

2022年05月14日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

社融“塌陷”的近忧与远虑

事件

5月13日，央行公布4月金融数据：社会融资规模增量为9102亿元，同比少增9468亿元；社融存量同比增速10.2%，前值10.6%；信贷当月新增6454亿元，同比少增8246亿元。

投资要点

■ 核心观点

1、4月社融出现断崖式下滑，主要是疫情的短期扰动，根源是内需不足。特别是在经济下行的背景下，有效融资需求明显萎缩，新增人民币贷款仅为去年同期的44%，宽信用道阻且艰。

2、居民信贷减少2170亿元，罕见净融资为负，疫情的延续和收入的不确定性导致消费意愿十分低迷。特别是中长期贷款同比减少605亿元，同比减少5523亿元，为有数据以来最低，稳地产成效不佳，居民加速去杠杆，提前还房贷讨论度提升。

3、企业短期贷款和票据同比多增，中长期少增，信贷结构恶化的根源是企业经营困难、信心不足。企业信贷新增5784亿元，同比少增1768亿元，主要的拖累项来自中长期贷款，实体融资意愿低迷。

4、政府债券同比多增173亿元，较上月3943亿元的同比多增明显回落，较前几个月的放量出现阶段性下滑。但考虑到财政部要求在6月底之前发完剩余的2.25万亿元专项债，5月和6月的政府债券发行将有明显的回升，基建依旧是今年稳增长的主要发力点。电力、水利及生态环境增速为突出，规模占优的还是综合交通、市政项目等传统基建项目。

5、当前的局面和2020年2月有些像，但也有几点不同：一是当前毒株传播性更强，多地爆发导致疫情的影响面和持续时间更长。二是房地产预期转弱，居民中长期贷款更是连续多月出现同比少增。三是从企业融资来看，出口替代效应减弱，出口订单数回落，叠加疫情影响国内订单生产，企业没有扩张生产的意愿，企业信贷结构急剧恶化。四是从融资属性来看，自发性融资在2021年6月份开始与政策性融资出现背离，即使政策性融资在宽货币和宽信用政策的助力下，已经回升至2020年2月份相当的位置，但自发性融资需求仍在

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

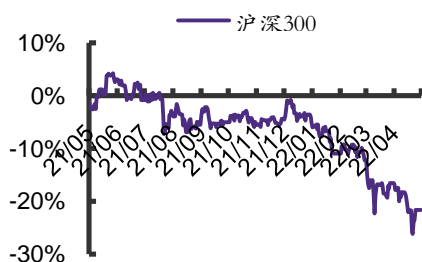
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《A股跌破3000点的冷思考》20220425

《本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望》20220416

《当稳增长遇上高通胀：中国版

“FAANG”配置价值几何》20220408

探底。综合以上四点因素考虑，本轮宽信用难度较大。

6、随着疫情拐点的确认，政策着力于疏通信用通道，5月LPR调降和专项债发行提速可期，社融与信贷有望修复回升。从货币政策来看，央行在一季度货币政策报告中已明确提出了“支持实体”的下一阶段货币政策主基调，加大结构性货币政策力度。再加上存款利率市场化改革后，“4月最后一周全国金融机构新发生存款加权平均利率下调了10bp”，成本端下行，5月LPR调降空间打开。从财政政策来看，还有2.25万亿元的专项债要在5月和6月加速发行。再加上疫情逐步好转，稳增长政策提速加力，5月融资需求有望修复回升。

■ 风险提示

- (1) 疫情持续时间超预期
- (2) 复工复产进程受阻
- (3) 国内通胀加速上行

4月社融出现断崖式下滑，主要是疫情的短期扰动，根源是内需不足。特别是在经济下行的背景下，有效融资需求明显萎缩，新增人民币贷款仅为去年同期的44%，宽信用道阻且艰。市场早已对4月社融的数据有悲观预期，4月社会融资规模增量为9102亿元，同比少增9468亿元，居民信贷和企业信贷在疫情的打击下从3月份的春光乍现又一次进入寒冬。M2增速再度上了10%的台阶，剪刀差再次扩大，反映企业信心的进一步减弱。而从社融-M1也由正转负，来到了-0.3%，显示出融资需求不足，宽信用的路径仍待进一步打通。

