

2022年5月13日，央行公布金融数据，对此我们点评如下：

➤ **4月社融数据反映了哪些信息？**

4月社融信贷总量超预期回落，且结构不佳，新增信贷大幅走弱是最主要原因，但其他分项也表现平平，无论从国股转贴现利率、非银新增信贷超季节性还是M2增速来看，均反映资金淤积在银行间市场，而未能有效投向实体经济，宽信用传导不畅。

实体有效融资需求明显走弱，主因国内疫情反复、部分地区实行疫情封控下实体经济所受冲击进一步加大，同时要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素导致企业尤其是中小微企业经营困难增多。**另一方面，居民贷款延续走弱**，主因疫情反复之下居民消费和就业情况持续走弱，房地产销售市场景气度仍低。

总结来看，信贷关键变量一是疫情拐点，二是政策组合发力效果，特别是地产政策的边际调整，在今年以来各地地产政策在逐步放宽的背景下，尽管之前地产表现走弱，但无论是央行“23”条、4月政治局会议还是央行一季度货币政策执行报告的新增表述，均给予了地产更大的灵活性和想象空间。

➤ **如何看待后市？**

当前而言，无论是从4月走弱的社融信贷数据，还是结合当前国内外宏观图景来看，尤其是以我为主态度下，央行要“主动应对，提振信心”，总量政策显然需要更加有为，从逻辑上来判断，**货币政策进一步宽松的概率无疑在加大，降准降息均有可能**。毕竟无论是从央行“23条”、4月政治局会议还是第一季度货币政策执行报告相关表述来看，央行下一阶段的基调和重心已经很明确，那便是：“支持稳增长、稳就业、稳物价”，因此货币政策将更加主动有为：疫情防控和稳增长两手抓的同时，就业仍是底线诉求，稳物价之下通胀预计不会形成制约，因而总量政策逆周期刻不容缓；同时在疫情冲击之下部分重点行业主体经营难度加大，结构性政策也要进一步发力，毕竟目前力度并不算大。

对于债市而言，如有降息，无疑是利好，从上述逻辑推演来看，下周调降MLF利率及LPR均有可能。但以史为鉴，保持一份审慎有必要，毕竟当下政策力度不小，待到蓄力期满遇到疫情受控，宽信用以及市场信心的反转均将对市场形成压制。

➤ **风险提示：**1) 政策不确定性；2) 基本面超预期；3) 地缘政治冲突。



分析师：谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

- 1.利率专题：以史为鉴，2020年债市有哪些启发？
- 2.经济金融数据预测专题：供需双弱，4月经济金融数据预测
- 3.利率专题：政策调控加码，债市喜忧参半
- 4.流动性跟踪周报 20220508：本周货币市场利率普遍下行
- 5.高频数据跟踪周报 20220507：基建回暖步伐加快，猪肉价格持续回升

目 录

1 新增社融超预期回落，信贷是最大拖累项	3
2 新增信贷大幅走弱，宽信用进程不畅	6
3 “M2-M1”剪刀差继续走扩，主因财政支出加速	9
4 宽松可期，关注政策合力	11
5 风险提示	14
插图目录	15

2022 年 5 月 13 日，央行公布金融数据：

(1) 2022 年 4 月社会融资规模增量为 9102 亿元，比上年同期少 9468 亿元；2022 年 4 月末社会融资规模存量为 326.46 万亿元，同比增长 10.2%。

