

宏观点评报告

社融触“冰”

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



事项：

2022 年 4 月新增社融 9102 亿元，新增人民币贷款 6454 亿元，M2 货币供应量同比增长 10.5%。

平安观点：

- 4 月社融降至疫情以来“冰点”。国内疫情形势严峻、经济下行压力进一步增大，宽信用再度受挫。4 月社融偏弱的核心拖累因素是表内信贷低迷，而其支撑因素在于表外融资压降放缓、直接融资维持在高位。另有两点值得关注：一是，表外票据缩量严重，而表内票据继续“冲量”。二是，城投债发行同比大幅收缩，监管政策依然偏紧，或影响到对基建稳增长支持。
- 4 月新增人民币贷款仅为去年同期的 44%，创 2013 年以来同期的最低值。
1) 居民部门全面“去杠杆”，背后是疫情频发、居民购房和消费意愿不足，而经营贷款也趋于收缩。2) 企业主要以短贷和票据“加杠杆”，中长期贷款仅为去年同期的四成。央行在 4 月份金融统计数据的答记者问中解释，在疫情和企业生产成本上升的影响下，企业有效融资需求明显下降。
- 4 月 M1、M2 增速双双回升。1) M2 增速回升 0.8 个百分点至 10.5%，主要有两点原因：一是，央行 2022 年以来已将 8000 亿元结存利润上缴财政，形成了相应规模的基础货币投放；二是，央行在 4 月 25 日“全面+定向”降准各 25bp，释放出 5300 亿的流动性，对 M2 增速有所提振。2) M1 增速上行 0.4 个百分点至 5.1%，体现出财政留抵退税助企纾困政策的积极影响，但经济下行压力加大下，企业经营性现金流偏弱，对宏观政策的发力依然有诉求。3) 从存款结构来看，4 月财政加码发力下企业现金流有所改善，但居民消费意愿不足、市场资金空转现象依然存在。
- 当前看，本轮疫情对经济冲击最大的时候可能已经过去。然而，实体经济贷款需求的恢复仍需时日。这一背景下，央行在贷款投放方面或更“重质”而非“冲量”。在 5 月 9 日发布的 2022 年第一季度货币政策执行报告中，央行将“有力扩大信贷投放”改为“合理投放贷款”，更加关注中长期贷款的增长动能。后续看，货币政策在保持流动性合理充裕的同时，或在以下三方面发力支持实体经济：一是，推动存款利率市场化改革，降低银行存款成本，并引导企业贷款利率下行。二是，加快落地结构性工具，支持契合高质量发展方向的绿色领域、科技创新、普惠养老等领域，积极推动重点领域中长期贷款的投放。三是，支持实体经济的薄弱环节和受疫情影响严重的行业。如市场主体困难进一步增加，或参考 2020 年经验推出更大规模的再贴现政策，提供定向流动性支持。

一、社融降至“冰点”

3月社融数据强劲反弹后，4月又降至疫情以来“冰点”。国内疫情形势严峻、经济下行压力进一步增大，宽信用再度受挫。2022年4月新增社会融资规模9102亿元，同比少增9468亿元，是2020年3月以来的单月最低值。社融存量同比增长10.2%，相比上月的高点下滑0.4个百分点。

从大类结构看，表内信贷是4月社融偏弱核心拖累因素，同比减少了9712亿。表外融资、直接融资是社融的支撑因素，分别多增519亿、380亿，分项中只有表外票据多减405亿元，企业债净融资少增145亿元。具体看：

一是，表内宽信用明显受阻，是社融不及预期的核心拖累因素。其中，新增人民币信贷仅3616亿，是2009年12月以来的社融口径新增人民币贷款的最低值。外币贷款4月减少了760亿元，既受季节性下行影响，又受人民币汇率贬值的冲击。本外币合并看，表内信贷相比2021年同期共减少9712亿元。

