

等待“黎明”的前一秒

——4月社融数据点评

摘要

- **人民币贷款增长明显放缓，后续期待政策放量。**疫情负面效果显现，社融增量大幅下降。4月社融存量同比增长10.2%，增速回落0.4个百分点。社融增量为9102亿元，比上年同期少增9468亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增长明显放缓，疫情对实体经济的影响进一步显现，疫情影响短期仍在，但后续基数逐渐回落，再加上稳增长政策加持，社融增速有望稳中有升。近期高层多次发声，货币政策将继续精准发力，更多增量政策工具将出台，降息操作的可能性有所提高，结构性货币政策也将持续发力支持实体经济复苏。
- **二季度财政发力可期，表外融资回落。**从社融结构看，4月直接融资占比大幅提升，企业债券融资和政府债券融资为主导。政府债券方面，4月新增政府债券融资同比多增173亿元，较上月环比少增3162亿元，在前期地方新增债发行进展较快下，4月政府债券融资较3月有所放缓，一定程度上也为5月和6月留出发行空间。预计二季度财政支出会有所加快，专项债发行量或在1.67万亿元-2.04万亿元。4月新增企业债券融资3479亿元，表现相对稳定。5月10日，国家发改委等四部门发布《关于做好2022年降成本重点工作的通知》，再次提及完善民营企业债券融资支持机制。后续随着市场化增信、信息披露机制等方面不断改善，民企债券有望持续改善。4月股票融资活跃度继续回暖。季节性因素下表外融资回落，未贴现银行承兑汇票和委托贷款减少幅度较大。
- **企业融资需求遇寒，疫情影响居民信贷。**4月，人民币贷款增加6454亿元，同比少增8231亿元。其中企业贷款同比少增1768亿元，短期贷款新增年内首次转负，环比3月多减10037亿元，一方面受到季节性因素影响，另一方面国内多地疫情对企业运营造成负面影响；企业中长期贷款增加2652亿元，为2021年11月以来最少增量，受疫情造成的经济活动放缓及预期变化等因素影响，企业融资需求大幅下降。预计后续在政策的促进下，企业融资需求持续下降的情况或有改善。4月，住户贷款减少2170亿元，在1月降为负值后再次进入负值区间，受疫情冲击，居民购物、买房、经营活动都有受阻，住房贷款同比多减22亿元。年初以来，房地产政策持续边际放缓，但各地楼市“冰封”状况仍在，后续若疫情状况改善，政策支持下房地产市场或将回暖。另外，居民消费和经营活动也受疫情影响明显。
- **M2增速回升，财政存款同比少增。**4月M2同比增长10.5%，去年基数回落明显之下，比前值高0.8个百分点。人民币存款同比多增8161亿元。其中，财政性存款同比少增较多，因为央行结存利润上缴进度靠前发力；住户存款同比少减8677亿元，疫情影响消费和购房需求；非金融企业存款同比少减2346亿元，企业持谨慎态度。前4个月住户存款和非金融企业存款比上年同期多增，国内经济下行压力及海外不确定因素下避险情绪上升。M1同比增长5.1%，剪刀差继续扩大。预计后续货币政策力度将加大，为实体经济增长保驾护航。
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

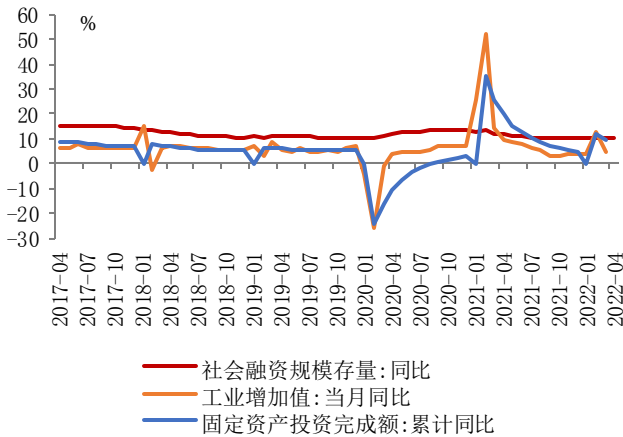
1. 政策加力“松绑”持续，美国通胀回落不及预期 (2022-05-13)
2. 二师兄醒了，超预期上行能否持续？——4月通胀数据点评 (2022-05-10)
3. 疫情之下，如何展望财政加力？ (2022-05-10)
4. 多重压力下的外贸，意料之中与预期之外——4月贸易数据点评 (2022-05-10)
5. 放长视角，细说人民币汇率趋势 (2022-05-06)
6. 假期房地产数据仍弱，期待未来政策提振 (2022-05-06)
7. “宁静”的假期，全球紧缩继续蔓延 (2022-05-05)
8. 春寒更盛，景气待回升——4月PMI数据点评 (2022-05-01)
9. 又乘春风浩荡时——中央政治局会议解读 (2022-04-29)
10. 扩内需再出重大举措，汇率波动引发关注 (2022-04-29)

