

4月新增社融9102亿元，社融余额同比10.2%，较前值走低0.4个百分点。M1同比5.1%，M2同比10.5%，分别较前值走高0.4和0.8个百分点。

➤ **4月社融缩幅超预期，当前私人部门融资需求孱弱。**

**4月新增社融不及往年同期水平的一半，这是融资孱弱的表现。**

拖累本月社融的主要是人民币贷款孱弱，4月人民币贷款相较正常水平（2018年以来4月融资量均值），差距较大。

**剖析本月人民币信贷，企业和居民融资需求都在快速收缩。**

本月企业表内票据和短贷表现尚可，但我们知道企业短贷和票据更多度量融资供给意愿，而非企业真实融资需求。

本月企业中长贷贷款增速深跌，居民新增融资再度降至负融资量。不论企业还是居民，4月私人部门的融资需求都收缩到了历史极低水平。

➤ **与孱弱的社融表现相反，本月私人部门存款反而逆势高增。**

2021年以来，M1和M2增速趋势性走弱。然而本月M1和M2增速反常走高。包含居民存款的M2，本月同比读数10.5%，为2021年以来单月最高同比。

**社融端反馈出来的信息是本月私人部门需求萎缩，私人部门日子并不好过。然而从存款端看，企业和实体部门好像“并不缺钱”。这是本月金融数据的最大看点。**

**本月金融数据看似矛盾，其实高度自治。理解这种自治的关键是理解部门间的经济行为——政府积极加杠杆将资金让渡给企业和居民部门，然而疫情约束经济活动，最终导致私人部门融资需求不足。**

政府加杠杆资金主要来自两处，政府债券发行募资以及，央行结存利润上缴（暂且不要纠结这部分资金能否称为杠杆资金）。政府资金主要用向两处，一处是针对私人部门减税降费，另一处是撬动基建投资。当资金从政府部门拨付给实体企业之后，4月恰逢疫情扰动，私人部门经济活动无法如期开展，企业手握现金无法正常投资和生产，故而M1增速偏高（M1本质上是企业活期存款）。

另一方面，居民部门缺乏足够动力购买地产，所以居民信贷孱弱，同时居民存款也停留在银行账目上，没有转化为实物的房地产资产。

**上述现象可有另外两处数据相呼应。**

第一，央行缴纳存量利润，用以支持增值税留抵退税。4月增值税留抵退税超8000亿元，企业现金流因此较为充裕，M1读数走高。

第二，4月央行降准幅度非常有限，然而银行间流动性较为充裕，反应4月财政支出力度较大。

➤ **期待后续疫情扰动退去，稳增长政策有进一步推进。**

短期内经济的确承压，货币易松不易紧。当前银行间流动性充裕，因为4月以来财政支出力度加大，然而私人部门经济活跃度偏低。若短期内疫情扰动还在，货币总体方向上维持宽松，这一点，我们无需担心。

我们还知道，当前私人部门需求偏弱的背后，核心约束还是短期疫情扰动。疫情终将过去，疫情对经济活动的约束也终将解开。展望未来，我们可以选择更加乐观一些。

➤ **风险提示：疫情发展超预期，地产宽信用不及预期，对政策理解的不到位。**



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

## 目 录

1 4月各项数据如期下行，社融亦然 .....	3
2 4月企业和居民融资需求收缩较快 .....	3
3 企业和居民存款反常“逆势”高增 .....	4
4 从社融和存款异动看当前经济约束 .....	5
5 后续融资走势和金融条件怎么看 .....	6
6 风险提示 .....	7
插图目录 .....	8

