暖风持续，谨慎乐观

宏观经济周报 | 2022.05.15

核心观点

- 社融当月新增大幅低于季节性，新增贷款是主要拖累项。4 月份，长三角地区疫情防控形势严峻，多地曾“静态管理”，信贷需求受疫情影响显著。5 月疫情出现边际好转，但信贷需求的恢复可能要等到 6 月才能有明显效果。结构上具体表现为政府端好于企业端好于居民端。

- 居民贷款需求大幅减弱，“去杠杆”意愿明显。4 月居民贷款同比少增 7453 亿元，央行对居民贷款分项的统计口径变为住房贷款、消费贷款和经营贷款。三个分项均减少，说明居民更愿意还清贷款而不愿意贷款，“去杠杆”意愿明显。尽管各地刺激房地产的政策频现，但短期内收效甚微，商品房成交面积未见明显好转，政策落地可能还需要一定的时间。

- 票据冲量也难敌企业融资需求的季节性走弱。4 月份票据冲量现象仍显显著。票据利率 4 月始终处于下行趋势，最后一周急速下降至 0 附近。但即便如此，票据大幅冲量现象也未能抵消企业端贷款的季节性走弱。

- 政府债券净融资对社融仍有一定的支撑，但本月支撑力度减弱，5-6 月或加速。4 月新增 3912 亿元，同比仅多增 173 亿元。截止 4 月专项债累计发行 1.36 万亿元，根据上半年基本发完的安排，仍有 2.29 万亿元专项债待发行，或对 5-6 月的社融构成有力支撑。

- 市场近期的重要影响因素依然是国内的疫情与稳增长，国外的地缘政治及美债上行。国内疫情在边际上持续好转，但疫情管控力度明显加强，经济高频数据回升有限。4 月社融断崖式下降，显示国内经济供需两弱，亟待政策支持。近期人民银行、银保监会调整差别化住房信贷政策，多地延续房地产放松政策，政策边际放松仍在持续。

- 2022 年 A 股及港股持续调整，当前对利空的敏感性降低，并积累了一定的反弹空间。如果政策暖风持续、疫情影响持续缓和，股市有持续反弹的可能，前期跌幅更大的板块可能反弹幅度更大；风险则在于美债是否继续快速上行。影响债市的多空因素交织，国债收益率维持震荡走势。商品价格走势不确定性较大，延续观望。

- 在疫情边际好转、政策边际放松的支持下，市场出现了明显的超跌反弹。反弹的持续性取决于上述两个条件是否延续以及美债是否形成拖累。建议在谨慎乐观的基础上跟踪观望，灵活应对。国债收益率可能在当前区间整体保持低位震荡，市场对经济预期的修复依赖于上述两个条件的边际改善。