4月，社融存量、增量及新增人民币贷款均不及预期，人民币贷款增长明显放缓，同比少增较多，反映出近期疫情对实体经济的影响进一步显现，企业有效融资需求明显下降。后续稳健货币政策将加大实施力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降息的可能性有所增加。

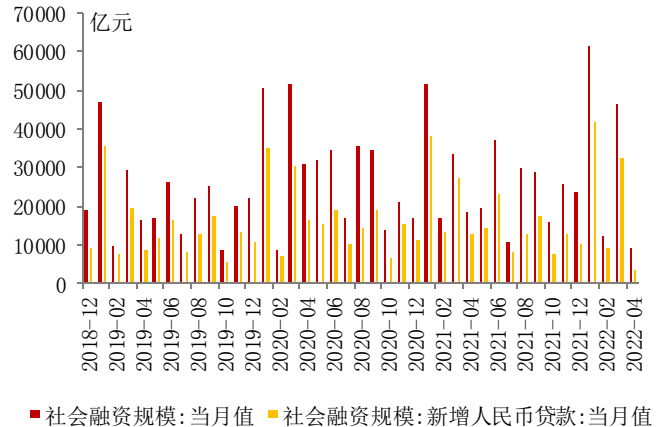
1 人民币贷款增长明显放缓，后续期待政策放量

疫情负面效果显现，社融增量大幅下降。4月末，社会融资规模存量为326.46万亿元，同比增长10.2%，基数回落的背景下，增速较上月回落0.4个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为200.21万亿元，同比增长10.7%，增速较前值回落0.6个百分点。从结构看，4月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.3%，同比高0.3个百分点。从社融增量看，4月社会融资规模增量为9102亿元，比上年同期少增9468亿元，环比3月少增37429亿元，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，环比3月少增28675亿元。4月对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资新增规模的39.73%，占比较上月低29.67个百分点。4月，人民币贷款增长明显放缓，同比少增较多，反映出近期疫情对实体经济的影响进一步显现，叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素，企业尤其是中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。从工业增加值和固定资产投资看，3月同比增速都有所回落，疫情影响仍将在短期体现，但后续基数逐渐回落，再加上稳增长政策加持，预计后续社融增速或稳中有升。

5月9日，央行发布2022年第一季度中国货币政策执行报告和中国货币政策大事记，与去年四季度相比，本次稳健货币政策基调不变，维持“不搞大水漫灌”的表述，但由“灵活适度”转变为“加大对实体经济支持力度”，由“充足发力、精准发力、靠前发力”转为“主动应对，提振信心”，同时在利率政策方面提及加强存款利率监管，在房地产金融审慎管理制度方面强调“稳妥实施”。5月13日，央行表示近期疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，下一阶段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。一是稳定信贷总量，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，宏观杠杆率会有所上升，但保持在合理区间；二是降低融资成本，充分发挥贷款市场报价利率改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用，推动降低银行负债成本，进而带动降低企业融资成本，向实体经济合理让利；三是强化对重点领域和薄弱环节支持力度，督促金融机构全面落实好“金融23条”。预计货币政策将继续精准发力，更多增量政策工具将出台，降息操作的可能性有所提高，结构性货币政策也将持续发力支持实体经济复苏。

