

2022年5月14日

### 事件:

据人民银行初步统计, 2022年4月, 社融新增9102亿元, 同比少增9468亿元, 截止2022年4月, 社融存量326.46万亿元, 累计同比+10.2%, 前值+10.6%; 2022年4月, 新增人民币贷款6454亿元, 同比少增8246亿元; 2022年4月, M0、M1和M2分别同比+11.4%、+5.1%、+10.5%, 较上月分别+1.5PCTS、+0.4PCTS和+0.8PCTS。

### 核心观点:

#### 疫情致融资需求低迷, 新增社融不及市场预期

2022年4月社融增量9102亿元, 同比少增9468亿元, 低于市场预期较多, 社融存量累计同比再次下滑。4月社融同比少增, 主要受新增人民币贷款(社融口径)同比少增拖累, 其余项贡献较小。合并今年前4月数据看, 仍然为2017年以来历年前4月的次高(仅低于2020年同期), 前4月口径看今年社融增幅仍然较为可观(较去年同期同比增长7.2%)。

#### 人民币贷款需求明显走弱

4月新增人民币贷款6454亿元, 同比少增8246亿元。居民贷款减少2170亿元, 住房贷款、经营贷款和不含住房贷款的消费贷款全面萎缩。企业贷款新增5784亿元, 新增规模低于2020年和2021年, 同比少增1768亿元, 主要受中长期贷款同比少增3953亿元拖累。总体来看, 4月新增人民币贷款量上收缩, 结构也不算好, 居民房贷、经营贷和消费贷全面收缩, 企业中长期贷款增速明显放缓(同比少增近4000亿元), 仅票据融资同比多增2437亿元, 为信贷同比提供了一定支撑。

#### 疫情蔓延, 消费、收入受到较大影响, 居民贷款全面萎缩

4月居民住房贷款、经营贷款和不含住房贷款的消费贷款全面萎缩, 主要原因为: 1, 疫情和偏紧的防控政策之下, 居民消费场景缺失、收入受影响, 消费贷和经营贷借贷意愿明显下滑。2, 尽管年初以来各地购房刺激政策频出, 但疫情之下居民收入受损, 叠加房企频繁暴雷之下, 居民购房意愿始终较低。

#### 受疫情、原材料价格高位运行和房地产行业不景气影响, 企业贷款总量走弱, 结构不佳

4月企业短期贷款和票据融资分别同比多增199亿元和2437亿元, 中长期贷款同比少增3953亿元, 带动企业贷款总体少增1768亿元。企业贷款总量和结构双弱主要系: 1, 疫情严重影响物流, 制造业企业需求和生产受到冲击, 预期转弱, 融资需求下滑。2, 原材料价格高位运行, 下游企业成本压力仍然很大, 融资需求受到抑制。3, 房地产行业持续不景气, 地产对信贷的拉动仍然较弱。

#### 除信贷外社融中的其他重要项: 政府债发行短暂放缓, 表外三项收缩

2022年4月, 政府债券融资新增3912亿元, 同比多增173亿元, 多增额度较前3月明显减少(1、2和3月分

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59562524  
传真: 010-59562637

别同比多增 3589、1705 和 3943 亿元)。根据媒体报道, 财政部要求加快新增专项债发行进度, 6 月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作, 并于三季度完成剩余额度发行扫尾工作, 为后续政策实施留出空间。预计后续月份政府债发行有望继续加速: 根据官方表态, 6 月底要完成大部分专项债发行工作, 假设 6 月底前新增专项债发行完成度在 70%到 90%之间的情况下, 5、6 月平均每月发行专项债规模可能在 0.60 万亿元到 0.97 万亿元, 再考虑中央政府国债和地方政府一般债, 5 月和 6 月政府债发行规模均有望超过 1 万亿元, 对社融形成有力支撑。

2022 年 4 月, 委托贷款、信托贷款分别收缩 2 亿元和 615 亿元。这两项的收缩可能与地产风险持续暴露之下, 地产类信托缩减规模有关。2022 年 4 月, 未贴现银行承兑汇票萎缩 2557 亿元, 我们认为这主要与受疫情影响, 企业活动降低之下开票需求下降以及银行为冲量, 将大量表外票据转入表内有关。

#### ➤ M2 增速提升, 2021 年 3 月以来首次重回 10 以上

4 月 M1 同比+5.1%, 较上月+0.4PCTS, M2 同比+10.5%, 较上月+0.8PCTS, M2 增速自 2021 年 3 月以来首次重回 10 以上。M2 增速的回升可能主要由于: 1, 各项退税减税降费政策加快实施, 企业留存的资金增多。2, 财政稳增长靠前发力, 财政存款向企业存款转移。在 M2 增速高于 M1 增速的情况下, 4 月 M1-M2 的差较上月继续下降, 货币活化程度再降低, 反映了在预期不确定性增加的情况下, 企业投产和扩张的动力相对不足。