1、居民信贷持续低迷，房产销售难言反转

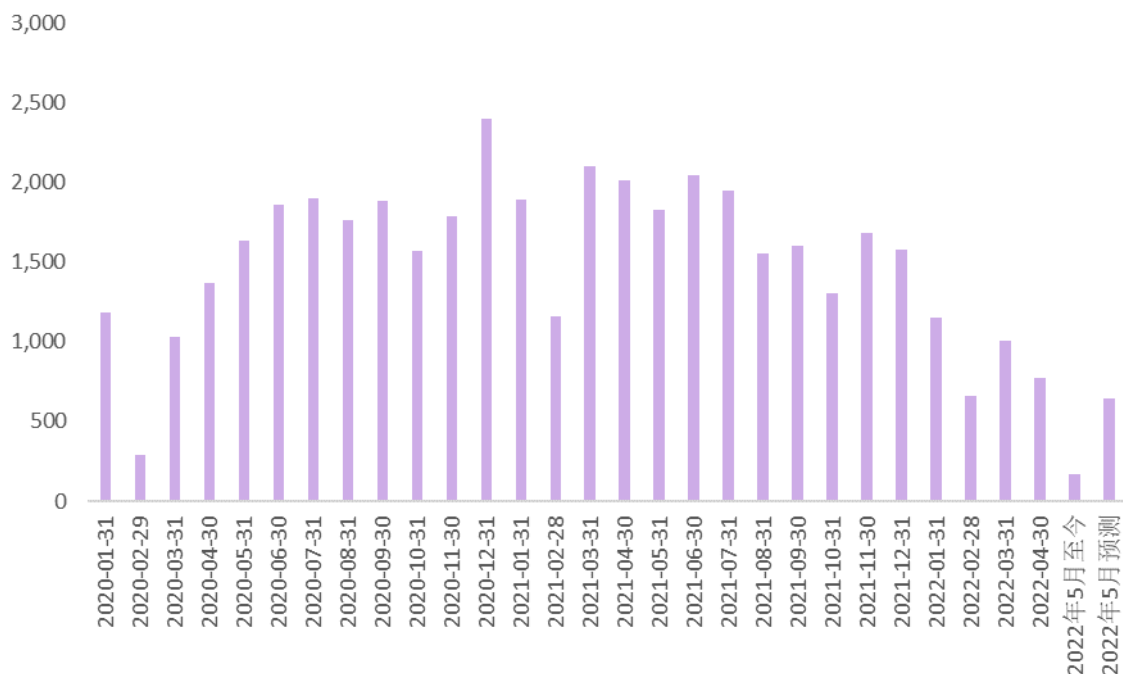
居民信贷方面，4月份居民信贷减少2170亿元，疫情的延续和收入的不确定性导致居民依然没有消费的意愿。其中居民短期贷款减少1565亿元，同比减少1930亿元，中长期贷款减少605亿元，同比减少5523亿元，为有数据以来最低。居民加速去杠杆，提前还贷讨论度提升。从30大中城市交易数据来看，稳地产成效不佳，没有反转。4月份的30城销售数据仅有768.79万平方米，同比下滑超过6成。从五月份的数据来看，30大中城市销售面积在1-8号日均销售20.7平米，而按照这个速度五月份总销售面积也不会超过650万平方米，房地产销售端仍在继续探底。从政策的角度来说，429中央政治局会议从三个方面继续支持房地产市场的发展：支持刚性和改善性住房需求，支持各地从实际出发完善房地产政策，优化商品预售资金管理。央行也在一季度的货币政策执行报告中再次提及政治局会议对于房地产的两个“支持”，从两个维护到两个支持，房地产市场开始步入到政策密集期，多地开始出台相关楼市放松政策：长沙出台“房子出租，则可以核减住房套数”的措施来解绑限购，常州将限售日期从4年下调至两年等。但从政策出台到真正的市场底部我们还需要等待一段时间，预计能在三季度看到房地产销售数据的回转。

图表 1：居民中长期贷款再次低迷



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 2: 30 大中城市商品房成交面积继续下滑 (万平方米)

