



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

货币高增后临快落

——2022年4月份金融数据点评

日期: 2022年5月14日

分析师: 胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师: 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

《工业品涨势收敛》

——2022年05月11日

《疫情冲击出口显现》

——2022年05月10日

《疫情冲击显著, 基建独力支撑》

——2022年04月18日

■ 主要观点

信贷超预期回落、货币超预期回升

为经济平稳运行创造一个适宜的流动性平稳环境, 要求信贷和货币增长在中长期趋势上保持平稳, 在这个趋势下月度间数据的异常波动, 都不具有持续性。社会融资增长的普遍回落态势表明, 当前的增长回落是受到了经营方面的非正常停顿的影响, 即疫情下防控使得当前金融机构的日常经营受到影响。

信贷和社会融资增长将很快恢复

受疫情影响, 金融机构日常经营行为受到限制, 正常业务节奏被打乱, 4月份的社会融资增长和信贷新增都有较大回落。随着疫情防控进展, 金融机构的正常经营节奏将恢复, 因而疫情防控期间受影响积压的信贷投放等业务, 在政策鼓励下将得到加速推进, 因而预计年中前后信贷投放和社会融资规模的增长将全面恢复。

信贷和货币间相向增长态势将终结

当前货币增长超市场预期回升, 主要在于基数变化的结果, 即2021年同期中国M2季节性回落使得当期M2规模绝对水准出现下降态势。因此, 当前M2的高增长, 只是统计异动的结果, 并不具持续性, 预计未来1-2月内将会回归制正常, 即回到(9.0, 10.0)区间。

货币环境平稳, 不构成激励和约束

对疫情影响下的当期经济放缓局面, 中国货币环境保持了平稳态势, 既不构成激励, 也不构成约束。4月新增信贷和社会融资的回落, 主要是疫情影响了金融机构当期业务运作的结果, 并不具有持续性。

市场融资利率走向平衡区

在结构性货币政策作用下, 中国利率水平下降是一种方向性趋势。由于中国货币环境“存量过多、增量不足”的格局并没有改变, 市场融资利率下降的过程将较为缓慢, 中间出现波动和维持较长时间均衡将是常态。从中小企业融资利率下降的实践效果看, 在流动性环境平稳格局下, 我们预判中小企业融资利率短期(1-3月)将进入一个平衡运行局面。实体经济中借贷市场利率水平转向平稳, 意味着金融市场上的利率走势, 在货币环境平稳下也将延续平稳中的小幅波动态势。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化, 中国通胀超预期上行, 国际金融形势改变, 中国货币政策超预期变化。

目 录

信贷超预期回落、货币超预期回升	1
信贷和货币间相向增长态势将终结	1
货币环境平稳，不构成激励和约束	1
市场融资利率走向平衡区	1
1.事件：4月份金融数据公布	3
2.事件解析：数据特征和变动原因	4
2.1 信贷超市场预期回落、货币超市场预期回升	4
2.2 信贷和社会融资增长将很快恢复	5
2.3 信贷和货币间相向增长态势将终结	6
3.事件影响：对经济和市场	7
3.1 货币环境平稳，不构成激励和约束	7
3.2 市场融资利率走向平衡区	8
4.事件预测：趋势判断	9
4.1 货币增速将回落，“双降”年内仍可期	9
5.风险提示：	10

图

图 1 中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）	5
图 2 中国社会融资各项目的增长变化（当月值，亿元）	6
图 3 广义货币规模和新增信贷规模的变化（当月值，亿元）	6
图 4 中国广义货币规模的变化（月，亿元）	7
图 5 中国新增信贷的部门变化（当月值，亿元）	8
图 6 温州民间借贷利率运行走平（月/民间融资综合利率:%，Average-10D）	9