#### ➤ 展望: 金融数据总量和结构双弱, 人民银行后续可能会适度加大货币政策宽松力度

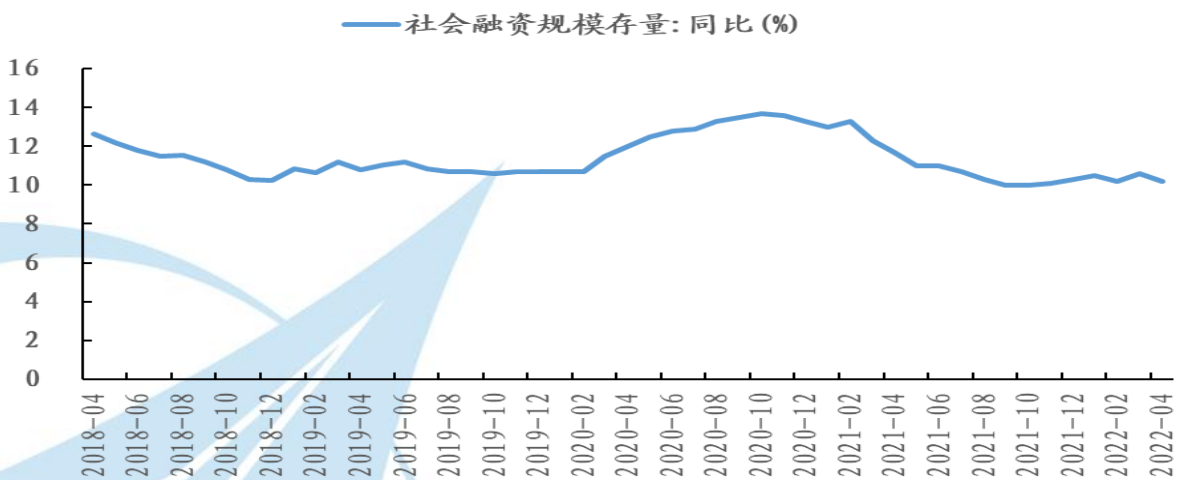
因为疫情冲击、原材料价格高企以及房地产持续不景气, 4 月居民和企业信用扩张需求均受到抑制, 金融数据在总量上和结构上均较弱。这种情况下, 政府必须承担财政加杠杆的责任, 通过政府资产负债表扩张来稳住需求, 货币政策层面要给予相应配合。对此, 央行有关负责人在答记者问时, 表示央行会将稳增长放在更加突出的位置, 政策将聚焦于: 稳定信贷总量、降低融资成本和强化对重点领域和薄弱环节支持力度三大方面。值得注意的是, 在稳定信贷总量方面, 人民银行近期首次提出“宏观杠杆率会有所上升, 但保持在合理区间”, 与此前《一季度货币政策执行报告中》表示的“保持宏观杠杆率基本稳定”形成对比。央行首提“宏观杠杆率会有所上升”, 我们认为一方面是对今年财政显著加大力度之下, 杠杆率会被一定程度继续推高的合理推断(2022 年一季度实体经济部门杠杆率从 2021 年 4 季度的 263.8%上升到 268.2%), 另一方面也预示着央行将在未来边际上加大货币宽松的力度。

未来, 在总量上, 不排除央行进一步适度降息降准的可能。在结构上, 央行可能会持续推出更多的结构性货币工具, 加强流动性对薄弱环节的定向支持。同时, 我们也提请投资者注意, 虽然从稳增长的需求上, 央行存在货币进一步宽松的动机, 但目前一来中美周期错配之下, 我国货币宽松的空间受限, 二来货币市场利率始终保持低位, 宽信用的核心障碍并非货币成本, 盲目宽松可能效果比较有限。因此, 央行进一步加大宽松力度可能在疫情稳定, 实体经济内在融资需求出现一定程度的复苏之后, 短期内引导银行压缩利差下调 LPR 的概率或大于直接调降政策利率。并且央行在表示“宏观杠杆率会有所上升”的同时, 也强调宏观杠杆率会“保持在合理区间”, 这也体现央行在宽松程度上相对有限。

### 一、疫情致融资需求低迷，新增社融不及市场预期

2022年4月社融增量9102亿元，同比少增9468亿元，低于市场预期的2.03万亿元。4月社融存量累计同比+10.2%，增速较上月-0.4PCTS，上月上行之后再次下滑。环比上，4月社融环比少增3.74万亿元，少增幅度超过2019、2020和2021年4月，显示4月社融环比少增具有一定超季节性。4月社融同比少增，主要受新增人民币贷款（社融口径）同比少增拖累，其余项贡献较小。合并今年前4月数据看，2022前4月新增社融12.97万亿元，超过去年同期的12.15万亿元，为2017年以来历年前4月的次高（仅低于2020年同期）。虽然4月单月社融新增同比下滑较大，但因为前3月社融新增较多，前4月口径看今年社融增幅仍然较为可观（较去年同期同比增长7.2%）。