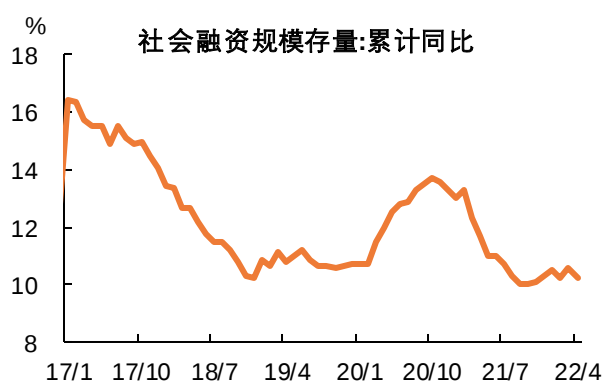
二是，表外委托贷款和信托贷款压降规模放缓，是4月社融最强的支撑因素。4月委托贷款压降2亿元，信托贷款压降615亿元，二者相比2021年同期共少减924亿元。将1-4月数据合并来看，委托贷款与信托贷款相比2021年同期共少减3315亿元。在经济下行压力加大的情况下，金融监管的实施力度可能已有阶段性的边际松动。

三是，直接融资同比多增，对4月社融构成一定的支撑。1) 企业债净融资3479亿元，同比少增了145亿。其中，地产债净融资约116亿元，已连续3个月正增长。2) 非金融企业境内股票融资1166亿元，同比进一步多增352亿元。股票全面注册制的稳步推进将有利于企业融资扩容。3) 政府债券净融资3912亿元，同比多增173亿元，相比2020年同期亦多增555亿元，政府债券发行依然积极。

值得关注的有两点：一是，表外票据缩量严重，而表内票据继续“冲量”。未贴现银行承兑汇票4月减少了2557亿元，在去年低基数基础上多减了405亿元。不过，表内票据4月增量偏高，或挤压了表外票据的投放规模。如将表内外票据合并来看，4月表内外票据融资新增2591亿元，高于去年同期和2017-2021年均值。

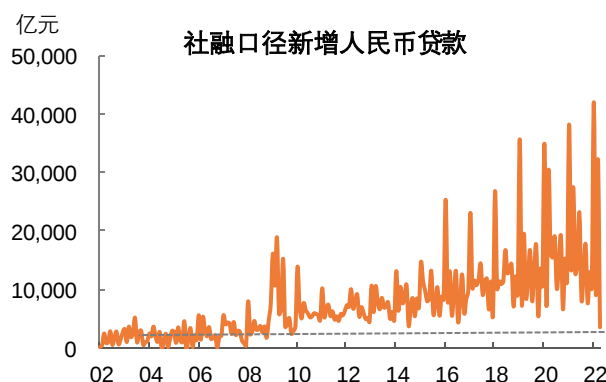
二是，城投债发行同比大幅收缩，监管政策依然偏紧。4月Wind口径城投债实现净融资1429亿元，仅为去年同期的61%。不过，信用债市场AA及以上评级城投债信用利差下行幅度在10-20bp不等，城投债需求依然旺盛，供给减少导致“结构性资产荒”再现。尽管4月中央政治局会议及财经委会议对基建稳增长做出进一步部署，但地方政府隐性债务监管并未出现松动迹象，发改委对城投平台美元债的发行还进行了规范性指导。

图表1 4月社融存量同比增速10.2%，相比3月回落0.4个百分点



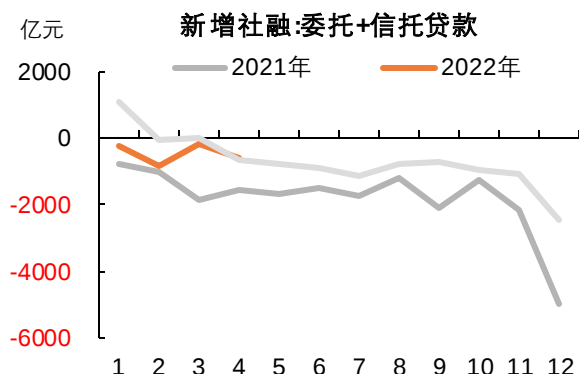
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 2022年4月社融口径新增人民币贷款为2009年12月以来的最低值