图 1：社融存量同比增速回落


数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增人民币贷款量回落明显


数据来源：wind、西南证券整理

2 二季度财政发力可期，表外融资回落

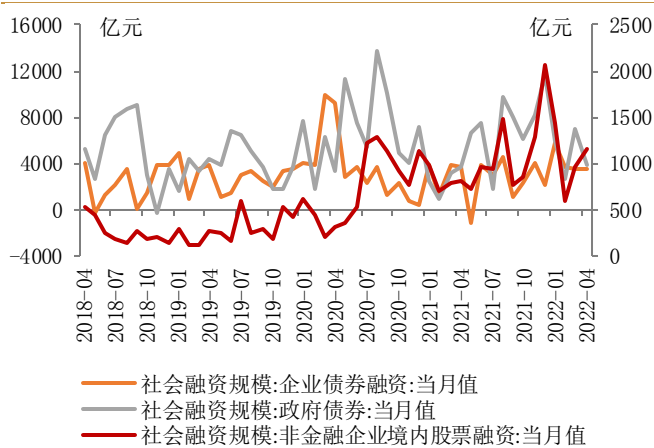
从社融结构看，4月直接融资占比大幅提升，企业债券融资和政府债券融资为主导。4月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为39.73%，较上月大幅回落29.70个百分点，疫情及地缘政治等海外不确定因素的影响下，贷款意愿较差；4月新增直接融资8557亿元，同比仅多增173亿元，环比少增3048亿元，且较2020年同期少增4352亿元，在人民币新增贷款和表外融资都表现较弱情况下，新增直接融资占同期社会融资规模增量的94.01%，占比较3月大幅回升69.07个百分点。其中，政府债券融资作为直接融资的主要驱动力，企业债券融资新增平稳。

政府债券方面，4月新增政府债券融资规模达3912亿元，同比多增173亿元，较上月环比少增3162亿元，在前期地方新增债发行进展较快下，4月政府债券融资较3月有所放缓，一定程度上也为5月和6月留出发行空间。截至4月29日，今年新增专项债发行规模达14018.9亿元，在投放领域上更向基建领域倾斜。我们在专题《疫情之下，如何展望财政加力？》中指出，第二季度的财政支出会有所加快，比重或较一季度提升3-5个百分点至27-29%左右，支出规模约7.2-7.7万亿，结构上可能会进一步加大对民生领域的支出，除再次发行特别国债的可能性较大之外，第二季度的发行节奏较此前年份更快，按照上半年完成全年限额的80%-90%计算，二季度发行量或在1.67万亿元-2.04万亿元。4月29日，中央政治局会议提出在当前国内外风险挑战增多的情况下，要“加大宏观政策的调节力度”，要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标向下政策的提前量和冗余度，后续财政政策力度仍大。

企业债券方面，4月新增企业债券融资3479亿元，同比少增145亿元，环比少增94亿元，表现相对稳定。3月28日，为推进“完善民营企业债券融资支持机制”工作任务落地，证监会提出了拟推出的七项推动完善民营企业债券融资支持机制的系列举措；5月10日，国家发展改革委等四部门发布《关于做好2022年降成本重点工作的通知》，再次提及完善民营企业债券融资支持机制；11日，交易所债券市场推出民营企业债券融资专项支持计划。后续随着市场化增信、信息披露机制等方面不断改善，民企债券有望持续改善。4月，非金融企业境内股票融资1166亿元，同比多增352亿元，环比多增208亿元，股票融资活跃度继续回暖。

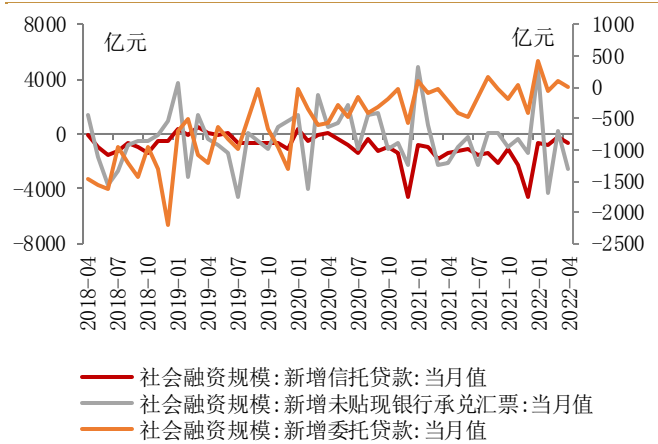
季节性因素下表外融资回落，未贴现银行承兑汇票和委托贷款减少幅度较大。4月，表外融资减少 3174 亿元，同比少减 519 亿元，环比多减 3174 亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为 -34.9%，较上月大幅回落 35.2 个百分点，季初再加上企业融资需求较弱，表外融资回落。其中，未贴现银行承兑汇票减少 2557 亿元，同比多减 405 亿元，环比多减 2844 亿元；4月，委托贷款减少 2 亿元，同比少减 211 亿元，环比 3 月多减 109 亿元；信托贷款减少 615 亿元，连续 24 个月减少，环比多减 356 亿元，同比少减 713 亿元。