(2) 4 月份人民币贷款增加 6454 亿元，同比少增 8231 亿元。对实体经济发放的人民币贷款增加 3616 亿元，同比少增 9224 亿元。

(3) 4 月末 M2 同比增长 10.5%，M1 同比增长 5.1%。

总体来看，4 月金融数据大幅弱于市场预期，对此我们如何看待？

1 新增社融超预期回落，信贷是最大拖累项

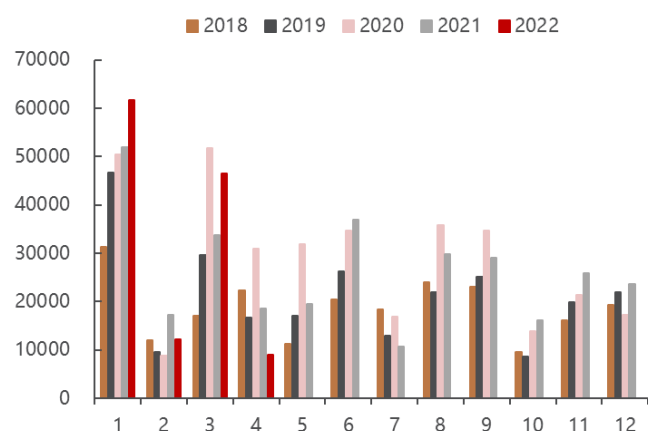
4 月新增社融 9102 亿元，同比少增 9468 亿元；社融同比增速 10.2%，较上月下行 0.4pct；社融增速（剔除政府债）9.0%，较上月下行 0.4 pct。

其中，信贷是最大拖累项，而非标在去年低基数效应下则成 4 月社融主要支撑，此外企业债融资（不考虑 2020 年极端值）和政府债融资均呈季节性水平。具体来看，4 月对实体经济发放的人民币贷款增加 3616 亿元，显著低于季节性水平，同比少增 9224 亿元。企业债券增加 3479 亿元，同比少增 145 亿元；政府债券增加 3912 亿元，同比多增 173 亿元；非标融资减少 3174 亿元，同比少减 519 亿元，其中表外票据融资弱于季节性水平，同比多减 405 亿元，印证实体经济融资需求走弱，4 月非标三项同比少减主要来自于信托贷款和委托贷款在低基数效应下的同比少减。

总结来看，4 月新增社融总量大幅下降，大幅弱于市场预期，且结构不佳，主因在于新增信贷明显走弱，反映近期国内疫情反复、部分地区实行疫情封控下实体经济所受冲击进一步加大，同时要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素导致企业尤其是中小微企业经营困难增多，实体有效融资需求明显走弱。

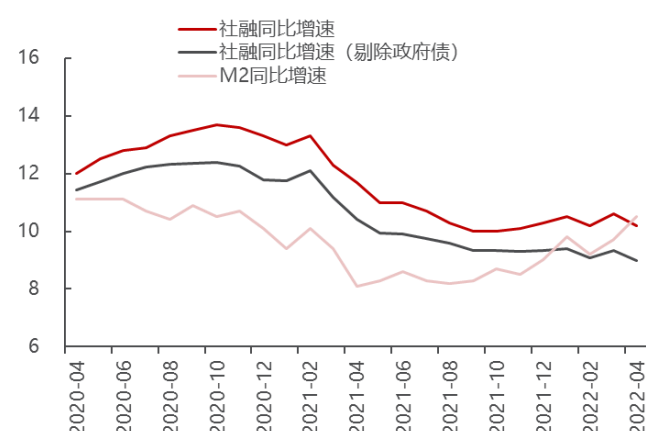
展望未来，在各项政策发力前置下，社融或在 4 月筑底，随后有所回暖，一方面是疫情或将逐步受控，另一方面从政策端发力来看：(1) 货币政策方面：总量上，央行将综合运用多种货币政策工具，增强信贷总量增长的稳定性；结构上，全面落实好“金融 23 条”，强化对重点领域和薄弱环节支持力度，包括地产政策的边际调整；价格上，充分发挥贷款市场报价利率改革效能，推动降低银行负债成本，进而带动降低企业融资成本；(2) 财政政策方面：一方面是预算内加杠杆继续维持政策靠前发力的节奏，另一方面则是预算外杠杆的变化，最主要是城投政策边际变化下相关融资或将有所改善，结合在央行“23 条”相关表述来看，其边际变化值得关注。