图表1：信用仍在磨底



资料来源：wind，中航证券研究所

图表2：2022年4月社融分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2022年4月同比	2022年4月环比	2021年4月环比	2020年4月环比	2019年4月环比	2022年4月	2021年4月	2020年4月	2019年4月
总	当月新增社会融资规模	-9,468.0	-3749.0	-1,192.0	-2,811.0	-12,892.8	9,102.0	18,570.0	31,027.0	16,709.5
表内	新增人民币贷款	-9,214.0	-2865.0	-1,471.0	-1,151.0	-10,851.6	3,613.0	12,830.0	16,239.0	8,732.8
	新增外币贷款	-488.0	-99.0	-55.0	-23.0	-33.0	-76.0	-27.0	91.0	-330.5
表外	新增委托贷款	211.0	-10.0	-17.0	9.0	-126.5	-2.0	-21.0	-57.0	-1,196.8
	新增信托贷款	713.0	-35.0	463.0	44.0	-399.3	-61.0	-1,328.0	23.0	128.9
	新增未贴现银行承兑汇票	-40.0	-28.0	144.0	-2,21.0	-1,712.4	-2,517.0	-2,122.0	57.0	-357.0
直接	企业债券融资	-14.0	-94.0	-18.0	-69.0	402.6	3,47.0	3,62.0	9,23.0	3,948.9
	非金融企业境内股票融资	352.0	208.0	31.0	117.0	139.4	1,165.0	814.0	315.0	261.7
其他	政府债券	173.0	-31.0	608.0	-2,917.0	1,020.5	3,91.0	3,73.0	3,357.0	4,432.7

资料来源：wind，中航证券研究所

图表3：历年前4月社融合并口径对比（亿元）

	项目	2022年前4月	2021年前4月	2020年前4月	2019年前4月	2018年前4月	2017年前4月
总	当月新增社会融资规模	129,672.00	121,459.00	142,137.00	102768	82816	93806
表内	新增人民币贷款	86,979.00	91,946.00	88,755.00	71626	59462	55842
	新增外币贷款	990.00	1,572.00	2,820.00	-90	466	500
表外	新增委托贷款	459.00	-264.00	-1,549.00	-3475	-4790	6318
	新增信托贷款	-2,305.00	-4,897.00	-106.00	965	626	8555
	新增未贴现银行承兑汇票	-1,765.00	1,093.00	837.00	1692	2674	7146
直接	企业债券融资	16,610.00	12,704.00	27,029.00	13199	10281	-518
	非金融企业境内股票融资	4,148.00	3,281.00	1,571.00	792	1816	3365
其他	政府债券	19,734.00	10,324.00	19,138.00	13891	7299	9644

资料来源：wind，中航证券研究所



## 二、人民币贷款：贷款需求明显走弱

4月新增人民币贷款6454亿元，同比少增8246亿元。4月居民贷款减少2170亿元，住房贷款、经营贷款和不含住房贷款的消费贷款全面萎缩，分别为-605亿元、-512亿元和-1044亿元，较去年4月分别同比少增4022亿元、1569亿元和1861亿元。4月企业贷款新增5784亿元，新增规模低于2020年和2021年，同比少增1768亿元，主要受中长期贷款同比少增3953亿元拖累。总体来看，4月新增人民币贷款量上收缩，结构也不算好，居民房贷、经营贷和消费贷全面收缩，企业中长期贷款增速明显放缓（同比少增近4000亿元），仅票据融资同比多增2437亿元，为信贷同比提供了一定支撑。

图表4：2022年4月信贷分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2022年4月同比	2022年4月环比	2021年4月环比	2020年4月环比	2022年4月	2021年4月	2020年4月	2019年4月
总	新增人民币贷款	-8,246.0	-24,846.0	-12,600.0	-11,500.0	6,454.0	14,700.0	17,000.0	10,200.0
居民	新增人民币贷款:居民户	-7,453.0	-9,709.0	-6,196.0	-3,196.0	-2,170.0	5,283.0	6,669.0	5,258.0
	住房贷款	-4,022.0	-	-	-	-605.0	3,417.0	-	-
	经营贷款	-1,569.0	-	-	-	-512.0	1,057.0	-	-
	不含住房贷款的消费贷款	-1,861.0	-	-	-	-1,044.0	817.0	-	-
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	-1,768.0	-19,016.0	-8,404.0	-10,937.0	5,784.0	7,552.0	9,563.0	3,471.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	199.0	-10,037.0	-5,895.0	-8,814.0	-1,948.0	-2,147.0	-62.0	-1,417.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	-3,953.0	-10,796.0	-6,699.0	-4,096.0	2,652.0	6,605.0	5,547.0	2,823.0
	新增人民币贷款:票据融资	2,437.0	1,961.0	4,236.0	1,835.0	5,148.0	2,711.0	3,910.0	1,874.0