风险提示：疫情变化超预期，政策落地不及预期

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

杨亚仙
研究助理
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-81152627

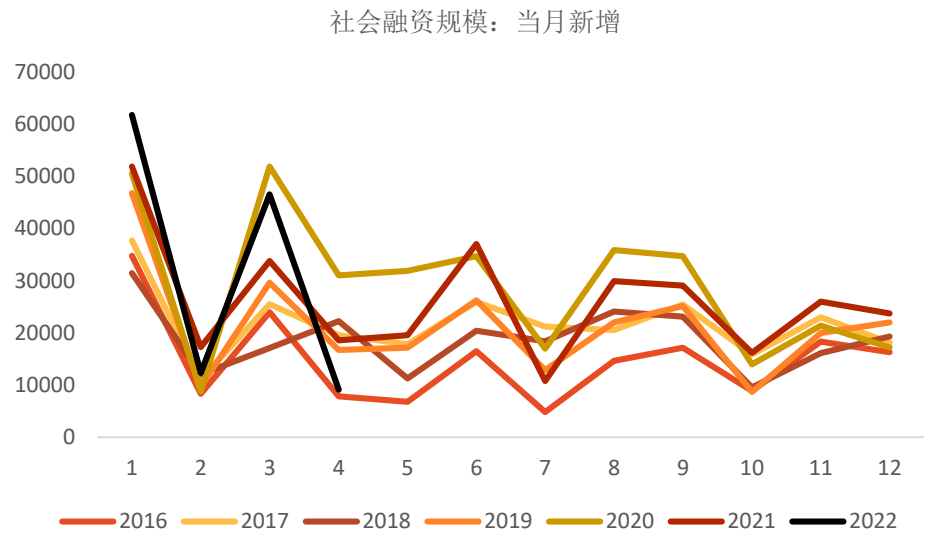
相关研究

- 4 月物价数据点评：短期通胀无忧，未来持续关注
- 4 月外贸数据点评：出口弱势加大，警惕供应链冲击持续
- 一季度货币政策报告点评：宽信用，重结构

1 社融断崖式下滑，财政支出发力

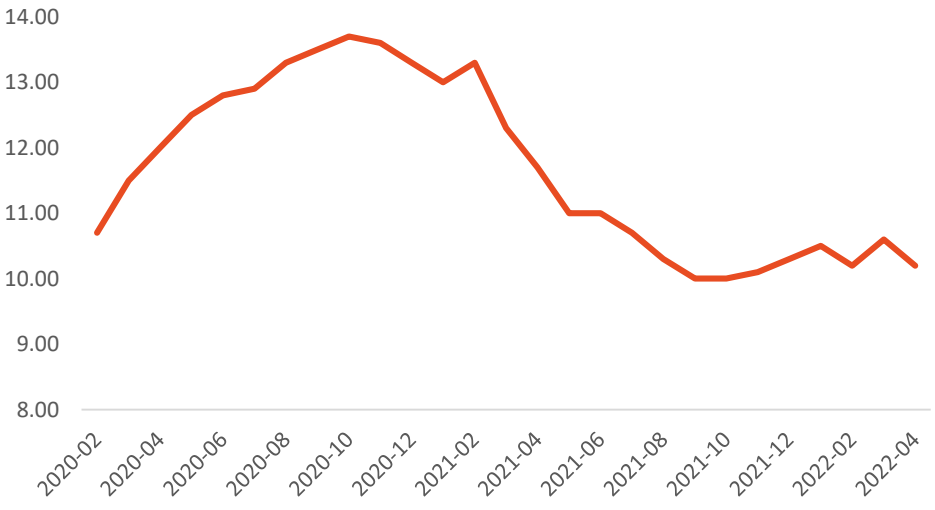
4 月新增社融 9102 亿元，远不及市场预期 20329 亿元，同比少增 9468 亿元；社融存量同比回落 0.4 个百分点至 10.2%；新增人民币贷款 6454 亿元，远低于市场预期的 14450 亿元，同比少增 8231 亿元。