图 1：新增社融季节性比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：社融增速及 M2 增速（%）



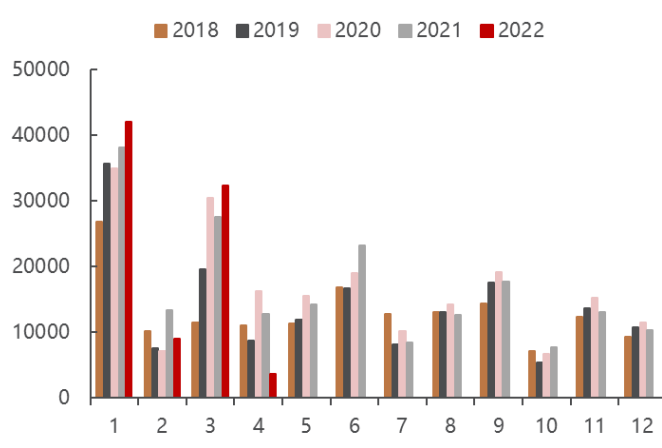
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：新增社融结构同比变动（亿元）



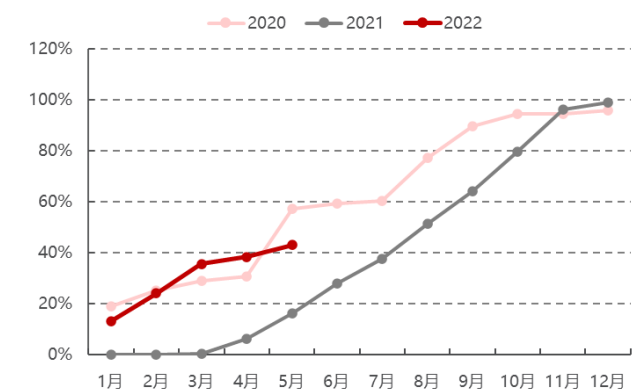
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：新增贷款季节性比较（亿元）



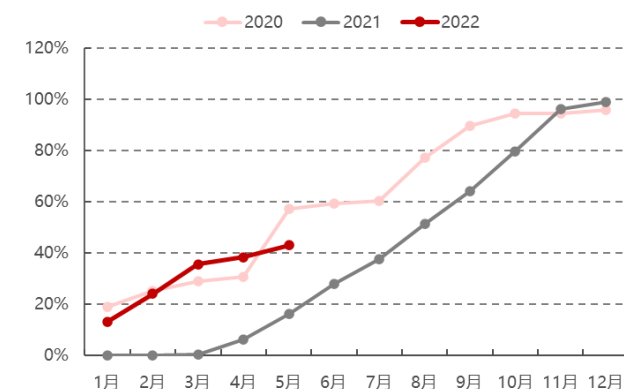
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：地方一般债发行进度（%）



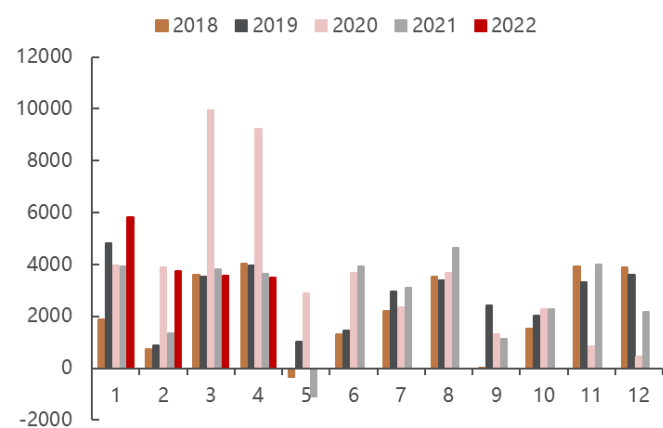
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：地方专项债发行进度（%）