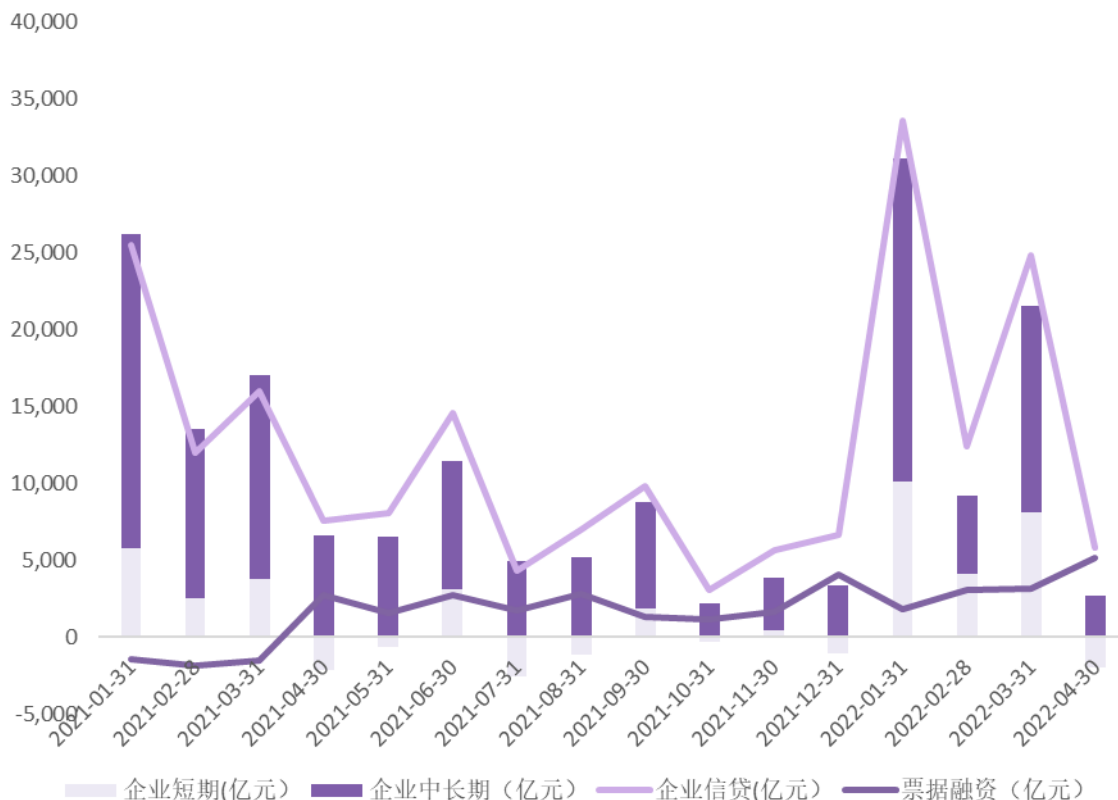


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

2、企业融资疲软信心不足，等待后续复工复产

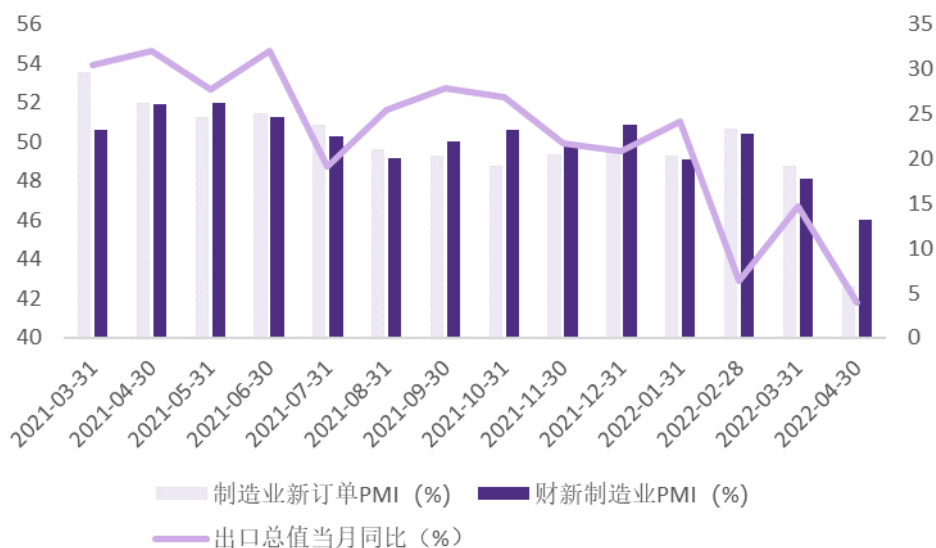
4月企业短期贷款和票据同比多增，中长期少增的信贷结构凸显出了企业经营困难，信心不足的困境。4月份企业信贷新增5784亿元，同比少增1768亿元。4月份企业信贷数据主要的拖累项来自中长期贷款：4月份企业中长期贷款新增2652亿元，同比少增3953亿元。而4月份票据融资新增5148亿元，同比多增2437亿元，是自2019年二月以来的最高值；企业短期贷款减少1948亿元，同比少减199亿元。上海为中心的长三角地区作为全国汽车产业链中重要的一环，持续的疫情和物流运输的受堵给汽车企业的日常生产带来了扰动。