表

表 1 2022 年 4 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）	4
--	---

1.事件：4月份金融数据公布

广义货币增长 10.5%。2022年4月末，广义货币(M2)余额249.97万亿元，同比增长10.5%，增速分别比上月末和上年同期高0.8个和2.4个百分点。狭义货币(M1)余额63.61万亿元，同比增长5.1%，增速比上月末高0.4个百分点，比上年同期低1.1个百分点。流通中货币(M0)余额9.56万亿元，同比增长11.4%。当月净投放现金485亿元。

人民币各项贷款增长 10.9%。2022年4月末，人民币贷款余额201.66万亿元，同比增长10.9%，增速分别比上月末和上年同期低0.5个和1.4个百分点。4月份人民币贷款增加6454亿元，同比少增8231亿元。住户贷款减少2170亿元，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；不含住房贷款的消费贷款减少1044亿元，同比少增1861亿元；经营贷款减少521亿元，同比少增1569亿元。企（事）业单位贷款增加5784亿元，同比少增1768亿元，其中，短期贷款减少1948亿元，中长期贷款增加2652亿元，票据融资增加5148亿元。非银行业金融机构贷款增加1379亿元。

人民币各项存款增长 10.4%。2022年4月末人民币存款余额243.19万亿元，同比增长10.4%，增速分别比上月末和上年同期高0.4个和1.5个百分点。4月份人民币存款增加909亿元，同比多增8161亿元。住户存款减少7032亿元，同比少减8677亿元。非金融企业存款减少1210亿元，同比少减2346亿元。前4个月住户存款和非金融企业存款分别增加7.12万亿元和1.27万亿元，分别比上年同期多增2.01万亿元和1.37万亿元。

2022年4月社会融资规模增量为9102亿元，比上年同期少9468亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加3616亿元，同比少增9224亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少760亿元，同比多减488亿元；委托贷款减少2亿元，同比少减211亿元；信托贷款减少615亿元，同比少减713亿元；未贴现的银行承兑汇票减少2557亿元，同比多减405亿元；企业债券净融资3479亿元，同比少145亿元；政府债券净融资3912亿元，同比多173亿元；非金融企业境内股票融资1166亿元，同比多352亿元。

2.事件解析：数据特征和变动原因

2.1 信贷超市场预期回落、货币超市场预期回升

我们一直认为，保持信贷和货币的平稳，是货币当局践行稳健货币政策下的要努力维持的货币环境。为经济平稳运行创造一个适宜的流动性平稳环境，要求信贷和货币增长在中长期趋势上保持平稳，在这个趋势下月度间数据的异常波动，都不具有持续性。

2022年4月末，广义货币(M2)余额249.97万亿元，同比增长10.5%，增速分别比上月末和上年同期高0.8个和2.4个百分点，显著超出市场预期，实际增长落在了市场预期范围之外。4月份人民币贷款增加6454亿元，同比少增8231亿元；当月人民币贷款余额201.66万亿元，同比增长10.9%，增速分别比上月末和上年同期低0.5个和1.4个百分点。和路透市场预期相比，信贷增长规模弱于预期较多，当月新增仅达为市场预期最低值的约一半，信贷余额增速也显著低于市场预期的中值和均值。路透4月份市场调查的信贷增长预测中值和均值都为11.4。4月份的信贷和货币实际数字，呈现了显著的分化态势：相较于路透的市场调查，和市场预期均值相比，货币增速高于预期较多，而新增信贷规模和信贷余额增长，则低于预期较多。

表1 2022年4月的中国信贷和货币市场预测情况(亿元, %)

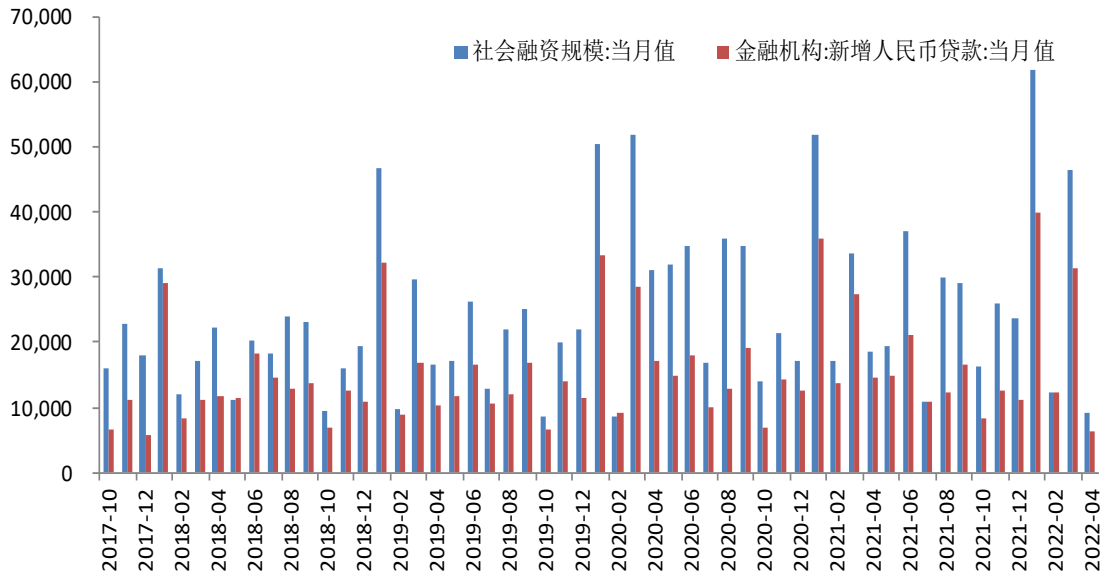
	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	14150	9.9	11.4
Average	14980	9.9	11.4
High	16000	10.2	11.5
Low	13000	9.5	11.2
No of Forecasts	18	21	7
SHSC	15000	9.5	11.4

资料来源：REUTERS，上海证券研究所

受通胀现实压力上行和海外货币政策转向影响，前期市场对信贷、货币增速有着较为明显收紧预期。随着国内疫情反弹对经济和社会正常行为影响的呈现，市场对于货币环境预期重新趋向宽松。但2022年4月份货币增长的超预期回升和信贷增长的超预期回落，这种分化态势却并非先前预期变化所能解释。2022年4月份的社会融资增长也有较大回落，当月社会融资规模增量为9102亿元，比上年同期少9468亿元。从各分项融资项目看，均有较大回落。社会融资增长的普遍回落态势表明，当前的增长回落是受

到了经营方面的非正常停顿的影响，即疫情下防控使得当前金融机构的日常经营受到影响。

图 1 中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）



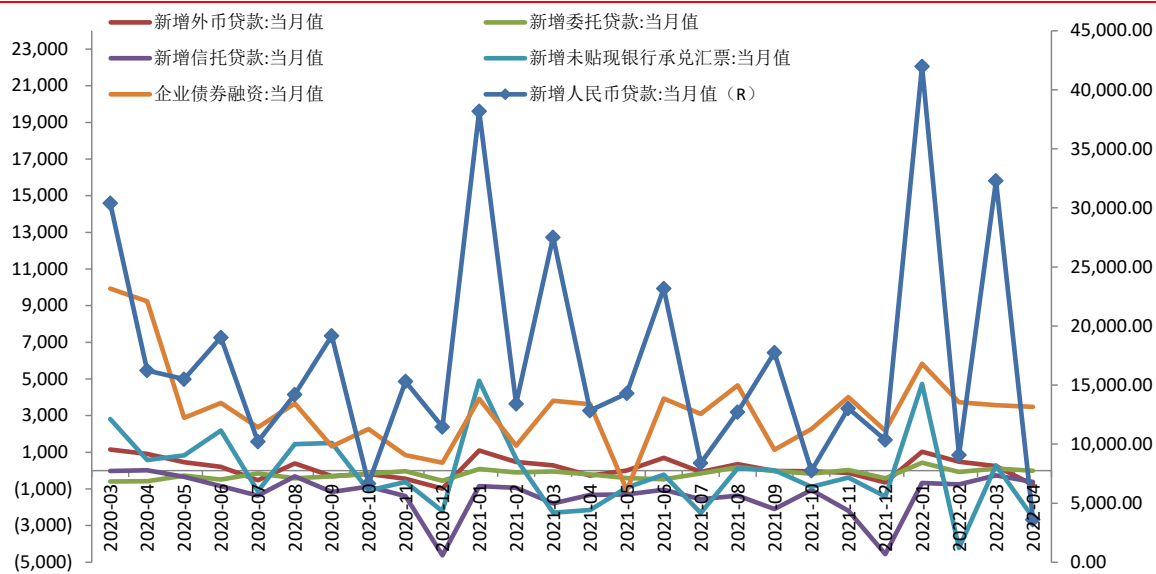
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 信贷和社会融资增长将很快恢复

