

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

报告原因：定期点评

2022年5月13日

社融深跌，经济修复如何演绎？

——2022年4月金融数据点评

宏观/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

主要观点

➤ **4月M2及社融增速稳健，新增社融创2017年来新低。**2022年4月M2增速为10.5%（前值9.7%），边际回升，高于wind一致预期的9.9%；社融存量326.46万亿元，同比增长10.2%（前值10.6%），有所回落。就4月看，社融新增9102亿元，创2017年以来同期新低，低于wind一致预期的2.03万亿元，环比降幅3.74万亿元，创2017年以来同期最大环比降幅。4月社融下降主要源于疫情对经济的扰动，降低了有效融资需求。但1-4月社融累计绝对值12.97万亿元，仅低于2020年同期。因此，尽管单月数据不佳，但今年以来的整体融资水平并不差，也是后期经济修复的保障。

➤ **4月直接融资占比大幅提升。**4月地方政府专项债、企业债、股票融资分别为3912亿元、3479亿元、1166亿元，三者单月合计占比94.0%，创2017年来新高。从政府债券看，截止5月13日，2022年新增地方专项债已发行1.62万亿元，完成3月30日国常会“去年提前下达的额度5月底前发行完毕”的要求，完成全年总额度的44.4%，按照“今年下达的额度6月底前发行完毕”的要求，5-6月共计要发行2.25万亿元，占比61.6%，从量上讲，地方专项债的发行水平对社融有较大支撑，债券的供给压力也值得关注。4月企业债券融资规模同比和环比波动不大，符合季节性。发行利率走低对企业债券净融资具有支撑，4月中票和短融综合发行票面利率分别为3.64%、2.44%，较3月分别降低17bp、23bp。政策对基建的支撑也有效支撑了城投债的发行。

➤ **4月对实体经济发放的人民币贷款仅新增3616亿元，结构大幅变差。**4月新增实体经济贷款无论是环比和同比均大幅降低，是4月社融的主要拖累项。结构上看，第一，居民加杠杆不足。4月企业贷款增加5784亿元，住户贷款减少2170亿元，住户近3个月新增贷款占比仅为4.0%，创2015年来新低，而企业近3个月新增贷款占比来到历史高位，显示住户需求不佳，加杠杆动力不足。疫情对居民需求产生影响，4月住户消费贷-1044亿元，同时房地产销售依然不佳影响住户中长贷款需求。第二，企业中长期贷款占比进一步走低。企业近3个月新增中长期贷款合计占比49.2%（前值54.9%），而同期短贷和票据融资合计占比50.43%（前值43.72%），分别来到2015年以来的底部区域和顶部区域。

➤ **存款结构性好转。**受信贷减速影响，4月人民币存款仅增加909亿元。但从存款分配看，4月住户存款增速12.19%（前值11.12%），企业存款增



速 7.64%（前值 7.24%），均有所上涨；1-4 月住户存款+企业存款增量合计占比 75.8%（2021 年同期占比 64.3%），实体经济存款的提升为疫后经济修复提供保障。

➤ **社融深跌后，经济修复如何演绎？** 如果参考 2020 年 3 月，疫情冲击后金融数据和经济数据均快速修复。但当前面临的情况不同，一是人们对疫情发展的预期和 2020 年初产生了较大的变化，越来越做好长期防范的准备，出行和消费行为等已发生较大改变，恢复需要疫情防控政策在“动态清零”总基调下更加科学合理。二是这轮疫情持续时间长，使得企业预期更加不稳定，进而可能使得经营决策更加谨慎，影响补库、融资等行为，对中小企业的影 响更大。PMI 企业经营预期指数已连续两个月下滑；三是通胀环境不同。2020 年我们面临的是较低的通胀水平，2020 年一季度、二季度 GDP 平减指数分别为 1.1%、0.17%，PPI 同比负增，而 2022 年一季度 GDP 平减指数为 3.96%，目前 PPI 高位而且 CPI 也向上。因此，4 月以来中央多次提及稳物价，央行也提出货币政策要预防通胀。四是就业形势不同。目前的就业压力也给恢复带来不确定性。但同时也要看到，稳增长政策积极布局，基建方面随着政策、项目、资金的共同推动，中期大概率能保持较高增速；多部委已在房企融资、并购贷、预售资金监管等多个层面释放积极信号，多地积极放松限售限购等；稳就业政策密集出台，期望以稳就业推动稳增长。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，未来融资成本大概率进一步降低。此外，增量政策工具也在积极谋划和推出。综上，我们判断本轮经济的初期修复可能不会太快，但在疫情态势好转和不断探索科学防控的情况下，也不用悲观。