从出口数据来看，4月份中国出口数据较3月份急落，订单的减少更加使的企业没有扩张生产，融资借贷的需求，这点我们从PMI数据中也能窥得一二，4月份新订单PMI指数42.6%，连续三个月下滑；而代表中小企业的财新PMI指数来到了46%，中小企业生存困境愈发艰难。从货币数据来看，4月份M1同比增速5.1%，M2同比增速10.5%，M2-M1的剪刀差继续扩大，显示实体经济信心不足。而社融-M2也由正转负，来到了-0.3%的低值，显示市场融资需求的疲弱。主要因为长期封控政策下，居民企业信心不足导致融资需求疲软。目前上海单日新增确诊大幅下行，多区域实现社会面清零，复工复产政策正在逐步推进中，部分重点行业企业也在管控下逐步复工。总体而言复工复产情况仍受制于产业链协同复产，运输端受阻导致企业原材料供应、生产交付较为困难，全面复工复产仍待进一步推动。

图表 3：企业融资断崖下滑，信心不足



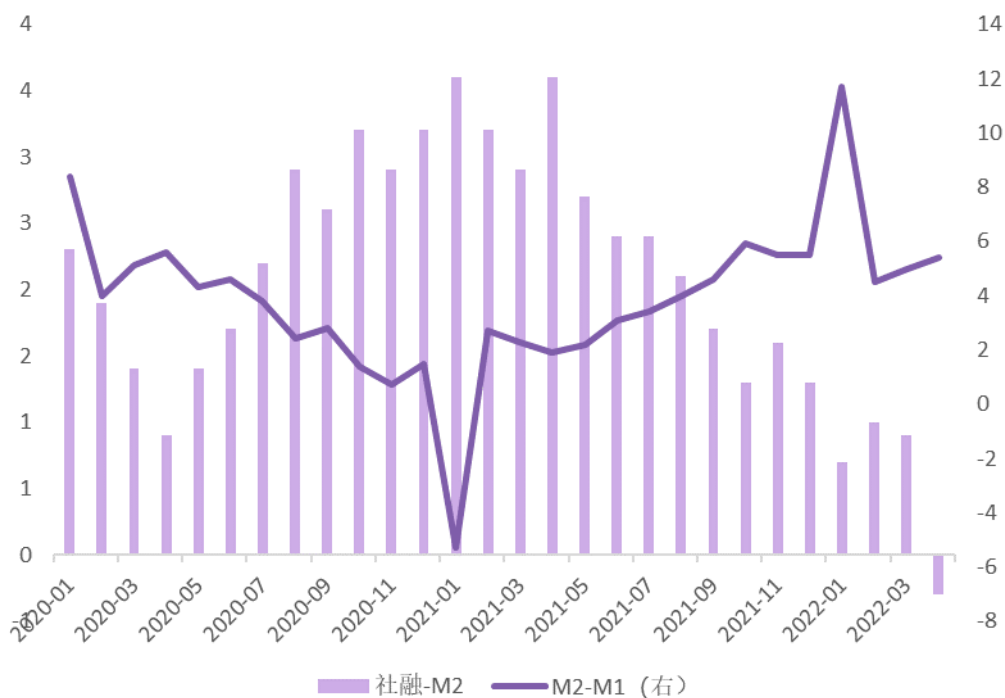
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 4: 出口滑落, 企业 PMI 维持在荣枯线下