受疫情影响，金融机构日常经营行为受到限制，正常业务节奏被打乱，4月份的社会融资增长和信贷新增都有较大回落。4月对实体经济发放的人民币贷款增加 3616 亿元，同比少增 9224 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 760 亿元，同比多减 488 亿元；委托贷款减少 2 亿元，同比少减 211 亿元；信托贷款减少 615 亿元，同比少减 713 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 2557 亿元，同比多减 405 亿元；企业债券净融资 3479 亿元，同比少 145 亿元。可见，无论是银行信贷融资渠道，还是资本市场上债券融资渠道，4月融资增长都出现了回落态势。

随着疫情防控进展，金融机构的正常经营节奏将恢复，因而疫情防控期间受影响积压的信贷投放等业务，在政策鼓励下将得到加速推进，因而预计年中前后信贷投放和社会融资规模的增长将全面恢复。

图2 中国社会融资各项目的增长变化（当月值，亿元）

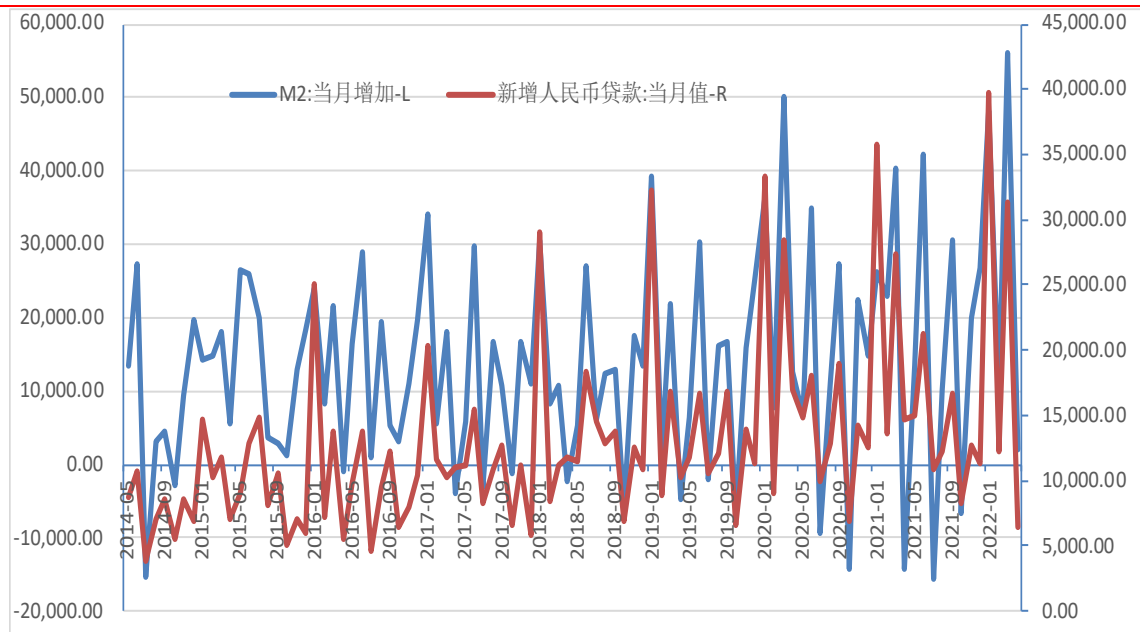


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.3 信贷和货币间相向增长态势将终结