资料来源：wind，中航证券研究所（注：2022年4月居民贷款分项统计口径调整，除2021年4月外，其余年份不可比）

图表5：历年前4月 信贷合并口径对比（亿元）

	项目	2022年前4月	2021年前4月	2020年前4月	2019年前4月	2018年前4月	2017年前4月
总	新增人民币贷款	89,854.0	91,400.0	87,957.0	68,258.0	60,393.0	53,200.0
居民	新增人民币贷款:居民户	10,430.0	30,883.0	18,742.0	23,358.0	22,784.0	24,210.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	76,584.0	61,052.0	69,963.0	48,271.0	36,626.0	31,687.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	20,352.0	9,853.0	22,938.0	9,083.0	6,724.0	11,191.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	42,152.0	51,305.0	35,947.0	28,523.0	29,168.0	31,926.0
	新增人民币贷款:票据融资	13,175.0	-2,074.0	10,215.0	9,707.0	-523.8	-12,814.6

资料来源：wind，中航证券研究所

### （1）疫情蔓延，消费、收入受到较大影响，居民贷款全面萎缩

4月居民住房贷款、经营贷款和不含住房贷款的消费贷款全面萎缩，主要原因为：1，**疫情和偏紧的防控政策之下，居民消费场景缺失、收入受影响，消费贷和经营贷借贷意愿明显下滑。**4月10大城市的地铁客流量较去年同期总体下滑46.1%，除地铁几乎停止运营的上海外，下降最少的重庆降幅12.2%，下降幅度最大的苏州降幅达67.7%。在居民出行严重受限的情况下，消费场景严重缺失，尤其是依赖人群聚集的餐饮、旅游等服务性行业，受到的影响更大。旅游数据看，五一五天假期，全国国内旅游出游人数同比减少30.2%，仅为疫情前同期的66.8%，国内旅游收入同比减少42.9%，仅为疫情前同期的44.0%。居民的消费同时也是很大一部分居民的收入，在消费不足的情况下，居民收入也受到影响，预期转弱，借贷意愿明显下滑。2，**尽管年初以来各地购房刺激政策频出，但疫情之下居民收入受损，叠加房企频繁暴雷之下，居民购房意愿始终较低。**年初以来，各地取消/放松限购及限售、降首付比例、降低房贷利率、公积金贷款优惠、购房补贴、房企资金支持等刺激政策频出。但进入4月，多项因素叠加使得居民房贷需求下滑：一来严格的防控政策限制了居民出行，线下看房受限；二来疫情严重影响居民收入，预期转弱之下居民重新思考个人杠杆承受能力、对加杠杆购房偏谨慎；三来房企频繁暴雷，使得居民对期房信任度严重下降。4月30大中城市商品房成交面积同比萎缩53.5%，较3月的萎缩45.9%进一步下滑。

图表 6: 今年和去年十大城市地铁客运量对比 (单位: 万人次)