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 5: 社融-M2 转负, M2-M1 剪刀差扩大



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 6: 上海复产复工进程一览

时间	具体政策
2022/4/19	保障推动长三角全产业链式协同复工复产,全力协调产业链上下游企业生产、供应对接,畅通核心零部件、关键原材料等跨省市运输,支持重点企业持续生产。
2022/4/22	666家重点企业70%已复工复产,上汽、特斯拉连续实现整车下线
2022/4/29	上海下发第二批复工复产企业“白名单”加快打通产业链供应链,覆盖了集成电路、汽车制造、装备制造、生物医药等重点领域。
2022/5/04	上海市科委推出三大类科技信贷产品,助力科技企业复工复产
2022/5/04	上海临港新片区出台12项助企纾困举措,推动企业复工复产
2022/5/04	上海市住房城乡建设管理委发布《上海市重大工程建筑工地复工复产“白名单”》(第一批),共涉及24个项目。
上海复工复产政策	1800多家重点企业复工率超70%
2022/5/05	首批660多家复工率超90%,汽车、集成电路、生物医药等重点产业链持续恢复、提高产能,龙头企业继续保持稳定生产。
2022/5/08	上海快递第一批复工复产“白名单”公布
2022/5/08	上海已制定《推进关键岗位“点式复工”工作方案》,关键岗位可“点式复工”
2022/5/10	上海市松江长亭镇已有170家企业列入市、区、镇三级复工复产“白名单”,其中,159家企业已复工,复工人数4740余人,均实行闭环生产
2022/5/13	全市9000多家规模以上工业企业中,已复工4400多家,占比接近50%。金山、青浦、奉贤、松江等社会面基本清零区域,规上工业企业复工率超过全市平均水平,如金山规上工业企业复工率近70%,青浦约60%。
2022/5/13	下阶段,将巩固提升复工复产成果,不断朝着实现全面复工复产的目标努力。加快创建“无疫工厂”“无疫园区”。