5月13日，央行公布4月金融数据。

4月新增社融9102亿元，社融余额同比10.2%，较前值走低0.4个百分点。M1同比5.1%，M2同比10.5%，分别较前值走高0.4和0.8个百分点。

## 1 4月各项数据如期下行，社融亦然

先看社融，这是一个很低的读数。2018年以来，4月新增社融均值2.2万亿。本月新增社融才9000多亿，不到2018年历年同期均值的一半。

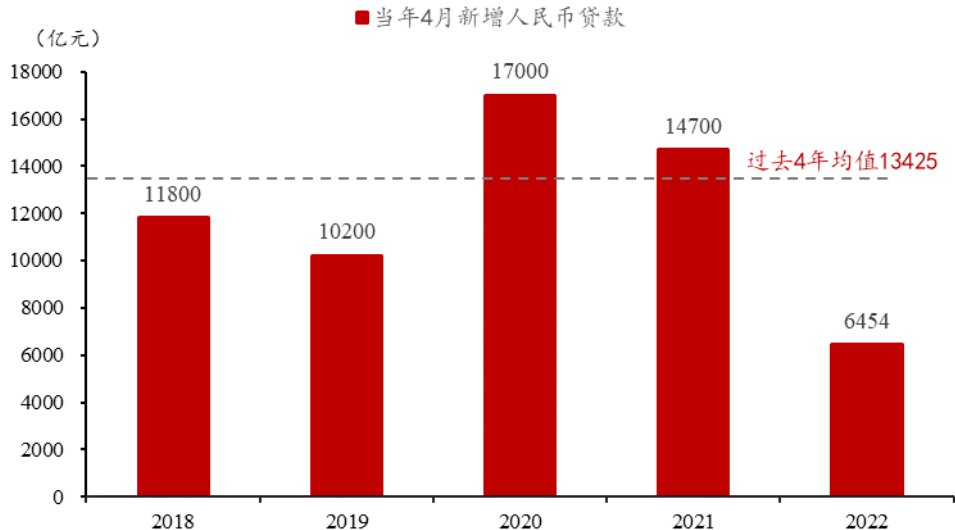
4月各项经济读数毫无疑问都会快速下行，这一点市场之前已经给足了心理铺垫。所以本月社融收缩趋势完全在意料之中。

**本月社融萎缩的节奏有点偏快，尤其信贷收缩力度较猛，这一点略超预期。**

本月社融同比缩减9468亿元，其中表内贷款同比缩减9712亿元。贷款太过孱弱，几乎成为本月社融唯一拖累项。

2018年至2021年，每年4月表内新增贷款分别为1.1万亿、0.8万亿、1.7万亿和1.2万亿。今年4月新增表内贷款6454亿元，相较正常值，差距略大。

图1：今年4月新增人民币信贷显著低于历史同期水平



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 4月企业和居民融资需求收缩较快

4月居民信贷净融资-2175亿元，可以简单理解为：4月没有太多新发放的居民信贷，扣减到期的居民信贷之后，净融资便为负值。

**历史上居民信贷单月净融资为负的时期屈指可数。**

除了本月，今年2月是一个时期（-3369亿元），2020年2月武汉封城算一个时期（-4133

亿元)，还有一期是 2016 年 2 月（-65 亿元）。

**简单做一些数据处理，推测本月居民中长贷净融资大概率也是负值。**

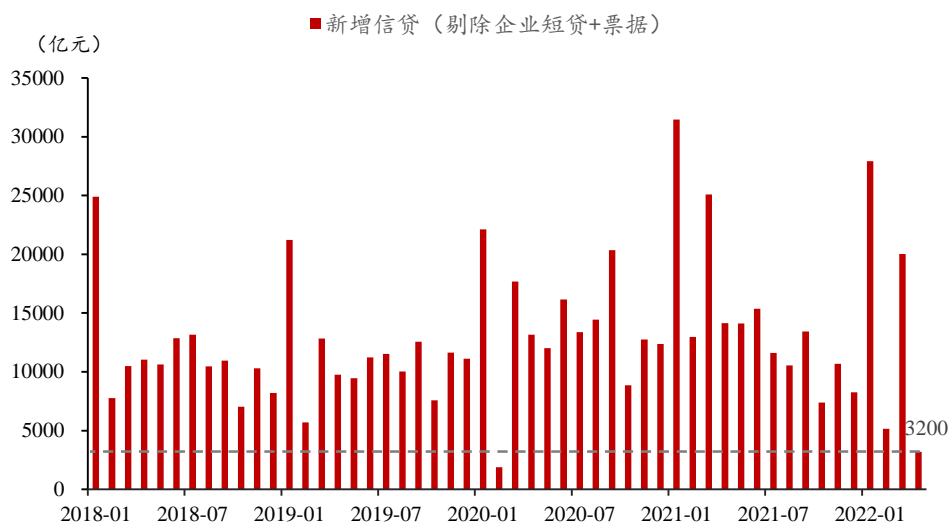
历史上居民中长贷单月净融资为负的时期更是少之又少。除了本月，还有一个月份就是今年 2 月（-459 亿元）。