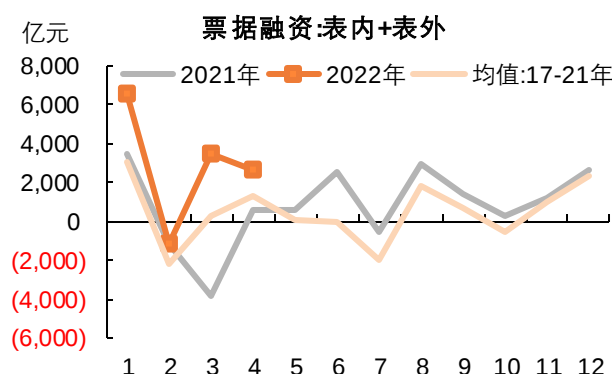
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 4月表外委托、信托贷款压降放缓



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 4月表内外票据融资同比多增 2032 亿元



资料来源:wind, 平安证券研究所

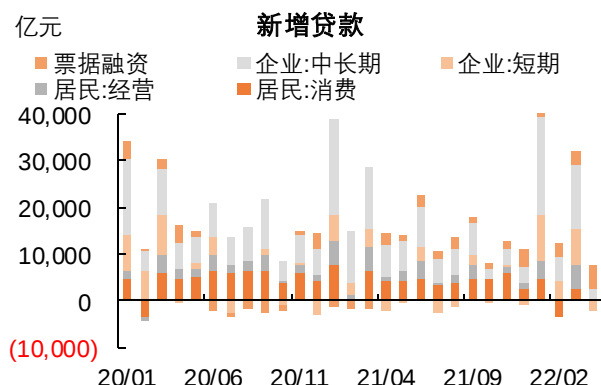
二、居民全面“去杠杆”

4月新增人民币贷款仅为去年同期的44%，创2013年以来同期的最低值。企业主要以短贷和票据“加杠杆”，中长期贷款仅为去年同期的四成，而居民贷款需求进一步走弱。4月新增人民币贷款6454亿，同比少增8246亿元，相比2020年同期少增10546亿元；贷款存量同比增长10.9%，相比上月下滑了0.5个百分点。具体地：

居民户房贷、非住房消费贷、经营贷皆为负增长。一方面，疫情频发、购房和消费意愿不足下，居民户再度“去杠杆”；另一方面，疫情冲击下，微观市场主体的经营贷款也趋于收缩。**1) 居民消费贷款**减少1649亿元，同比少增5883亿元。其中住房贷款、不含住房贷款的消费贷款分别减少605亿元、1044亿元，同比分别少增4022亿元、1861亿元。**2) 居民经营贷款**减少521亿元，同比少增1569亿元。多属服务业的个体工商户、小微企业主明显受到疫情负面冲击。

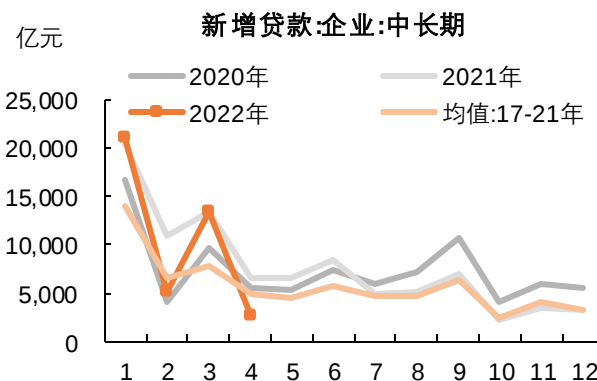
企业端融资同比增量主要源于短期贷款和票据融资，中长期贷款同比减少。贷款需求疲弱的问题尚未解决，但短期纾困贷款的投放对实体经济的平稳运行亦有支撑。**1) 企业短期贷款**新增8089亿元，相比2021年少减199亿元，但比2020年同期多减了1886亿元。**2) 票据融资**新增5148亿元，相比2021年、2020年同期分别多增2437亿元、1238亿元。**3) 企业中长期贷款**新增2652亿元，是2021年同期的40%，2020年同期的48%。央行在4月份金融统计数据的答记者问中解释，“近期疫情对实体经济的影响进一步显现，叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素，企业尤其是中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。1-4月企业贷款利率为4.39%，同比下降0.25个百分点，保持在有统计记录以来的低位。”。