资料来源：财联社，华鑫证券研究

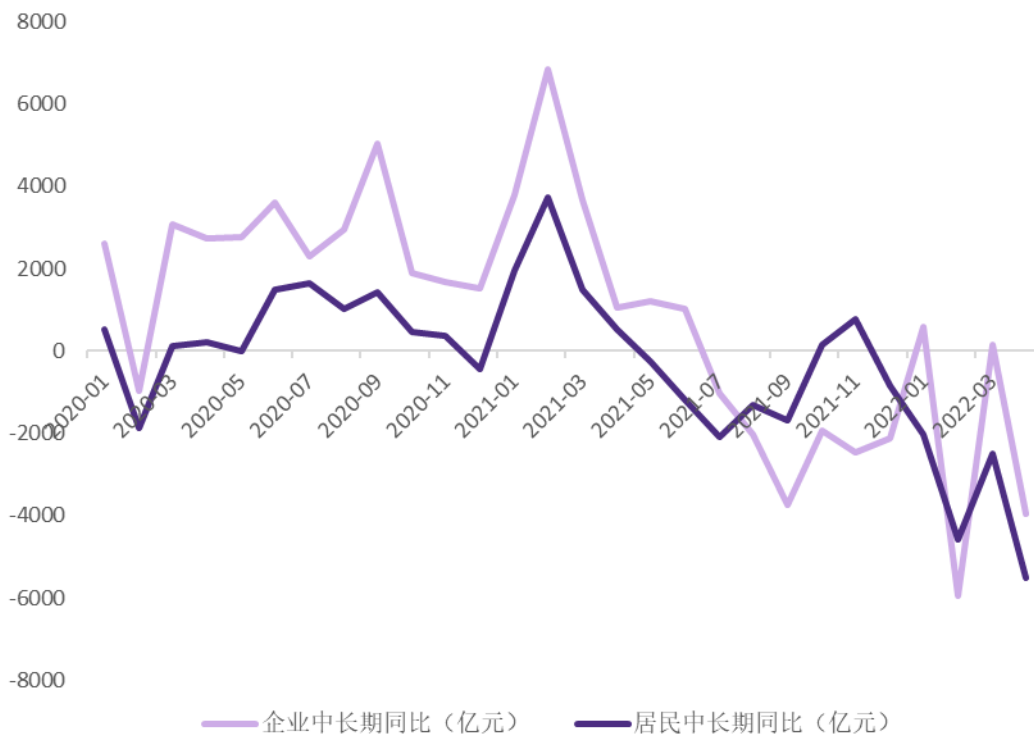
3、政府债券持续支撑，关注基建投资机会

政府债券同比多增173亿元，较上月3943亿元的同比多增明显回落，较前几个月的放量出现阶段性下滑。专项债的提前发力是今年财政的特点，2022年前四个月，地方政府新增专项债1.35万亿元，比去年同期增加1.12万亿元。考虑到财政部要求在6月底之前发完剩余的2.25万亿元专项债，5月和6月的政府债券发行将有明显的回升，政府债券将继续对后续的社融形成支撑，预计每月将有近万亿的专项债规模。基建依旧是今年稳增长的主要发力点，2022年一季度基础设施建设投资同比增长8.5%，显著高于去年同期。电力、水利及生态环境增速为突出，规模占优的还是综合交通、市政项目等传统基建项目。

4、一样的疫情，不一样的挑战

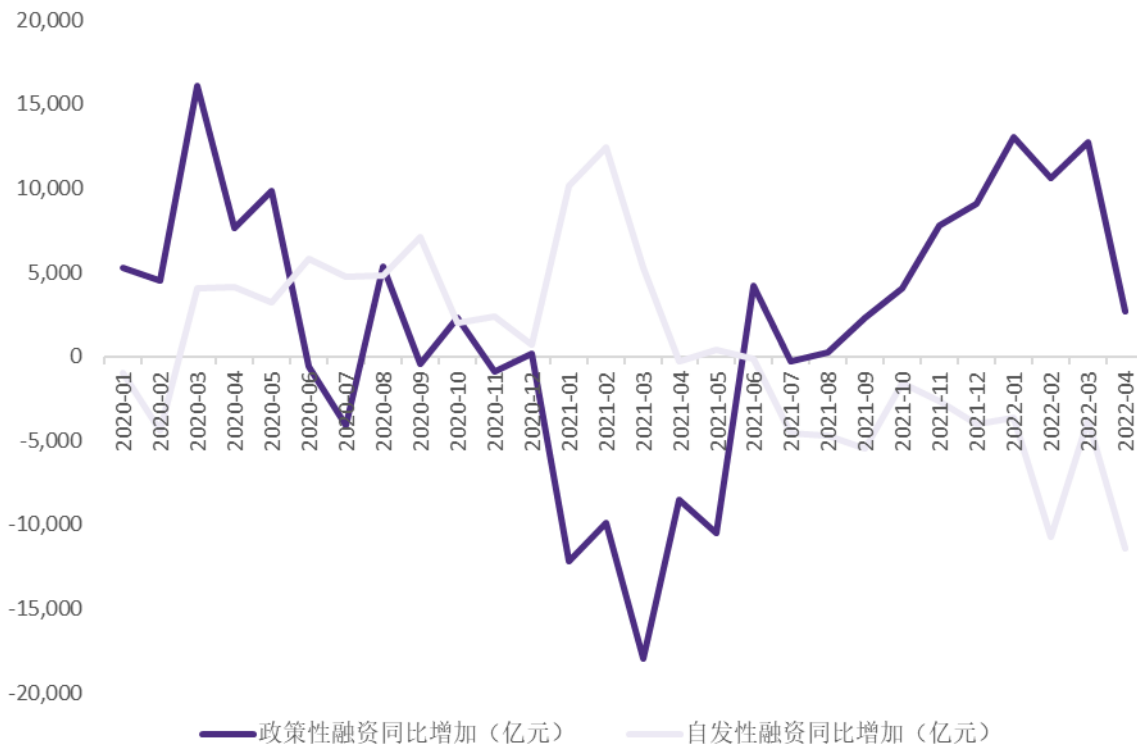
为什么2020年2月时中国经济能快速地从疫情中走出来？当前的局面很像2020年2月份社融疫情最严重的时期，但也有几点不同：一，当前毒株传播性更强，多地爆发导致疫情的影响面和持续时间更长。二，2020年疫情之后居民中长期贷款出现了快速的回升，在2020年3月份时，居民的中长期和短期贷款均开始同比多增，并在随后的几个月出现了同比多增的高值（6-9月）。而在房地产两端三红线之后，这次的居民中长期贷款丧失了快速恢复的动力，居民中长期贷款更是连续多月出现同比少增。当前各地已经开始因地制宜出台房地产相关松绑政策，但居民的中长期信贷恢复仍需要时间。三，企业融资来看，2020年2月份疫情中国率先走出来，成为了世界工厂。制造业生产扩张意愿强，所以我们能看到2020年2月份后企业中长期贷款连续多月的多增，企业短期贷款出现了连续少增的态势。而在出口替代效应减弱后，出口订单数回落，叠加疫情影响国内订单，企业没有扩张生产的意愿，企业信贷结构开始反转，出现了中长期信贷同比少增，而短期贷款同比多增的局面。四，从融资属性来看，2020年2月后我们看到了自发性融资和政策性融资的触底回升双双走高，带动了整体社融的回暖。而自发性融资在2021年6月份开始与政策性融资出现背离，即使政府性融资已经到达了2020年2月份相当的位置，但仍然是独木难支，难以扭转预期：4月份政策性融资新增10591亿元，同比多增2664亿元，而自发性融资4月新增仅482亿元，同比少增11406亿元。综上四点考虑，目前社融更多的还是探底，自发性融资的修复道阻且长，本轮宽信用难度依然较大。