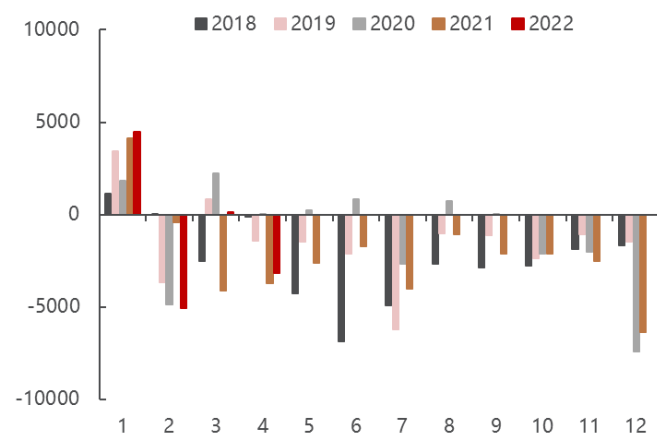
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：企业债融资季节性比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：非标融资季节性比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 新增信贷大幅走弱，宽信用进程不畅

4月新增人民币贷款 6454 亿元，同比少增 8231 亿元，各项贷款余额同比增速 10.90%，较上月下行 0.5 pct。其中，对实体经济发放的人民币贷款仅增加 3616 亿元，同比少增 9224 亿元。

4月新增信贷结构不佳，票据融资仍为主要支撑，企业短贷亦勉强支撑，而居民贷款及企业中长贷均形成明显拖累。具体分类型来看：

票据融资增加 5148 亿元，同比多增 2437 亿元，为 4 月新增信贷的主要支撑项，企业短期贷款减少 1948 亿元，同比少减 199 亿元，亦有一定支撑。结合票据利率来看，4 月宽信用传导仍然受阻，且银行风险偏好较低，仍倾向于用票据进行冲量，表内票据继续对表外票据形成压制，当然这其中或许也有监管指导银行助力企业度过疫情冲击，以应对现金流紧张之困局的原因。总结来看，4 月新增信贷结构不佳，仍受票据融资与企业短贷支撑，宽信用效果仍待进一步观察。

企业中长期贷款增加 2652 亿元，同比少增 3953 亿元，上月向好态势未能延续，这当中疫情是最大制约因素。那么其中，症结还是在于地产，无论是从 3 月数据还是 4 月周度数据来看，房企拿地情况仍然较差，显示投资意愿不足；另外基建或也有放缓趋势，毕竟无论从 4 月基建相关产品价格以及建筑业 PMI 回落来看，持续的疫情封控对基建投资终究是有些影响，4 月基建发力或有所放缓，配套信贷融资或有所下降；制造业来看，疫情反复之下产业链供应链受阻，无疑对制造业冲击较大，主要体现为企业盈利和经营预期走弱、企业特别是中小微企业资本开支意愿延续下降，票据利率持续下行也显示宽信用传导进程并不顺畅，但即便如此，或也是 4 月新增信贷的最主要支撑，银保监会相关部门有关负责人 5 月 13 日亦表示，要结合宏观数据综合研判，不能与常规数据简单比较，从目前的掌握的情况来看，4 月数据显示对制造业实体经济支持力度进一步加大。¹

此外，非银贷款增加 1379 亿元，同比少增 153 亿元，同比少增很大一部分原因是去年基数较高，但结合季节性水平来看，4 月非银贷款实际上超过季节性水平，反映资金并未投放到实体经济，而是淤积在银行间市场。

居民消费贷款减少 1044 亿元，同比少增 1861 亿元。4 月消费贷款延续走弱，主因疫情反复之下居民消费意愿不足，就业情况也较为严峻，展望未来，一方面仍需观测疫情动向，另一方面则需关注一系列阶段性、组合式稳就业保民生政策，政策端诉求不容忽视。但当下来看，无论是疫情受控还是政策效果显现，均会存在一定程度的时滞，预计短期内居民短贷难以对信贷提供支撑。