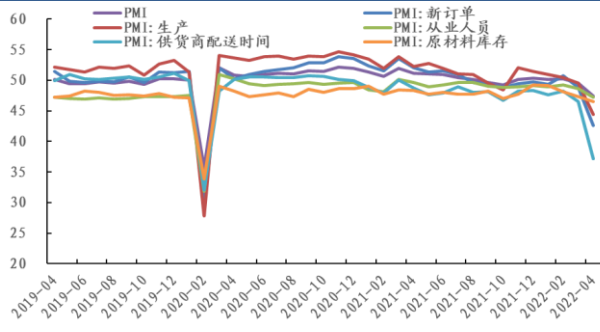
	合计		北京		上海		广州		成都		南京		武汉		西安		苏州		郑州		重庆	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
5月第一周	13,246	33,277	1,483	5,785	1	6,490	3,219	5,994	2,525	3,647	1,034	2,081	1,333	2,308	1,542	2,538	225	899	190	1,175	1,694	2,361
4月第四周	21,009	37,540	4,603	7,254	1	7,926	4,789	6,532	3,639	4,072	1,341	2,229	1,629	2,407	1,875	2,574	258	881	680	1,247	2,193	2,417
4月第三周	18,757	34,853	5,516	6,727	1	7,465	3,356	6,213	3,176	3,759	1,201	2,043	1,282	2,099	1,311	2,314	171	831	649	1,148	2,093	2,255
4月第二周	18,072	35,218	5,413	6,718	1	7,372	2,873	6,247	2,844	3,823	1,104	2,089	1,489	2,174	1,348	2,477	303	827	681	1,193	2,016	2,298
4月第一周	18,800	34,528	4,626	6,328	1	7,049	4,436	6,020	2,417	3,848	953	2,227	1,906	2,249	1,678	2,420	370	879	603	1,234	1,810	2,274
3月第五周	23,428	35,437	6,007	6,643	529	7,398	5,119	6,301	3,823	3,959	916	2,176	2,105	2,212	1,791	2,358	459	835	720	1,218	1,958	2,337
3月第四周	21,274	34,906	5,104	6,528	1,372	7,455	4,477	6,171	3,613	3,791	588	2,159	1,839	2,238	1,449	2,314	392	827	704	1,178	1,737	2,247
3月第三周	22,299	33,927	5,165	6,147	2,033	7,224	4,536	6,357	3,664	3,702	1,060	2,050	1,826	2,113	968	2,256	440	786	870	1,125	1,738	2,167
3月第二周	29,030	33,451	5,905	5,860	5,641	7,099	5,381	6,344	3,495	3,656	1,900	1,946	1,417	2,088	1,423	2,296	613	765	958	1,132	2,297	2,264
3月第一周	31,156	32,058	5,968	5,640	7,176	6,838	5,753	5,934	2,996	3,634	1,951	1,862	1,372	1,961	2,146	2,173	480	733	980	1,068	2,335	2,215
3月合计	127,187	169,779	28,149	30,818	16,751	36,014	25,266	31,107	17,590	18,741	6,416	10,194	8,559	10,613	7,778	11,397	2,383	3,946	4,233	5,721	10,063	11,229
4月合计	76,638	142,138	20,158	27,027	4	29,812	15,454	25,012	12,076	15,502	4,598	8,588	6,306	8,929	6,213	9,786	1,103	3,418	2,613	4,822	8,113	9,243
5月第一周同比	-60.2%	-74.4%	-100.0%	-46.3%	-100.0%	-46.3%	-30.8%	-50.3%	-50.3%	-42.2%	-39.3%	-42.2%	-39.3%	-39.3%	-39.3%	-39.3%	-39.3%	-39.3%	-39.3%	-39.3%	-39.3%	-28.2%
4月第四周同比	-44.0%	-36.5%	-100.0%	-26.7%	-10.6%	-39.9%	-32.3%	-27.1%	-70.7%	-45.5%	-9.2%											
今年4月同比	-46.1%	-25.4%	-100.0%	-38.2%	-22.1%	-46.5%	-29.4%	-36.5%	-67.7%	-45.8%	-12.2%											
今年3月同比	-25.1%	-8.7%	-53.5%	-18.8%	-6.1%	-37.1%	-19.3%	-31.8%	-39.6%	-26.0%	-10.4%											

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 黄色代表今年较去年人流量少, 绿色代表去年较今年人流量少, 每周时间取值为周日到周六)

## (2) 受疫情、原材料价格高位运行和房地产行业不景气影响, 企业贷款总量走弱, 结构不佳

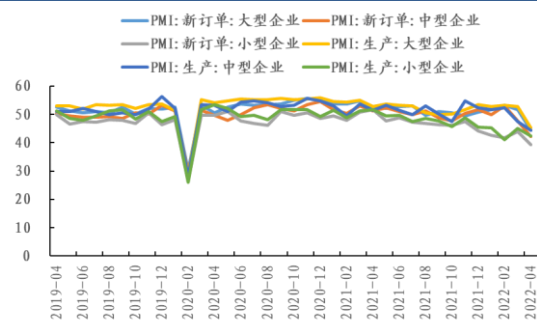
4月企业短期贷款和票据融资分别同比多增199亿元和2437亿元, 中长期贷款同比少增3953亿元, 带动企业贷款总体少增1768亿元。企业贷款总量和结构双弱主要系: 1, 疫情严重影响物流, 制造业企业需求和生产受到冲击, 预期转弱, 融资需求下滑。4月的疫情对经济的总体冲击为2022年2月以来最大。从物流上看, 4月PMI供应商配送时间指数37.2% (较上月-9.3PCTS), 为仅次于疫情爆发的2020年2月 (2020年2月PMI供货商配送时间指数32.1%) 的历史第2低位, 反映物流严重受阻。4月, 整车货运流量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数、公共物流园吞吐量指数环比、同比均出现较大幅度下降, 显示4月全国物流与3月和去年同期相比均出现较大程度堵塞。统计局表示, 不少企业反映物流运输困难加大, 甚至出现主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅, 上下游相关企业生产经营均受到较大影响。物流的阻塞之下, 企业原材料获取受限, 产成品库存积压, 部分企业减产停产, 生产明显下降, 市场需求继续走低, 最终导致了4月制造业景气度下滑严重。在景气度下滑, 面临较大的生产压力情况下, 制造业预期短期内快速转弱, 融资需求下滑。2, 原材料价格高位运行, 下游企业成本压力仍然很大, 融资需求受到抑制。2022年4月, 国内煤价、钢价相对平稳, 但在地缘冲突持续之下, 原油、有色金属等价格在地缘政治突发事件持续下继续高位震荡。2022年4月PPI采掘工业同比+38.3%, 较上月+0.3PCTS, PPI原材料工业同比+17.4%, 较上月+0.7PCTS, PPI加工工业同比+4.8%, 较上月-0.9PCTS, 采掘工业和加工工业PPI差值继续扩大, 下游行业成本压力仍然不小, 融资需求受到抑制。3, 房地产行业持续不景气, 地产对信贷的拉动仍然较弱。4月30大中城市商品房成交面积同比-53.5%, 较3月的-45.9%下行幅度加大, 显示居民购房需求仍然低迷。在居民购房需求不足的情况下, 房地产企业投资意愿偏弱, 4月100大中城市土地成交面积同比-31.1%, 较3月的-28.4%进一步下滑, 100大中城市成交土地溢价率也始终处在低位。房地产行业融资需求的回暖仍需时日。