图表 7：2020 年疫情过后，居民企业中长期贷款形成支撑



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 8: 自发性融资仍在探底, 社融难言反转



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

5、打通信用，扭转预期，LPR调整可期

随着疫情拐点的确认，政策着力于疏通信用通道，5月LPR调降和专项债发行提速可期，社融与信贷有望修复回升。从货币政策来看，央行在一季度货币政策报告中已明确提出了“支持实体”的下一阶段货币政策主基调，加大结构性货币政策力度。再加上存款利率市场化改革后，“4月最后一周全国金融机构新发生存款加权平均利率下调了10bp”，成本端下行，5月LPR调降空间打开。从财政政策来看，还有2.25万亿元的专项债要在5月和6月加速发行。再加上疫情逐步好转，稳增长政策提速加力，5月融资需求有望修复回升。

图表 9：4 月社融数据一览

单位：亿元，%	较上月变动	2022年4月	2022年3月
社融总量	▲	3264600	3256400
存量社融同比增速	▼	10.2	10.6
社融当月新增	▼	9102	46531
社融当月同比多增	▼	-9468	12769
新增社融规模同比增速(12MA)	▲	-1.90	-2.71
社融分项同比多增			
表内信贷	▼	-9712	4737
人民币贷款	▼	-9224	4780
外币贷款	▼	-488	-43
表外融资	▼	519	4264
委托贷款	▲	211	149
信托贷款	▼	713	1532
未贴现银行承兑汇票	▼	-405	2583
直接融资	▼	380	3884
企业债券	▲	-145	-234
非金融企业境内股票债券	▲	352	175
政府债券	▼	173	3943
社融结构			
政策性融资当月新增	▼	10591	21923
政策性融资同比多增	▼	2664	12762
政策性融资同比增速(12MA)	▲	50.57	37.58
自发性融资当月新增	▼	482	20987
自发性融资同比多增	▼	-11406	-3792
自发性融资同比增速(12MA)	▼	-26.93	-21.19
信贷当月新增	▼	6454	31300
信贷当月同比多增	▼	-8246	4000
居民部门贷款同比多增	▼	-7453	-3940
短期贷款	▼	-1930	-1394
中长期贷款	▼	-5523	-2504
企业部门贷款同比多增	▼	-1768	8800
短期贷款	▼	199	4341
中长期贷款	▼	-3953	148
票据融资	▼	2437	4712
M1同比增速	▲	5.10	4.70
M2同比增速	▲	10.50	9.70
M2-M1	▲	5.40	5.00
社融-M2	▼	-0.30	0.90

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 疫情持续时间超预期
- (2) 复工复产进程受阻
- (3) 国内通胀加速上行

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。