结合 3 月创下历史新低的个税同比增速，我们不得不承认：当下私人部门，尤其是居民需求正在快速萎缩。

本月企业部门融资状况不佳。企业中长贷同比增速再度回落至-60%，表内票据看似不错，但票据更多反应的是银行融资供给意愿，而非实体企业融资需求。

**扣除票据之后，4 月居民和企业净融资规模达到历史新低，也是历史首度负向净融资。4 月社融孱弱不难寻因：私人部门需求正在快速萎缩。**

图 2：当前私人部门融资快速萎缩



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 企业和居民存款反常“逆势”高增

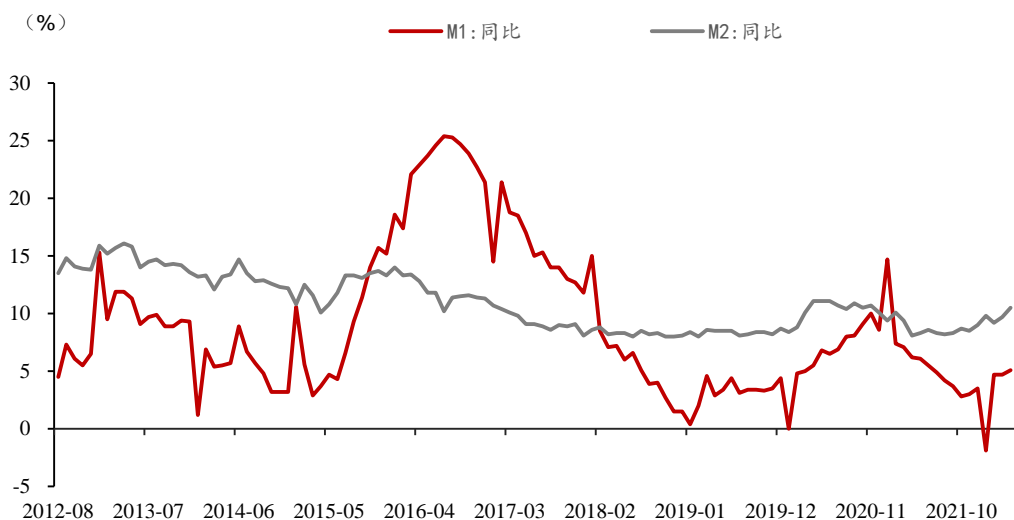
**4 月社融读数非常低，然而实体部门存款数据却意外走高。**

4 月 M2 同比 10.5%，较前值走高 0.8 个百分点；M1 同比 5.1%，较前值走高 0.4 个百分点。M2 增速已经创下 2020 年 12 月以来的单月新高，M1 增速同样超过了去年绝大部分月份。

M2 和 M1 分别代表着实体部门存款以及企业活期存款，按照朴素的微观感知，4 月存款端数据描述的状态，似乎私人部门“资金比较充裕”。

**现在问题来了，从社融端看私人部门需求萎缩；从存款端看，企业和实体部门并不缺钱。这样的矛盾现象如何理解？**

图 3：4 月 M1 和 M2 增速明显走高



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 从社融和存款异动看当前经济约束

今年开年以来社融的故事主线非常清晰，融资供给非常积极，偏松的融资供给姿态从去年四季度开始越发明显。融资需求自年初以来有强有弱，穿透到底层，主要还是由政府加杠杆动机强弱所致。

政府加杠杆所得资金，一部分用于减轻中小企业和中低收入群体广义税负；另一部分用于推动基建投资。政府部门加杠杆之后，企业和居民资金端应该有所改善。正常情况下，政府加杠杆之后企业和居民部门经济行为开始变得活跃，私人部门的需求开始扩张，宏观经济有所修复。这也是历次政府逆周期加杠杆的主要逻辑。