➤ **货币政策聚焦结构性，资金面有望维持宽松。** 4 月社融数据疲弱已经兑现，市场未来将更加聚焦于稳增长和宽信用以及复工复产情况。货币政策方面，央行提出“积极主动谋划增量的政策工具，稳定信贷总量，降低融资成本，强化对重点领域和薄弱环节的金融支持力度”，我们认为在稳增长任务放在首位的情况下，货币政策降准降息窗口尚未关闭，社融的超预期下降也需要政策加大对冲，但通胀和汇率对货币政策的制约还将持续。货币政策发力点在于，一是结构性货币政策工具积极做好“加法”。二是通过存款利率市场化调整机制稳定银行负债成本，持续释放贷款市场报价利率改革效能。短期来看，经济基本面、货币政策和资金面对债市仍有支撑，但疫后经济修复速度和宽信用的推进更需加强关注。

➤ **风险提示：** 疫情反复；通胀大幅上行；房地产调控力度不及预期等。

图表目录

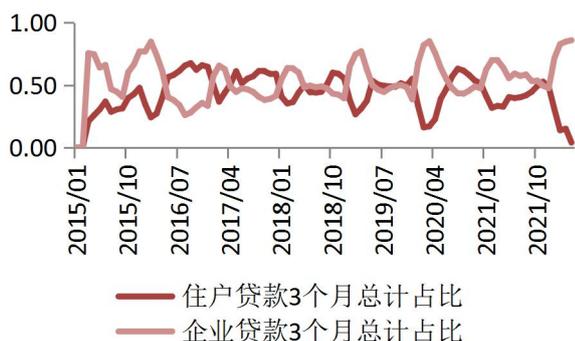
图 1：M2 及社融存量同比增速（%）	4
图 2：新增社融当月值（亿元）	4
图 3：企业贷款与住户贷款 3 个月滚动增量占比	4
图 4：企业累计贷款与住户累计贷款占比	4
图 5：M2-M1 走势（%）	4
图 6：住户存款增速和企业存款增速（%）	4

图 1：M2 及社融存量同比增速 (%)



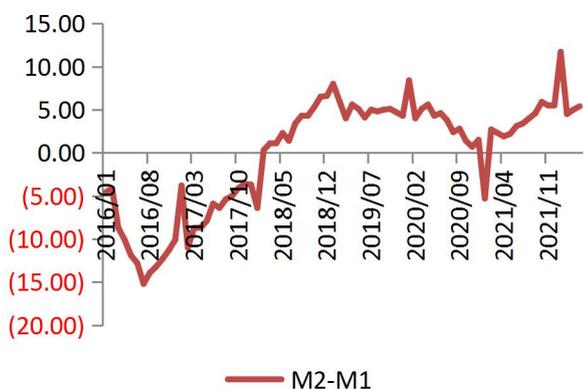
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：企业贷款与住户贷款 3 个月滚动增量占比



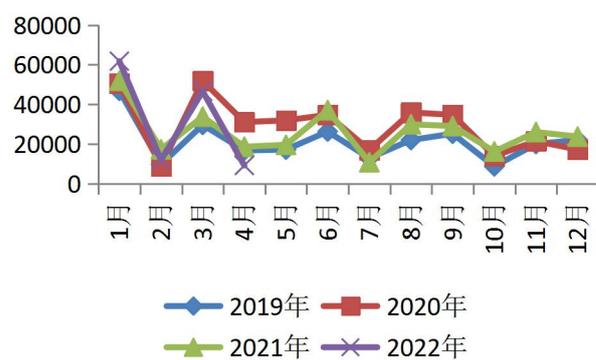
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：M2-M1 走势 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：新增社融当月值 (亿元)



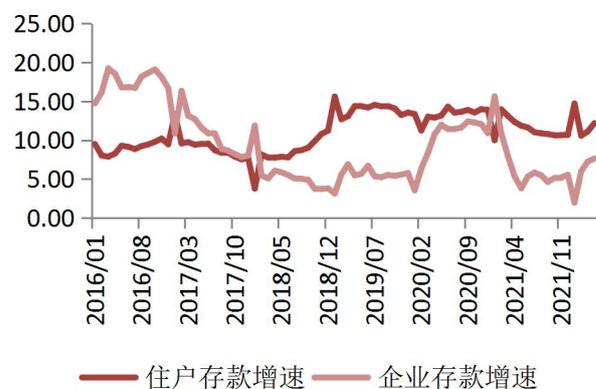
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：企业中长期贷款与企业短期贷款 3 个月滚动增量占比



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：住户存款增速和企业存款增速 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