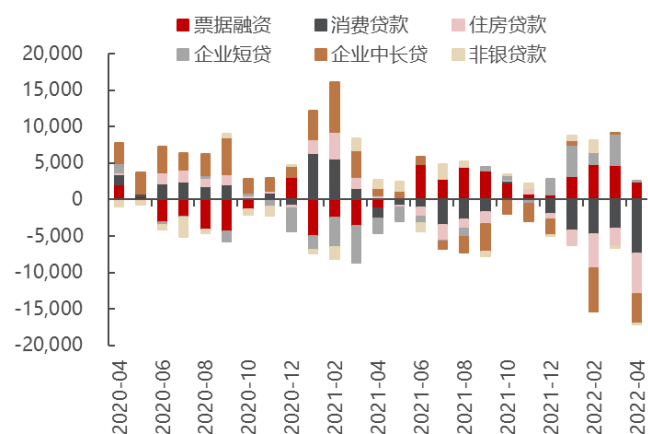
住房贷款减少 605 亿元，同比少增 4022 亿元，主因房地产销售市场景气度仍低，多个城市均已下调房贷利率，但显然居民购房意愿仍有不足，展望未来，后

¹ <https://www.bjnews.com.cn/detail/1652438454169726.html>

续仍需关注地产政策边际调整及其效果。

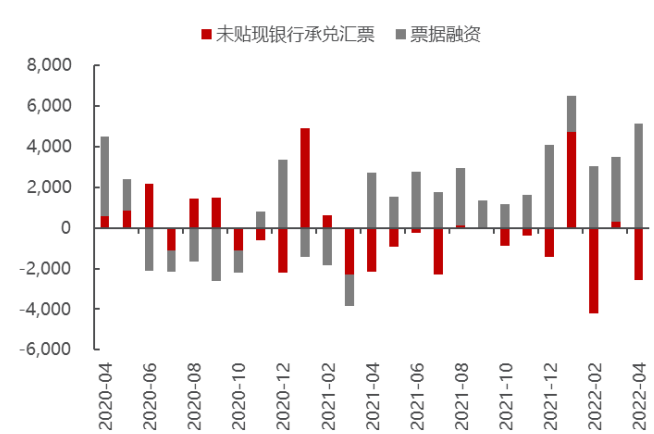
总结来看，信贷关键变量一是疫情拐点，二是政策组合发力效果，特别是地产政策的边际调整，在今年以来各地地产政策在逐步放宽的背景下，尽管之前地产表现走弱，但无论是央行“23”条、4月政治局会议还是央行一季度货币政策执行报告的新增表述，均给予了地产更大的灵活性和想象空间。

图 9：新增信贷结构同比变化（亿元）



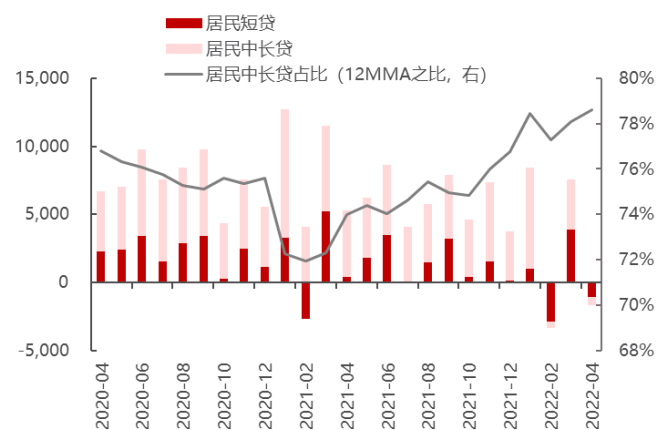
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：表内外票据融资规模比较（亿元）



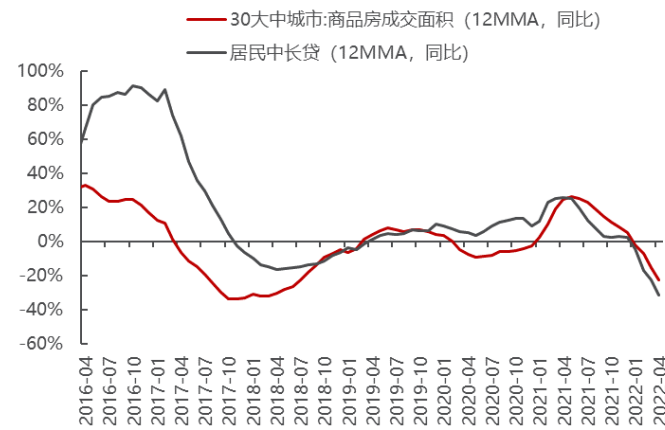
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：新增信贷结构同比变化（亿元）