图表 7: PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)



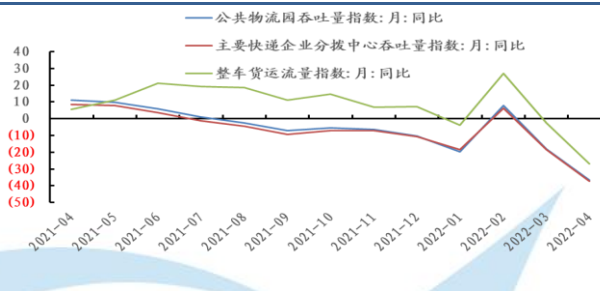
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 8: 不同规模企业新订单和生产指数走势 (%)



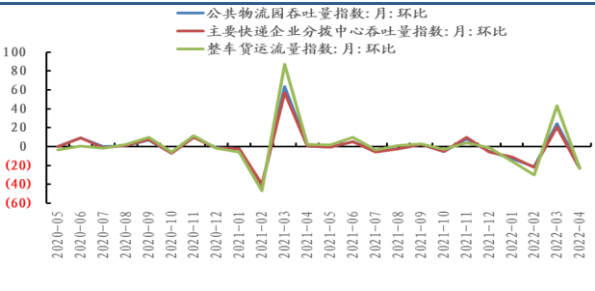
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 9: 4 月物流同比阻塞严重 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: 4 月物流环比阻塞严重 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 今年和去年同期商品房成交、土地供应、土地成交及土地成交溢价率对比

	30大中城市商品房成交面积(万平方米)		100大中城市供应土地面积(万平方米)		100大中城市成交土地面积(万平方米)		100大中城市成交土地溢价率(%)	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
5月第一周	129.2	307.2	757.48	1,434.01	743.9	1430.5	0.98	20.07
4月第四周	221.6	458.8	2,719.81	4,231.06	1716.2	3406.3	6.79	21.17
4月第三周	214.7	419.7	1,776.91	2,465.30	1708.6	1805.9	4.10	27.78
4月第二周	181.5	410.1	1,725.06	2,169.17	1412.6	1465.8	2.74	28.62
4月第一周	152.0	367.6	968.15	3,242.17	773.7	1470.3	1.70	29.55
3月第五周	255.6	427.1	2,483.47	3,274.60	1990.9	1814.2	3.04	23.06
3月第四周	233.0	415.4	2,561.30	1,905.61	1305.5	1447.9	5.04	18.34
3月第三周	184.4	425.0	1,391.23	1,787.39	992.8	1433.4	4.32	16.40
3月第二周	203.3	377.9	2,414.81	1,905.13	1211.5	2676.8	5.12	20.11
3月第一周	238.0	412.8	1,903.04	1,974.48	1737.6	2742.7	4.82	14.02
3月合计	1114.2	2058.1	10753.9	10847.2	7238.2	10115.0	---	---
4月合计	769.8	1656.2	7189.9	12107.7	5611.1	8148.3	---	---
今年3月较去年3月同比	-45.9%		-0.9%		-28.4%		---	---
今年4月较去年4月同比	-53.5%		-40.6%		-31.1%		---	---

资料来源: wind, 中航证券研究所(注: 黄色代表今年较去年少, 绿色代表去年比今年少, 商品房成交每周取值为周日到下周, 土地供应、成交及成交溢价率每周取值为周一到周日)

### 三、除信贷外的社融其他重要分项

#### (1) 政府债发行短暂放缓, 后续有望再次加速

2022年4月, 政府债券融资新增3912亿元, 同比多增173亿元, 多增额度较前3月明显减少(1、2和3月分别同比多增3589、1705和3943亿元)。主要系Q1提前批专项债额度发行速度明显加快: 一季度发行专项债约占今年“提前批”额度的89%, 约占全年额度的36%。4月29日政治局会议要求努力实现全年经济社会发展预期目标, 显示今年依然坚持5.5%左右的GDP增速目标并未松动。要实现增长目标, 财政政策仍然是重要依托。根据媒体报道, 财政部要求加快新增专项债发行进度, 6月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作, 并于三季度完成剩余额度发行扫尾工作, 为后续政策实施留出空间。预计后续月份政府债发行有望继续加速。今年预期目标是发行新增专项债3.65万亿, 而前4个月, 地方政府已发