图表5 4月表内票据占新增贷款的80%



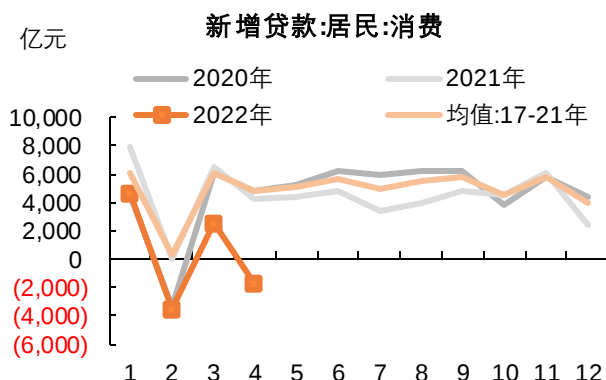
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 4月企业中长期贷款增量约为去年同期的40%



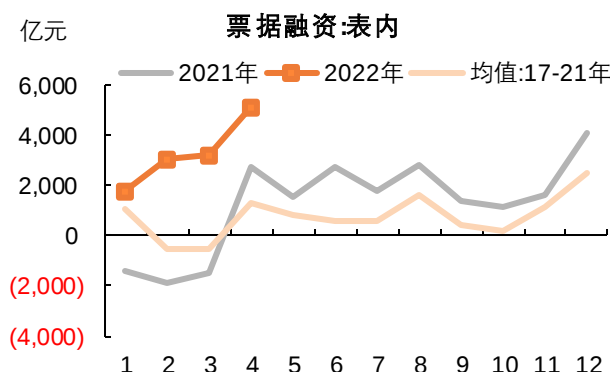
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 4月居民消费贷款(含房贷)大幅收缩



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 4月表内票据多增,处历年同期高位

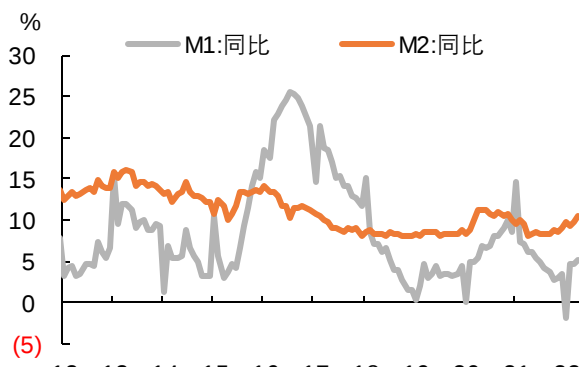


资料来源:wind, 平安证券研究所

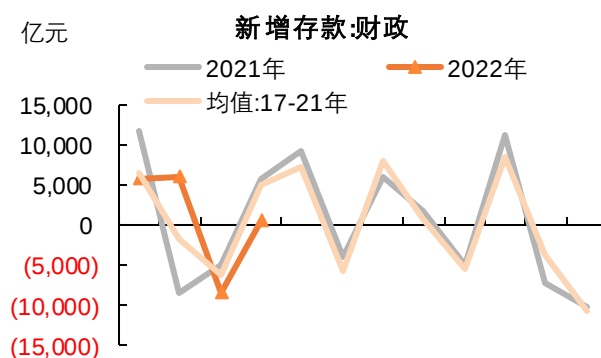
三、货币供应增速提升

4月 M1、M2 增速双双回升。4月 M2 同比增速上行 0.8 个百分点至 10.5%，M2 增速的回升有两点原因：一是，央行将 2022 年以来已将 8000 亿元结存利润上缴财政，形成了相应规模的基础货币投放；二是，央行在 4 月 25 日“全面+定向”降准各 25bp，释放出 5300 亿的流动性，对 M2 增速有所提振。4月 M1 同比增速上行 0.4 个百分点至 5.1%，体现出财政留抵退税助企纾困政策的积极影响，但经济下行压力加大下，企业经营性现金流偏弱，对宏观政策的发力依然有诉求。

图表9 2022 年 4 月 M1、M2 增速双双回升



图表10 2022 年 4 月新增财政存款明显低于季节性



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_41822

