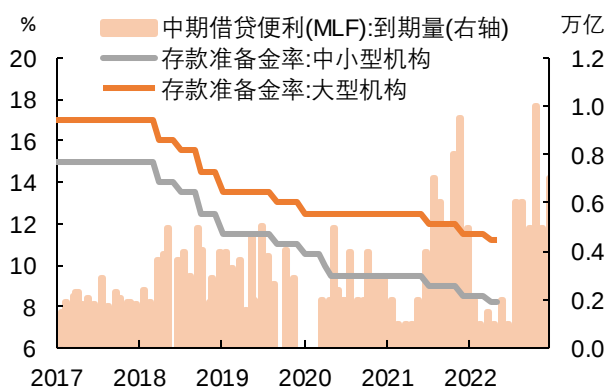
展望下半年，“降成本”或从以下几个方面着手：

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。存款利率市场化调整机制改革后，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。

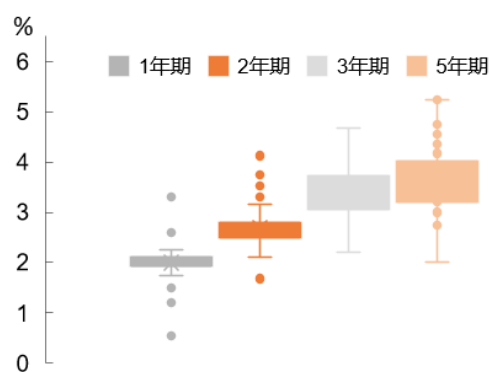
其次是改革，尤其是推进存款利率市场化改革。存款利率市场化改革已从 2020 年的压降结构性存款规模，2021 年的优化存款利率自律上限机制，深化至今年以来参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，以 MPA 考核“柔性”指导的激励相容机制。

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



图表11 部分银行的定期存款利率仍有压降空间



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_43353