然而 4 月我们面临的情况，不是政府加杠杆不足，而是疫情防控冲击了供应链。这种情况下，私人部门的经济活动，包括生产、投资和需求，都受到不同程度干扰。

**总之，政府加杠杆已经将资金给予实体企业，然而疫情扰动之下，实体企业缺乏足够的生产和投资动力，最终融资需求较弱。对此我们可以找到两点例证。**

第一，今年央行缴纳结存利润，用以支持增值税留抵退税。4 月增值税留抵退税超 8000 亿元，企业现金流因此较为充裕，M1 读数走高。

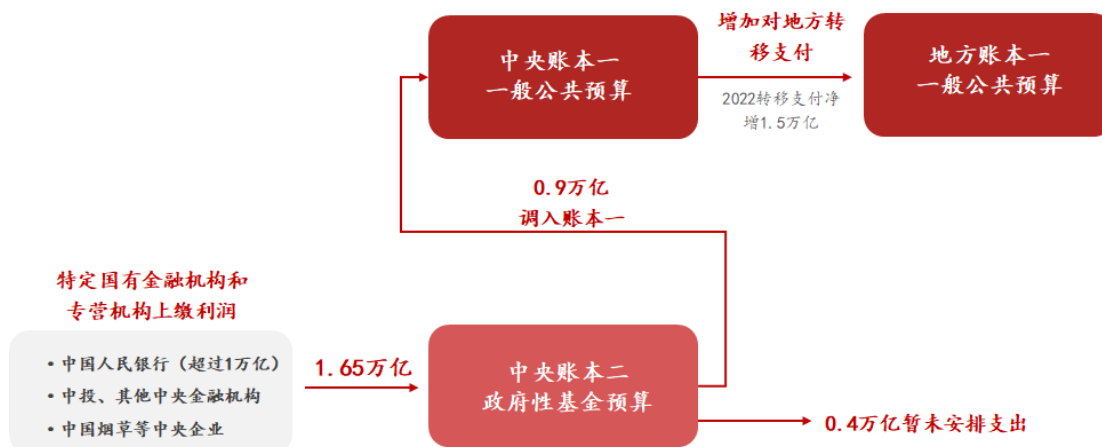
第二，4 月央行降准幅度非常有限，然而银行间流动性较为充裕，本质上也是因为财政支出力度较大。

**本月居民部门融资需求偏弱，然而居民存款偏强，逻辑与企业部门相近。**

地产需求持续走弱，有地产链本身的问题，也有本轮疫情防控带来需求受抑。双重因素叠加之下，居民缺乏动力去加杠杆买房。最终我们看到 4 月居民部门资产负债呈现出看似令人费解的组合：一则居民信贷孱弱，中长贷尤弱；二则存款高于季节性，存款没有流向地产市场。

所以说，历史较弱的居民信贷加上历史偏高的居民存款，这种组合精准刻画出当前地产销售市场有多冷。

图 4：1.65 万亿特定国有金融机构和专营机构上缴利润的使用去向



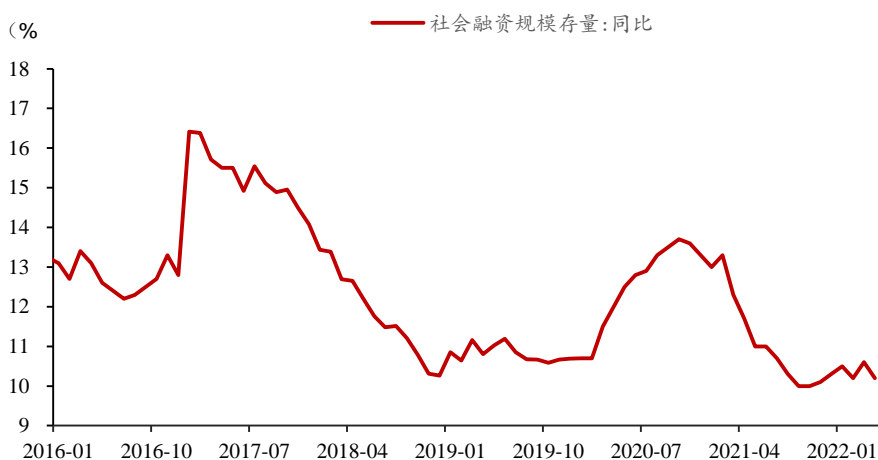
资料来源：财政部，民生证券研究院。注：数据来源于《关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告》

## 5 后续融资走势和金融条件怎么看

虽然 4 月的金融数据描述的实体需求，当我们知道约束需求背后的逻辑在于短期疫情扰动以及地产需求孱弱，我们大可对未来更加乐观一些。疫情终将过去，疫情对经济活动的约束也终将解开。

此外，地产之于中国有系统重要意义，至今不同地区都在积极放松地产政策，后续我们或可以期待更大力度的地产放松，届时地产部门资产负债表将迎来修复。

图 5：4 月社融增速下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

## 6 风险提示

**1) 疫情发展超预期。**若本轮疫情影响范围和时间超过预期，会导致使得年内经济下行压力进一步加大，加剧社融向中小企业倾斜，同时房地产销售会受制于疫情，迟迟无法恢复，进一步挫伤地产企业融资，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

**2) 地产宽信用不及预期。**若地产政策放松不及预期，如房地产销售持续低迷，会导致房地产信用资质进一步恶化，从而导致部门宽信用迟迟不及预期，导致社融后续回升不及预期，导致经济稳增长可能也不及预期。

**3) 对政策理解的不到位。**若对当前政策理解不到位，可能出现对未来信用条件出现错判，导致对社融的预期出现较大偏离。

## 插图目录

图 1：今年 4 月新增人民币信贷显著低于历史同期水平 .....	3
图 2：当前私人部门融资快速萎缩 .....	4
图 3：本月 M1 和 M2 增速明显走高 .....	5
图 4：1.65 万亿特定国有金融机构和专营机构上缴利润的使用去向 .....	6
图 5：4 月社融增速下滑 .....	6



## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001