在现代信用货币体系下，信贷增长意味着货币创造，因此信贷增长和货币增长两者间具有同步性和一致性。2022年4月，新增信贷投放因受疫情影响，有较大幅度回落，这意味着货币创造的增长也将减弱。

图3 广义货币规模和新增信贷规模的变化（当月值，亿元）

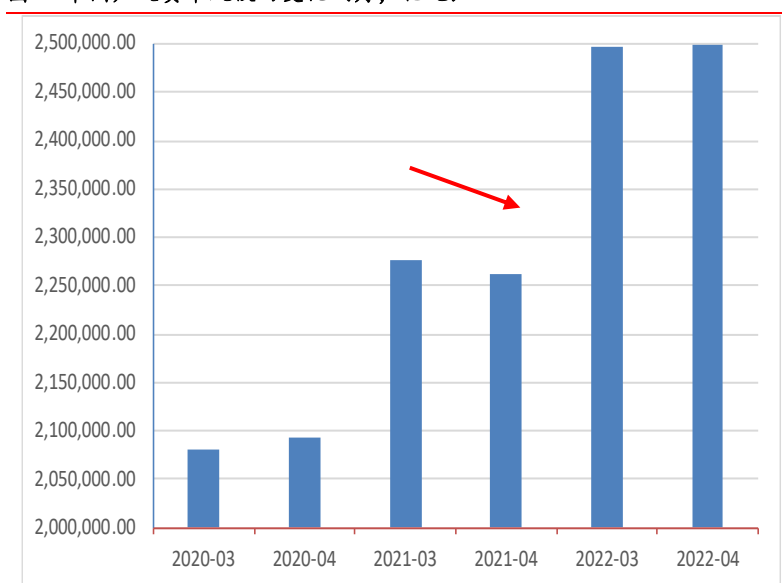


资料来源：Wind，上海证券研究所

从广义货币规模和新增人民币贷款规模的增长数据看，2022

年4月，中国广义货币规模增加2011.66亿元，对应的新增信贷规模为6454亿元；2022年3月份，当月广义货币规模增加和新增信贷规模分别为56199.44亿和31300亿。可见，当前通过信贷增长实现的信用创造，和广义流动性的增加是基本对应的。而当前货币增长超市场预期回升，以及和信贷、社融增速不一致的变化态势，主要在于基数变化的结果，即2021年同期中国M2季节性回落使得当期M2规模绝对水准出现下降态势。因此，当前M2的高增长，只是统计异动的结果，并不具持续性，预计未来1-2月内将会回归正常，即回到(9.0,10.0)区间。

图4 中国广义货币规模的变化（月，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3. 事件影响：对经济和市场

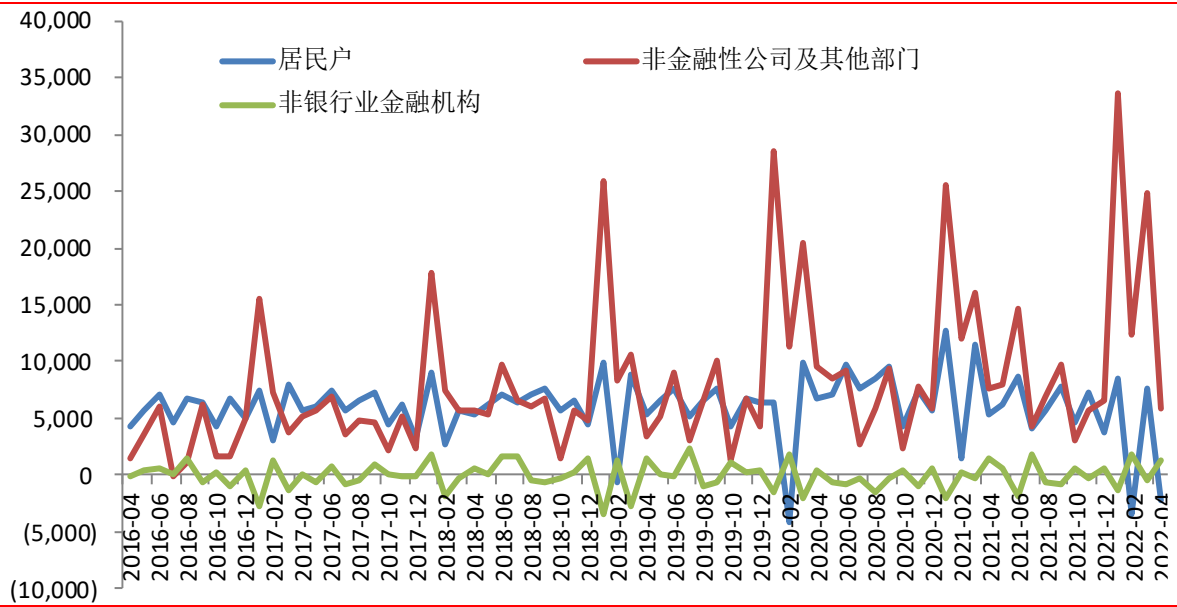
3.1 货币环境平稳，不构成激励和约束

面对疫情影响下的当期经济放缓局面，中国货币环境保持了平稳态势，既不构成激励，也不构成约束。中国货币当局多次明示，要保持流动性环境的平稳，并将流动性环境平稳解释为“适应性增长”，即信贷增长、社会融资增长和经济增长两者间的适应。这表明，中国不会因疫情短暂影响经济而实施宽松的货币环境。海外长期宽松的货币环境，并没有增加西方经济发展的复苏性，反而带来当前较高的通胀压力。

4月新增信贷和社会融资的回落，主要是疫情影响了金融机构当期业务运作的结果，并不具有持续性。从当月新增信贷的部门

分布看，最受当期疫情影响的居民部门的信贷增长出现了萎缩态势，而企业部门虽然新增规模也有较大幅度下降，但也仍然保持了正增长。受到疫情影响相对较少的金融同业间投放，则基本保持了平稳，4月份非银行金融机构信贷投放还增加了1379亿元，和去年基本持平。

图5 中国新增信贷的部门变化（当月值，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

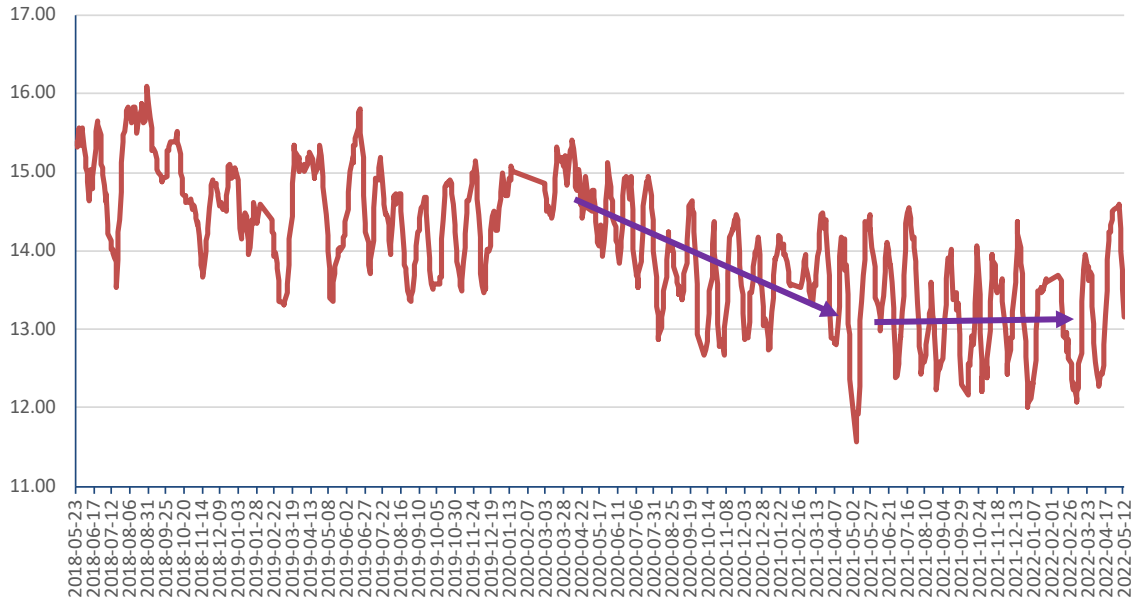
3.2 市场融资利率走向平衡区

随着楼市政策环境的改变，以及央行直达实体工具的推出，中小企业融资利率偏高局面已得到较大缓解，流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境逐渐得到好转。在结构性货币政策作用下，中国利率水平下降是一种方向性趋势。货币环境即使趋紧，在“直达实体”的结构性货币政策作用下，实体部门尤其是中小企业的融资利率下降趋势将延续。但由于中国货币环境“存量过多、增量不足”的格局并没有改变，市场融资利率下降的过程将较为缓慢，中间出现波动和维持较长时间均衡将是常态。

中国货币体系转向内生体系后，由经济和资本状况决定的自然利率水准，在利率体系决定中的重要性上升。疫情影响当期中国经济运行，导致风险对利率水平提升的作用提高，从而融资利率水平进入一个新平衡区。从中小企业融资利率下降的实践效果看，在流动性环境平稳格局下，我们预判中小企业融资利率短期（1-3月）将进入一个平衡运行局面。从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，已经从前期

的趋势性下降态势，转向了走平新阶段。

图 6 温州民间借贷利率运行走平（月/民间融资综合利率:%，Average-10D）



数据来源：Wind，上海证券研究所

实体经济中借贷市场利率水平转向平稳，意味着金融市场上的利率走势，在货币环境平稳下也将延续平稳中的小幅波动态势。从货币市场银行间人民币市场的利率变化看，3 月份同业拆借加权平均利率为 2.07%，分别比上月和上年同期高 0.01 个和 0.06 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.08%，分别比上月和上年同期高 0.02 个和 0.07 个百分点；4 月份同业拆借加权平均利率为 1.62%，分别比上月和上年同期低 0.45 个和 0.39 个百分点，质押式回购加权平均利率为 1.61%，分别比上月和上年同期低 0.47 个和 0.35 个百分点。

4 .事件预测：趋势判断

4.1 货币增速将回落，“双降”年内仍可期

4 月份中国广义货币高增长只是基数效应扰动的结果，伴随基数效应消除及疫情影响持续，M2 增长或有快速回落。

从趋势上看，年内中国货币仍存在“双降”（降息和降准）的内在需求，但短期受地缘政治冲击带来的大宗商品价格上涨压力，政策出台时机或有延后。按照我们的货币“二分法”分析框架，

当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。

尽管全球通胀压力上升，海外一些国家已启动升息步伐；但中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而难以缺少的选项。尽管受疫情影响，中国4月份通胀实际状况强化了市场对价格高位延续的市场预期；但由于中国物价构成和海外不同，2022年中国通胀回落趋势不变。虽然短期物价高位态势难变，经济面临回落下物价难降，制约货币政策利率调整，加之海外利率提升，降准、降息将更延后，但随着疫情影响消退后中国经济运行恢复正常，为保持流动性环境平稳，降准、降息年内仍值得期待。

5 .风险提示:

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变：俄乌冲突已升级为两国之间的战争，西方对俄罗斯实施制裁或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：由于大宗商品价格持续高位，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。