行新增专项债券约 1.35 万亿元，剩余发行额度约 2.3 万亿元。在假设“6 月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作”对应的发行完成度为 70%到 90%之间的情况下，5 月和 6 月总计发行专项债大概在 1.21 万亿元到 1.94 元之间，平均每月 0.60 万亿元到 0.97 万亿元。再考虑中央政府国债和地方政府一般债，5 月和 6 月政府债发行规模均有望超过 1 万亿元，对社融形成有力支撑。

## (2) 表外三项收缩

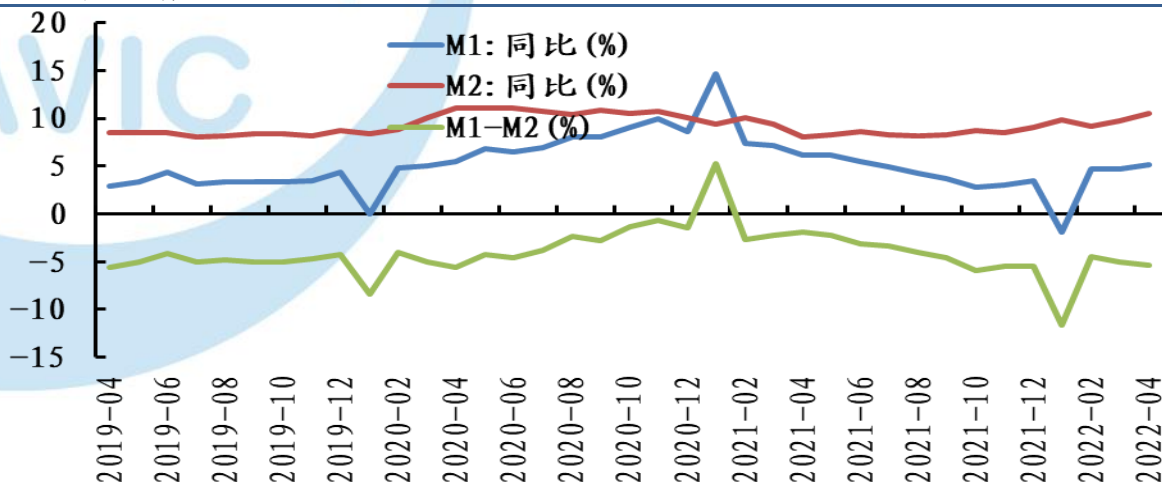
2022 年 4 月，委托贷款、信托贷款分别收缩 2 亿元和 615 亿元。这两项的收缩可能与地产风险持续暴露之下，地产类信托缩减规模有关，但是因为去年的低基数，同比上分别较去年少减 211 亿元和 713 亿元（去年是资管新规过渡最后一年，压降压力大）。2022 年 4 月，未贴现银行承兑汇票萎缩 2557 亿元，我们认为这主要与受疫情影响，企业活动降低之下开票需求下降以及银行为冲量，将大量表外票据转入表内有关。

## 四、M2 增速提升，2021 年 3 月以来首次重回 10%以上

4 月 M1 同比+5.1%，较上月+0.4PCTS，M2 同比+10.5%，较上月+0.8PCTS，M2 增速自 2021 年 3 月以来首次重回 10%以上。M2 增速的回升可能主要由于：1，**各项退税减税降费政策加快实施，企业留存的资金增多**。今年以来，财政部已经出台 20 多项税费支持政策。主要包括：实施大规模留抵退税政策，有关行业存量留抵税额全额退还。延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，提高减免幅度、扩大适用范围。出台支持特殊困难行业纾困发展的税收政策等。从 4 月 1 日开始办理微型企业存量和其他行业增量留抵退税以来，截至 4 月 28 日已办理退税 6256 亿元。2，**财政稳增长靠前发力，财政存款向企业存款转移**。2022 年 4 月财政存款仅新增 410 亿元，同比少增 5367 亿元，企业存款减少 1210 亿元，同比少减 2346 亿元。3，**疫情之下预期转弱，出于谨慎，居民储蓄意愿有所增加**。2022 年 4 月居民存款减少 7032 亿元，同比少减 8668 亿元。

4 月 M1-M2 剪刀差较上月继续下降，货币活化程度再降低，反映了在预期不确定性增加的情况下，企业投产和扩张的动力相对不足。

图表 12: M2 和 M1 走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

## 五、展望：金融数据总量和结构双弱，央行或将适度加大货币政策宽松力度

因为疫情冲击、原材料价格高企以及房地产持续不景气，4月居民和企业信用扩张需求均受到抑制，金融数据在总量上和结构上均较弱。5月以来，疫情逐渐好转，高频数据看，4月中下旬以来物流也出现环比改善，配合政策进一步发力，预计5月金融数据较4月会有改善。