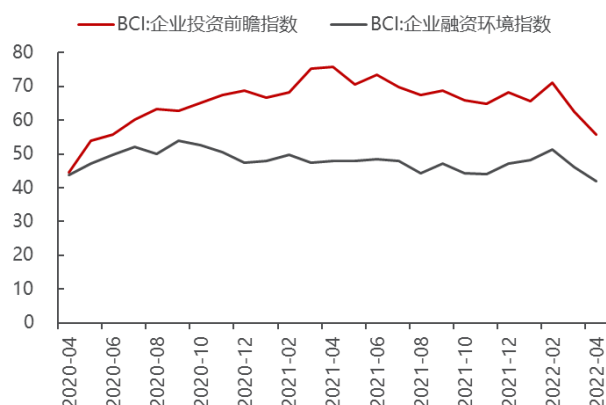
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：居民中长贷与商品房成交面积同比增速（%）



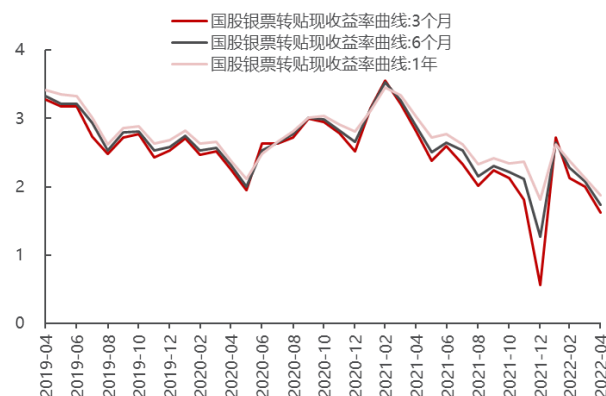
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：企业投资前瞻和融资环境指数（点）



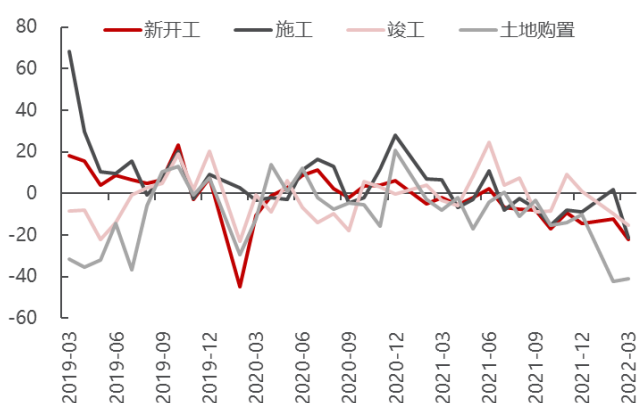
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：票据利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

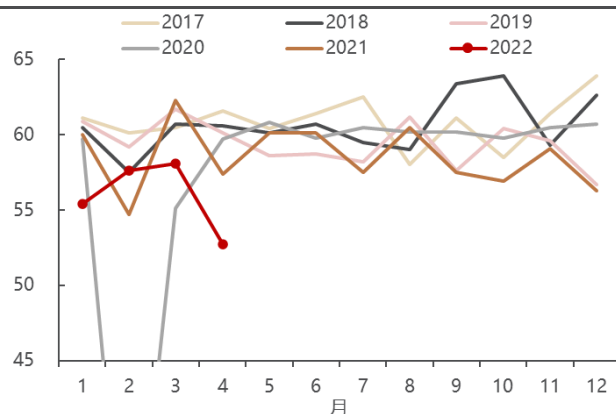
图 15：地产投资分项当月同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：2021 年为两年复合增速

图 16：建筑业 PMI 季节性（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

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_41831