图 3：4 月直接融资各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：4 月表外融资分项表现



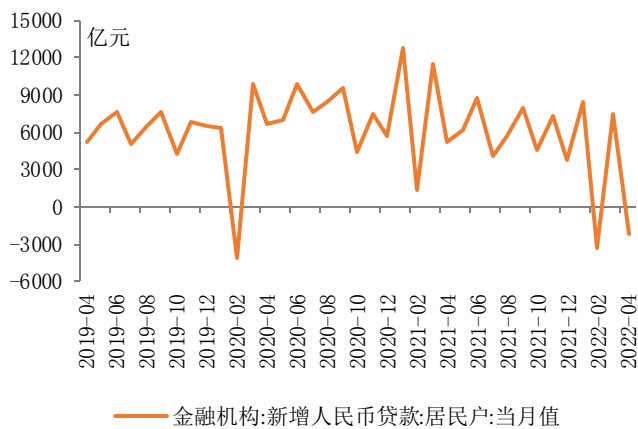
数据来源：wind、西南证券整理

3 企业融资需求遇寒，疫情影响居民信贷

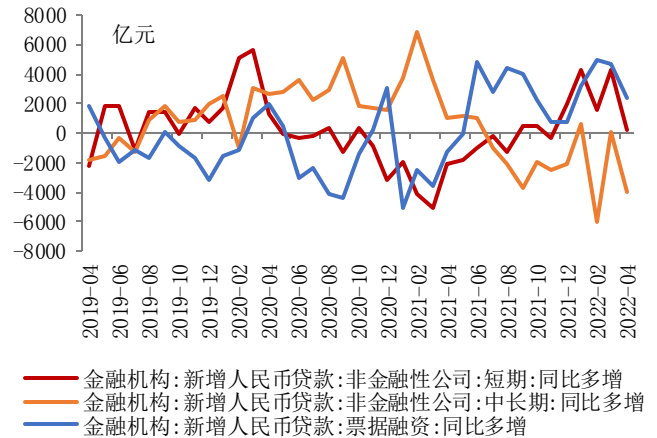
企业中长期贷款同比少增，短期贷款再次降为负值。4月，人民币贷款增加 6454 亿元，同比少增 8231 亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加 5784 亿元，同比少增 1768 亿元。从贷款结构来看，短期贷款减少 1948 亿元，今年首次转负，同比少减 199 亿元，环比 3 月多减 10037 亿元，一方面受到季节性因素影响，另一反面国内多地疫情对企业运营造成负面影响。中长期贷款增加 2652 亿元，为 2021 年 11 月以来最少增量，同比少增 3953 亿元，环比 3 月少增 1.07 万亿元。受疫情造成的经济活动放缓等因素影响，企业融资需求大幅下降，4 月份我国制造业 PMI 为 47.4%，较 3 月下降 2.1 个百分点，经济下行压力加大，虽然 4 月份新发放企业类平均贷款利率、普惠型小微企业平均贷款利率、民营企业平均贷款利率和制造业平均贷款利率均保持进一步下降趋势，1-4 月企业贷款利率为 4.39%，同比下降 0.25 个百分点，但企业信心不足，融资需求较弱。4 月，票据融资增加 5148 亿元，同比多增 1961 亿元，环比 3 月多增 1238 亿元，仍有短期冲量现象。整体来看，地缘政治持续影响大宗商品及全球资本市场，且 4 月疫情形势仍较严峻，多个大城市受到影响，但 5 月上海疫情有所好转，在政策的促进下，企业融资需求持续下降的情况或有改善。