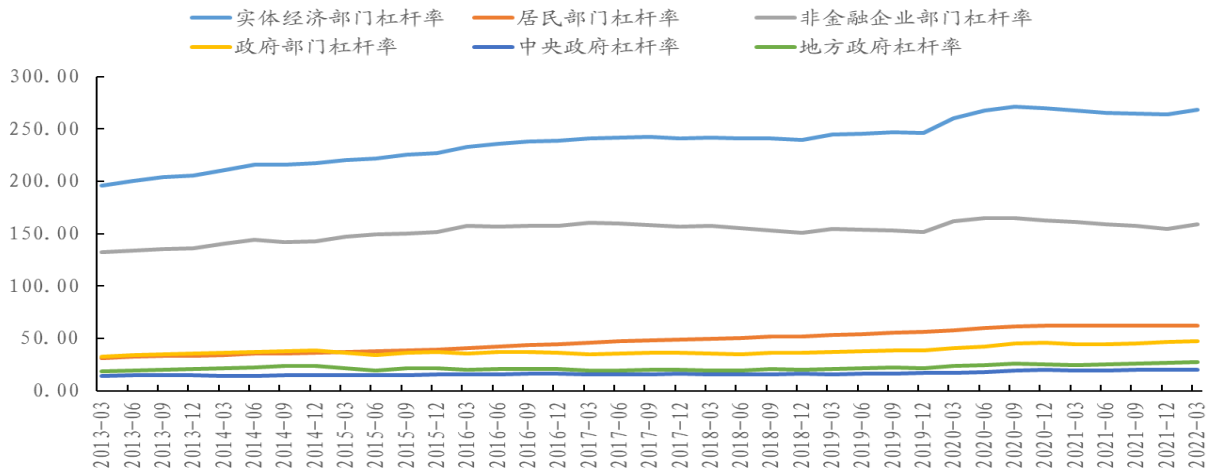
从政策面来看，尽快完成疫情“动态清零”是首要目标，减轻疫情防控压力，恢复经济活动是各方面稳增长政策得以发挥效力的前提。同时，金融数据显示，疫情冲击下，居民和企业“生存”优先于“发展”，倾向于保持更高的“流动性”，减少消费与投资，出现主动收缩资产负债表的倾向，在这种情况下，政府必须承担财政加杠杆的责任，通过政府资产负债表扩张来稳住需求，货币政策层面要给予相应配合。对此，央行有关负责人在答记者问时，表示央行会将稳增长放在更加突出的位置，加大稳健货币政策的实施力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，**积极主动谋划增量政策工具。政策将聚焦于：稳定信贷总量、降低融资成本和强化对重点领域和薄弱环节支持力度三大方面。**

值得注意的是，在稳定信贷总量方面，人民银行表示保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，宏观杠杆率会有所上升，但保持在合理区间。其中，“宏观杠杆率会有所上升，但保持在合理区间”是近期首次表述，与此前多次，包括在《一季度货币政策执行报告中》表示的“保持宏观杠杆率基本稳定”形成对比。2020年上半年以适度宽松的货币政策稳定经济后，我国货币政策即转向相对稳健，实体经济部门杠杆率从2020年3季度的271.2%一路降到2021年4季度的263.8%，逐季收缩，为之后适度加杠杆保留了一定空间。2022年以来，经济内在运行周期叠加突发疫情和国际地缘政治冲突之下，我国经济需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力再次加大。在此种情况下，央行首提“宏观杠杆率会有所上升”，我们认为一方面是对今年财政显著加大力度之下，杠杆率会被一定程度继续推高的合理推断（2022年一季度实体经济部门杠杆率从2021年4季度的263.8%上升到268.2%），另一方面也预示着央行将在未来边际上加大货币宽松的力度。

未来，在总量上，不排除央行进一步适度降息降准的可能。在结构上，央行可能会继续碳减排支持工具、普惠小微企业贷款支持工具等之后，持续推出更多的结构性货币工具，加强流动性对薄弱环节的定向支持。同时，我们也提请投资者注意，虽然从稳增长的需求上，央行存在货币进一步宽松的动机，但目前一来中美周期错配之下，我国货币宽松的空间受限，二来货币市场利率始终保持低位，宽信用的核心障碍并非货币成本，盲目宽松可能效果比较有限。因此，央行进一步加大宽松力度可能在疫情稳定，实体经济内在融资需求出现一定程度的复苏之后，短期内引导银行压缩利差下调LPR的概率或大于直接调降政策利率。并且央行在表示“宏观杠杆率会有所上升”的同时，也强调宏观杠杆率会“保持在合理区间”，这也体现央行在宽松程度上相对有限。



图表 13: 宏观杠杆率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

符昀（证券执业证书号：S0640514070001），中航证券首席宏观分析师。  
刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），中航证券宏观分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。