图 1： 社融断崖式下滑



资料来源：Wind，首创证券

图 2： 社融存量:同比

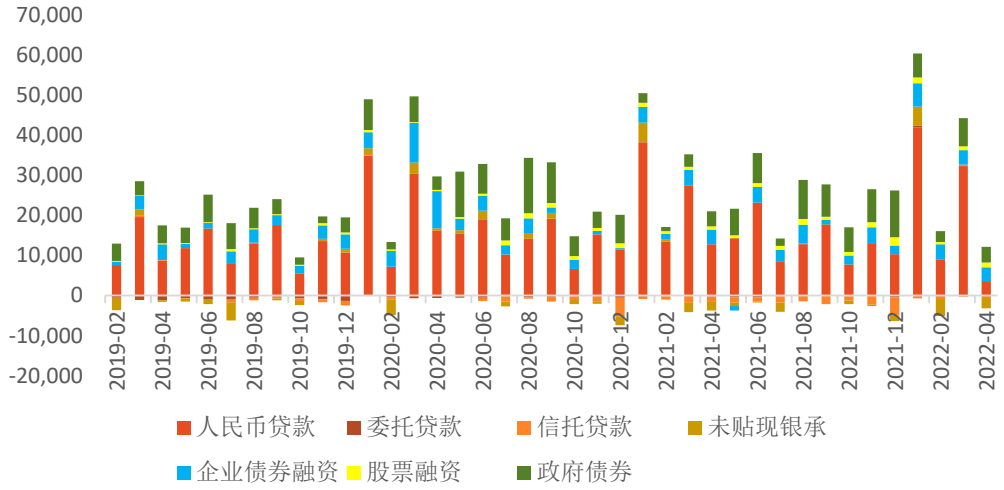


资料来源：Wind，首创证券

总量上，社融当月新增值大幅低于季节性，为 2020 年 3 月以来新低。而实体融资需求相比社融更差，4 月新增贷款 6454 亿元，为 2018 年以来新低，同比少增 8246 亿元，是 2016 年 7 月以来新低。从历史数据看，长三角地区的信贷总额约占全国总量的 30%左右，4 月份，长三角地区疫情防控形势严峻，近 20 个城市曾处于封控或者局部封

控状态，多个城市曾静态管理，因此，信贷需求受疫情影响显著。5 月份疫情出现边际好转，社融受疫情的制约可能会有所减弱，但信贷需求的恢复可能要等到 6 月份才能有明显效果。

图 3：社融分项：人民币贷款是主要拖累

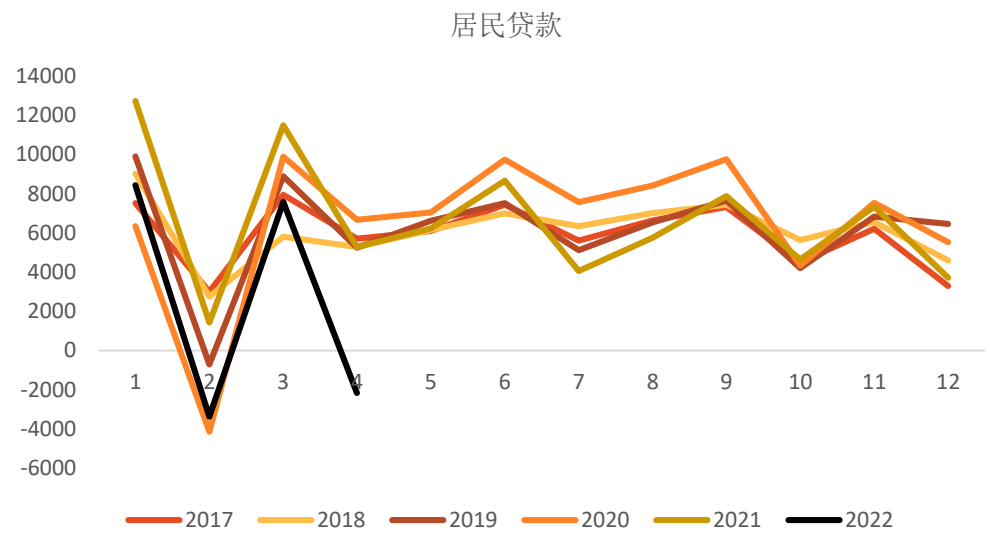


资料来源：Wind，首创证券

结构上具体表现为政府端好于企业端好于居民端。

居民贷款需求大幅减弱，“去杠杆”意愿明显。4 月居民贷款同比少增 7453 亿元，其中住房贷款减少 605 亿元，同比少增 4022 亿元；消费贷款减少 1044 亿元，同比少增 1861 亿元；经营性贷款减少 521 亿元，同比少增 1569 亿元。本月开始，央行对居民贷款分项的统计口径发生变化，由原来的短期贷款和中长期贷款变为住房贷款、消费贷款和经营贷款。三个分项均出现了减少，说明居民更愿意还清贷款而不愿意贷款，“去杠杆”意愿明显。历史上居民中长贷“净偿还”的现象少之又少，仅有的两次均出现在今年，分别为 2 月份和 4 月份，2 月份的走低有一定的季节性原因，但本月走低大大低于季节性。因此，尽管各地刺激房地产的政策频频出现，上周末东莞和南京也相继出台了放松政策，人民银行、银保监会也调整差别化住房信贷政策，政策边际放松仍在持续，但短期内各政策收效甚微，4 月-5 月中旬的商品房成交面积未见明显好转，政策的落地可能还需要一定的时间。

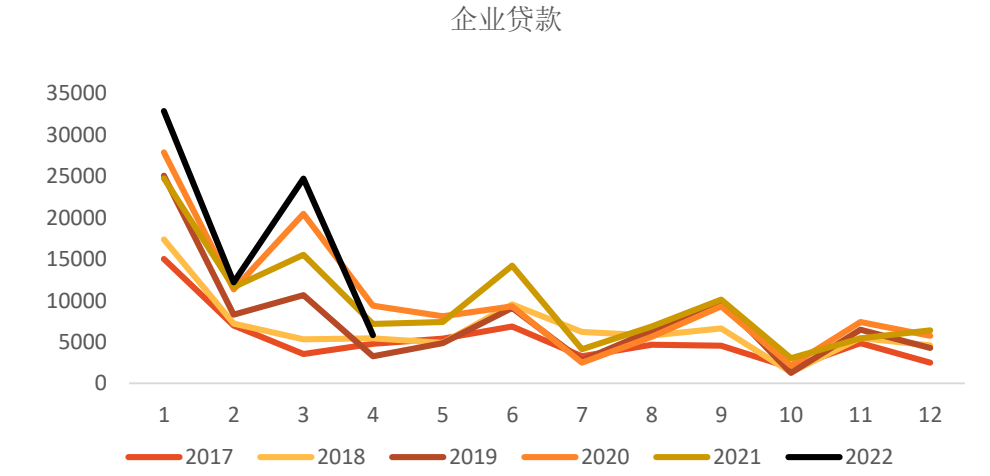
图 4：居民端再次出现“净偿还”



资料来源：Wind，首创证券

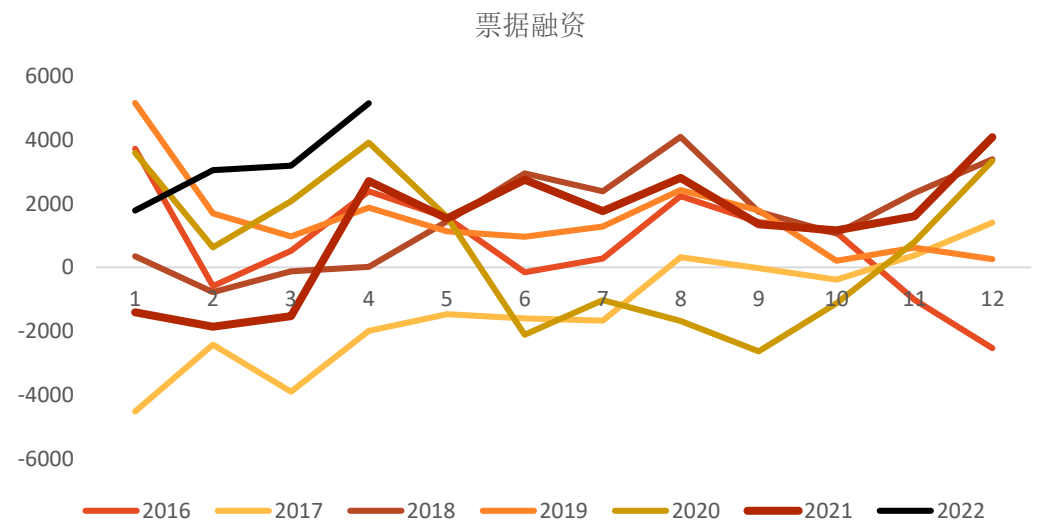
票据冲量也难敌企业融资需求的季节性走弱。企业短期贷款减少 1984 亿元，同比少增 163 亿元，票据融资新增 5148 亿元，同比多增 2437 亿元；企业中长贷新增 2652 亿元，同比少增 3953 亿元。4 月份票据冲量现象仍显显著。票据利率整个 4 月始终处于下行的趋势，甚至最后一周急速下降至 0 附近。但即便如此，票据的大幅冲量现象也未能抵消企业端贷款的季节性走弱。4 月信贷需求转弱受疫情的冲击较大，一些服务业如餐饮行业等面临停业的风险，部分破产企业的需求甚至可能永久性地消失。因此即便疫情好转，需求修复，整体信贷需求可能也难以恢复至疫情前的水平。疫情的整体影响仍需观察一段时间。

图 5：企业贷款超季节性走低



资料来源：Wind，首创证券

图 6：票据融资冲量明显



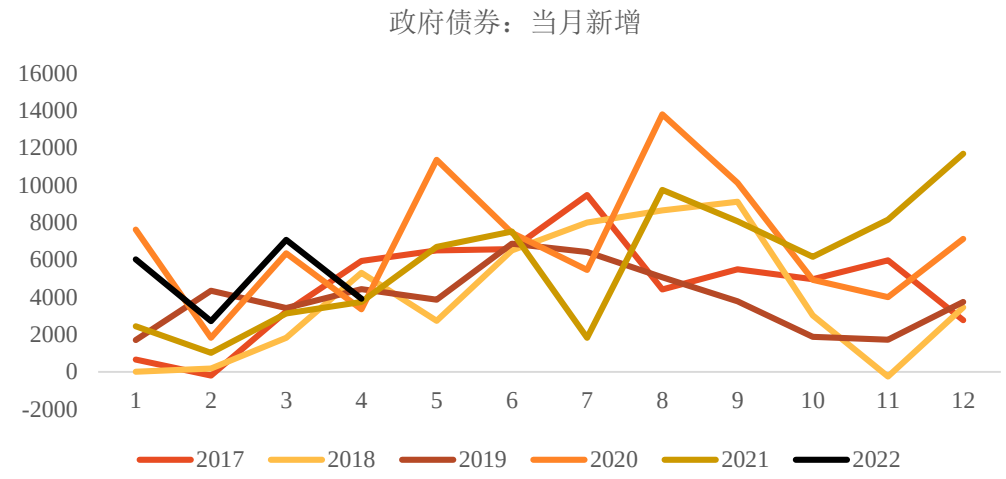
资料来源：Wind，首创证券

图 7：票据利率 4 月份处于下行趋势，月底逼近 0

资料来源：Wind，首创证券

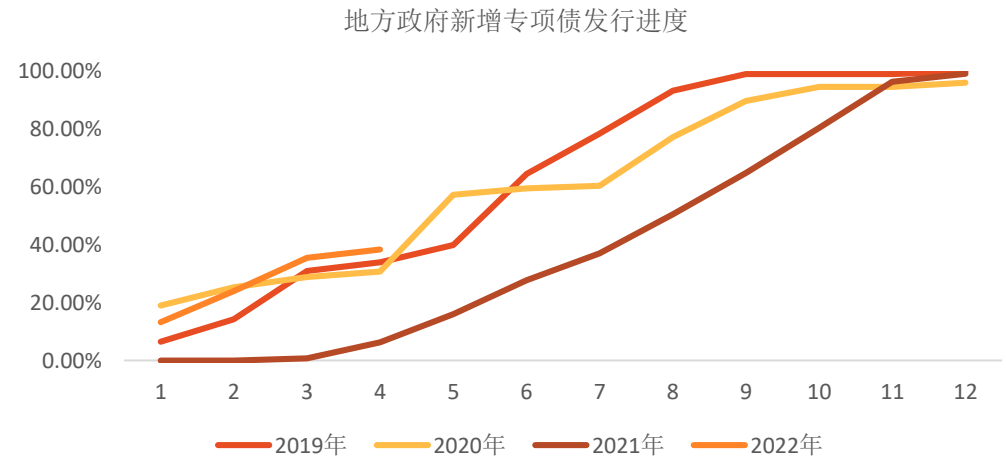
政府债券净融资对社融仍有一定的支撑，但本月支撑力度减弱，5-6 月或加速。4 月新增 3912 亿元，同比仅多增 173 亿元。一季度专项债发行加速，但 4 月份有所减弱，截止 4 月累计发行 1.36 万亿元，根据上半年基本发完的安排，仍有 2.29 万亿元专项债待发行，5-6 月平均月发行额超 1.1 万亿，或对 5-6 月的社融构成有力支撑。

图 8：政府债券仍有支撑，但力度减弱



资料来源：Wind，首创证券

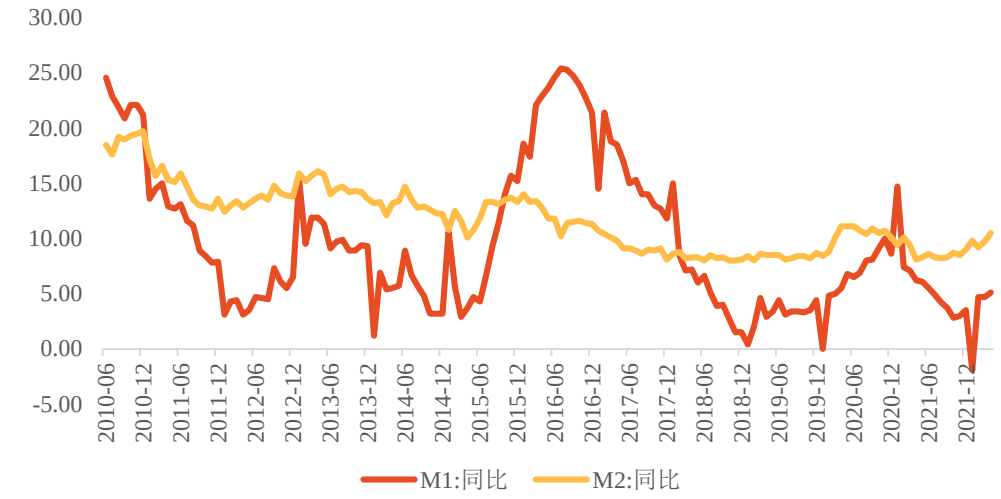
图 9：4 月专项债发行速度减慢，5-6 月将加快



资料来源：Wind，首创证券

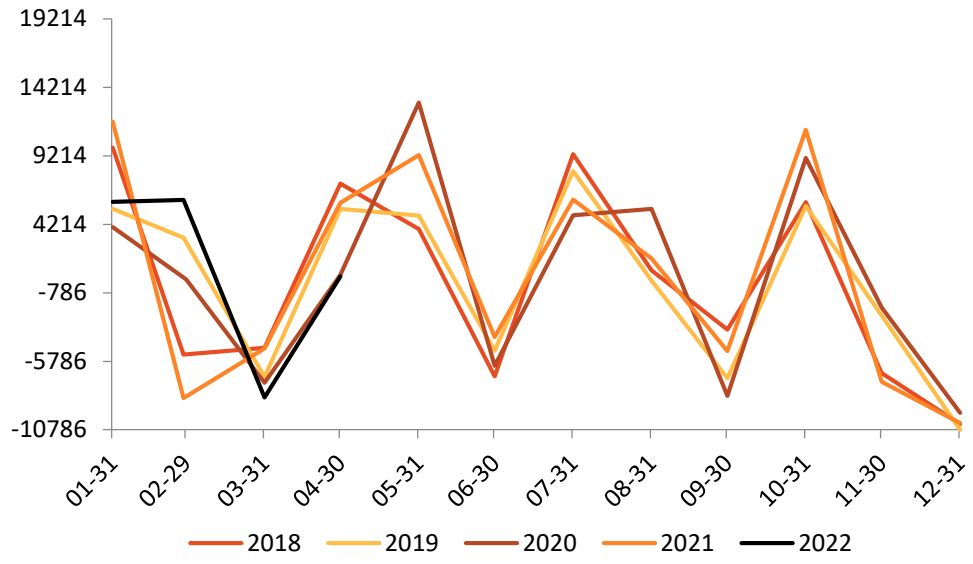
财政支出发力，居民储蓄增加。尽管信贷需求如此羸弱，但存款却大幅上升。M1 同比增长 5.4%，高于前值 0.4 个百分点；M2 同比上升 0.8 个百分点至 10.5%，高于市场预期的 9.9%。其中财政存款仅增加 410 亿元，同比少增 5367 亿元，居民存款减少 7032 亿元，同比少减 8677 亿元；非金融企业存款 4 月减少 1210 亿元，同比少减 2346 亿元。一方面，截止 4 月，央行已累计上缴结存利润 8000 亿元，用于支持留抵退税，保障财政支出强度，一定程度上推动了 M2 的高增；另一方面，居民被动储蓄增加，静态管理下的消费场景减少；同时房地产销售低迷，居民购房支出减少，导致储蓄增加。

图 9：M2 同比大幅上升



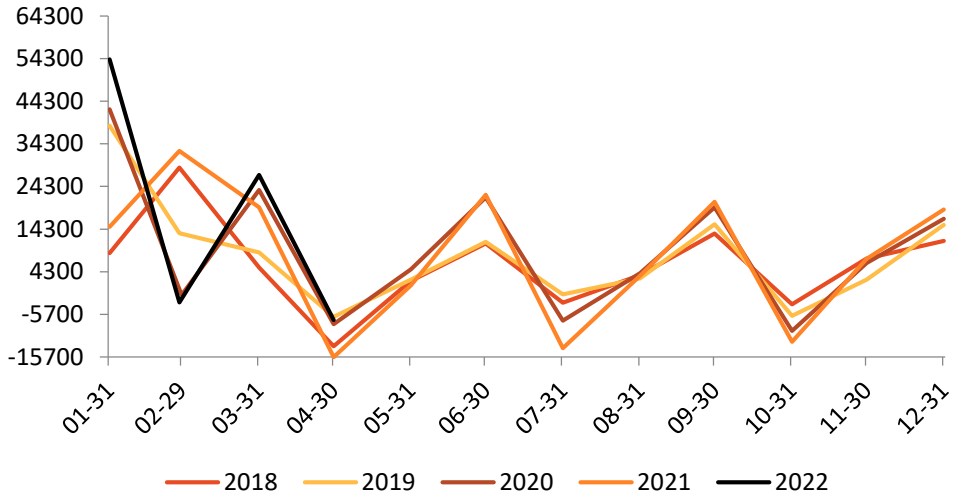
资料来源：Wind，首创证券

图 10：金融机构:新增人民币存款:财政存款:当月值（单位：亿元）



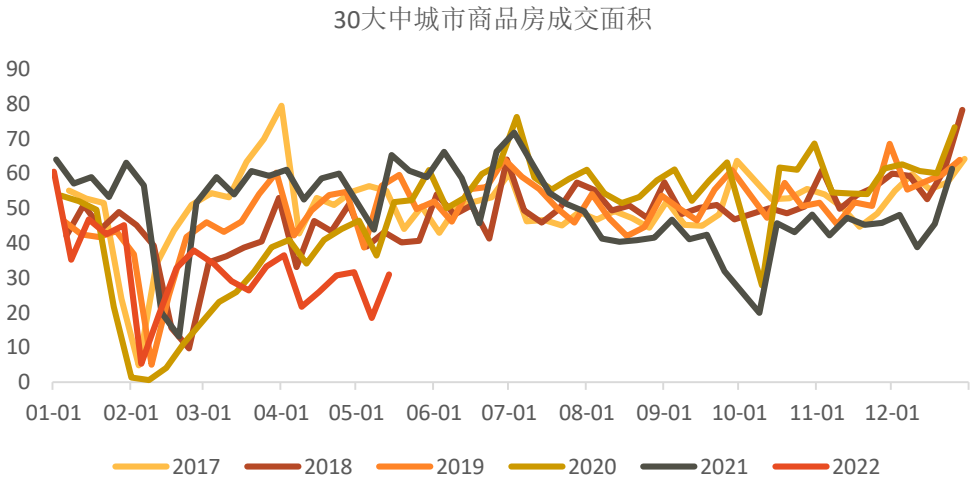
资料来源：Wind，首创证券

图 11：金融机构:新增人民币存款:居民户:当月值（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 12：商品房销售仍未见明显好转



资料来源：Wind，首创证券

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_41915