疫情影响下，住户贷款再次转为负值，购房热情持续降低。4 月，住户贷款减少 2170 亿元，同比多减 53 亿元，在 1 月降为负值后再次进入负值区间，受疫情打击，居民购物买房经营活动都有受阻。其中，住房贷款减少 605 亿元，同比多减 22 亿元，幅度较大。年初以来，房地产政策持续边际放缓，融资端，受降准及信贷政策纠偏影响，房企融资环境有所改善；需求端，多地采取降低首付比例、降房贷利率等刺激政策，购房成本和门槛有所降低；供给端，土拍政策整体有所放松，如调整容积率、配建要求、降低保证金比例、延长付款周

期等措施。自3月底以来，受疫情影响各地楼市“冰封”，市场成交不乐观。后续若疫情情况改善，在政策支持下，房地产市场或将回暖。另外，4月，不含住房贷款的消费贷款减少1044亿元，同比少增1861亿元，从3月社会消费品零售总额数据不及预期可看出，居民消费受疫情影响明显，且部分居民采取居家措施，五一假期也多在当地活动，出行和购物需求降低。4月，经营贷款减少521亿元，同比少增1569亿元。

图5：居民部门贷款同比少增


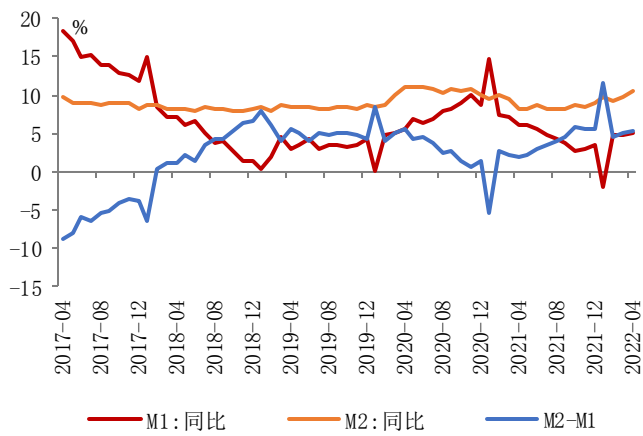
数据来源：wind、西南证券整理

图6：企（事）业单位短期贷款和中长期融资回落较多


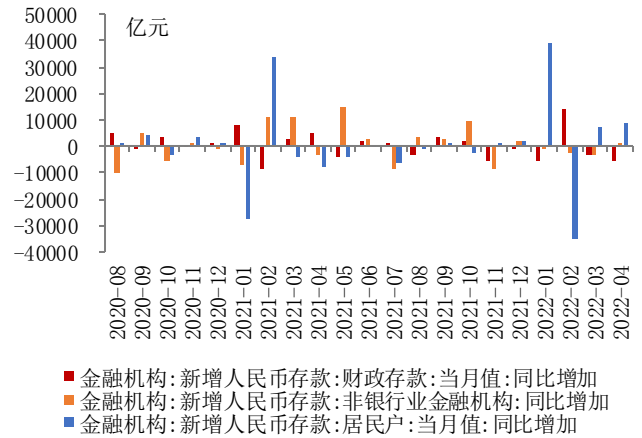
数据来源：wind、西南证券整理

4 M2 增速回升，财政存款同比少增

剪刀差持续扩大，M2增速超过预期。4月末，广义货币(M2)余额249.97万亿元，同比增长10.5%，去年基数回落明显下，增速分别比上月末和上年同期高0.8个和2.4个百分点。4月，人民币存款增加909亿元，同比多增8161亿元。其中，4月份财政性存款增加410亿元，同比少增5367亿元，因为央行结存利润上缴进度靠前发力，2022年以来已上缴8000亿元，全年上缴利润将超1.1万亿元，体现了货币政策和财政政策协调联动，支持助企纾困、稳就业保民生，共同发力稳定宏观经济大盘；住户存款减少7032亿元，同比少减8677亿元，疫情影响消费和购房需求；非金融企业存款减少1210亿元，同比少减2346亿元，企业对前景持谨慎态度。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，国内经济下行压力及海外不确定因素下，住户部门和非金融企业部门避险情绪上升，持有的存款增多；非银行业金融机构存款增加6716亿元。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。M1与M2剪刀差为5.4个百分点，较上月扩大0.4个百分点。预计后续货币政策力度将加大，为实体经济增长保驾护航。

图 7：4 月 M2 增速回升


数据来源：wind、西南证券整理

图 8：4 月居民存款同比少减明显


数据来源：wind、西南证券整理

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn