

# 宏观点评报告

## 社融触“冰”

### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

### 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn  
常艺馨 一般证券从业资格编号  
S1060121110020  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



### 事项:

2022年4月新增社融9102亿元,新增人民币贷款6454亿元,M2货币供应量同比增长10.5%。

### 平安观点:

- 4月社融降至疫情以来“冰点”。国内疫情形势严峻、经济下行压力进一步增大,宽信用再度受挫。4月社融偏弱的核心拖累因素是表内信贷低迷,而其支撑因素在于表外融资压降放缓、直接融资维持在高位。另有两点值得关注:一是,表外票据缩量严重,而表内票据继续“冲量”。二是,城投债发行同比大幅收缩,监管政策依然偏紧,或影响到对基建稳增长支持。
- 4月新增人民币贷款仅为去年同期的44%,创2013年以来同期的最低值。**1)居民部门全面“去杠杆”,**背后是疫情频发、居民购房和消费意愿不足,而经营贷款也趋于收缩。**2)企业**主要以短贷和票据“加杠杆”,中长期贷款仅为去年同期的四成。央行在4月份金融统计数据的答记者问中解释,在疫情和企业生产成本上升的影响下,企业有效融资需求明显下降。
- 4月M1、M2增速双双回升。**1)M2**增速回升0.8个百分点至10.5%,主要有两点原因:一是,央行2022年以来已将8000亿元结存利润上缴财政,形成了相应规模的基础货币投放;二是,央行在4月25日“全面+定向”降准各25bp,释放出5300亿的流动性,对M2增速有所提振。**2)M1**增速上行0.4个百分点至5.1%,体现出财政留抵退税助企纾困政策的积极影响,但经济下行压力加大下,企业经营性现金流偏弱,对宏观政策的发力依然有诉求。**3)从存款结构来看,**4月财政加码发力下企业现金流有所改善,但居民消费意愿不足、市场资金空转现象依然存在。
- 当前看,本轮疫情对经济冲击最大的时候可能已经过去。然而,实体经济贷款需求的恢复仍需时日。这一背景下,央行在贷款投放方面或更“重质”而非“冲量”。在5月9日发布的2022年第一季度货币政策执行报告中,央行将“有力扩大信贷投放”改为“合理投放贷款”,更加关注中长期贷款的增长动能。**后续看,货币政策在保持流动性合理充裕的同时,或在以下三方面发力支持实体经济:一是,**推动存款利率市场化改革,降低银行存款成本,并引导企业贷款利率下行。**二是,**加快落地结构性工具,支持契合高质量发展方向的绿色领域、科技创新、普惠养老等领域,积极推动重点领域中长期贷款的投放。**三是,**支持实体经济的薄弱环节和受疫情影响严重的行业。如市场主体困难进一步增加,或参考2020年经验推出更大规模的再贴现政策,提供定向流动性支持。

## 一、社融降至“冰点”

3月社融数据强劲反弹后，4月又降至疫情以来“冰点”。国内疫情形势严峻、经济下行压力进一步增大，宽信用再度受挫。2022年4月新增社会融资规模9102亿元，同比少增9468亿元，是2020年3月以来的单月最低值。社融存量同比增长10.2%，相比上月的高点下滑0.4个百分点。

从大类结构看，表内信贷是4月社融偏弱的核心拖累因素，同比减少了9712亿。表外融资、直接融资是社融的支撑因素，分别多增519亿、380亿，分项中只有表外票据多减405亿元，企业债净融资少增145亿元。具体看：

一是，表内宽信用明显受阻，是社融不及预期的核心拖累因素。其中，新增人民币信贷仅3616亿，是2009年12月以来的社融口径新增人民币贷款的最低值。外币贷款4月减少了760亿元，既受季节性下行影响，又受人民币汇率贬值的冲击。本外币合并看，表内信贷相比2021年同期共减少9712亿元。

二是，表外委托贷款和信托贷款压降规模放缓，是4月社融最强的支撑因素。4月委托贷款压降2亿元，信托贷款压降615亿元，二者相比2021年同期共少减924亿元。将1-4月数据合并来看，委托贷款与信托贷款相比2021年同期共少减3315亿元。在经济下行压力加大的情况下，金融监管的实施力度可能已有阶段性的边际松动。

三是，直接融资同比多增，对4月社融构成一定的支撑。1) 企业债净融资3479亿元，同比少增了145亿。其中，地产债净融资约116亿元，已连续3个月正增长。2) 非金融企业境内股票融资1166亿元，同比进一步多增352亿元。股票全面注册制的稳步推进将有利于企业融资扩容。3) 政府债券净融资3912亿元，同比多增173亿元，相比2020年同期亦多增555亿元，政府债券发行依然积极。

值得关注的有两点：一是，表外票据缩量严重，而表内票据继续“冲量”。未贴现银行承兑汇票4月减少了2557亿元，在去年低基数基础上多减了405亿元。不过，表内票据4月增量偏高，或挤压了表外票据的投放规模。如将表内外票据合并来看，4月表内外票据融资新增2591亿元，高于去年同期和2017-2021年均值。

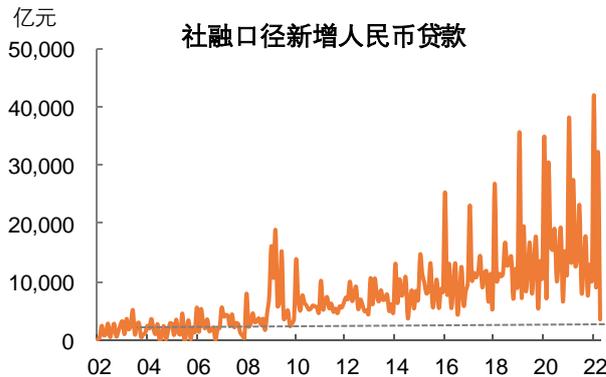
二是，城投债发行同比大幅收缩，监管政策依然偏紧。4月Wind口径城投债实现净融资1429亿元，仅为去年同期的61%。不过，信用债市场AA及以上评级城投债信用利差下行幅度在10-20bp不等，城投债需求依然旺盛，供给减少导致“结构性资产荒”再现。尽管4月中央政治局会议及财经委会议对基建稳增长做出进一步部署，但地方政府隐性债务监管并未出现松动迹象，发改委对城投平台美元债的发行还进行了规范性指导。

图表1 4月社融存量同比增速10.2%，相比3月回落0.4个百分点



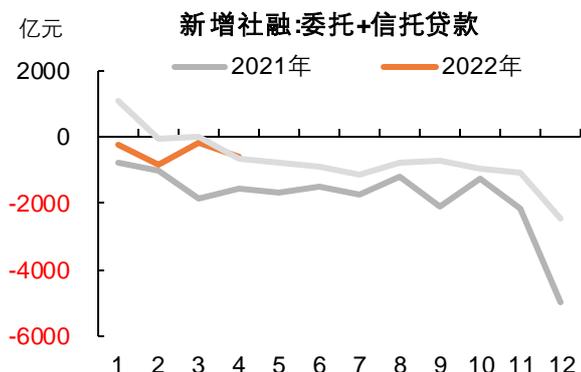
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 2022年4月社融口径新增人民币贷款为2009年12月以来的最低值



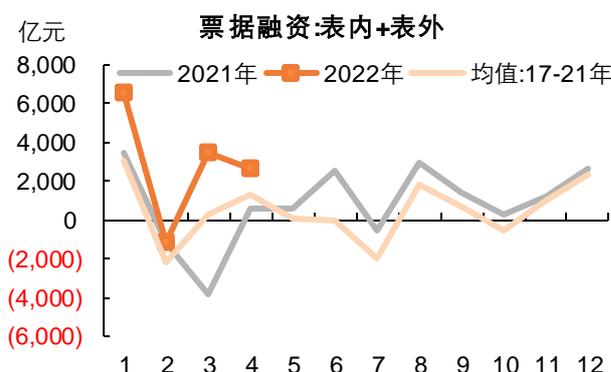
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 4月表外委托、信托贷款压降放缓



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 4月表内外票据融资同比多增2032亿元



资料来源:wind, 平安证券研究所

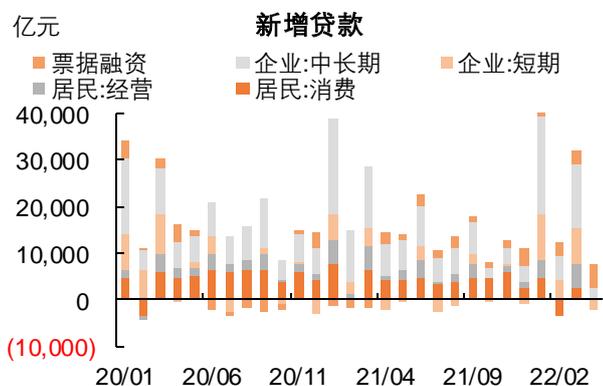
## 二、居民全面“去杠杆”

4月新增人民币贷款仅为去年同期的44%，创2013年以来同期的最低值。企业主要以短贷和票据“加杠杆”，中长期贷款仅为去年同期的四成，而居民贷款需求进一步走弱。4月新增人民币贷款6454亿，同比少增8246亿元，相比2020年同期少增10546亿元；贷款存量同比增长10.9%，相比上月下滑了0.5个百分点。具体地：

居民户房贷、非住房消费贷、经营贷皆为负增长。一方面，疫情频发、购房和消费意愿不足下，居民户再度“去杠杆”；另一方面，疫情冲击下，微观市场主体的经营贷款也趋于收缩。**1) 居民消费贷款**减少1649亿元，同比少增5883亿元。其中住房贷款、不含住房贷款的消费贷款分别减少605亿元、1044亿元，同比分别少增4022亿元、1861亿元。**2) 居民经营贷款**减少521亿元，同比少增1569亿元。多属服务业的个体工商户、小微企业主明显受到疫情负面冲击。

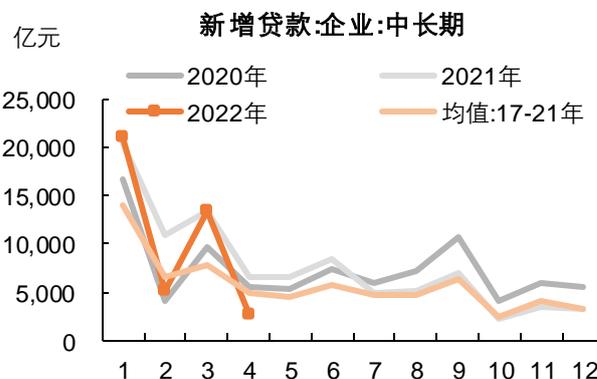
企业端融资同比增量主要源于短期贷款和票据融资，中长期贷款同比减少。贷款需求疲弱的问题尚未解决，但短期纾困贷款的投放对实体经济的平稳运行亦有支撑。**1) 企业短期贷款**新增8089亿元，相比2021年少减199亿元，但比2020年同期多减了1886亿元。**2) 票据融资**新增5148亿元，相比2021年、2020年同期分别多增2437亿元、1238亿元。**3) 企业中长期贷款**新增2652亿元，是2021年同期的40%，2020年同期的48%。央行在4月份金融统计数据的答记者问中解释，“近期疫情对实体经济的影响进一步显现，叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素，企业尤其是中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。1-4月企业贷款利率为4.39%，同比下降0.25个百分点，保持在有统计记录以来的低位。”。

图表5 4月表内票据占新增贷款的80%



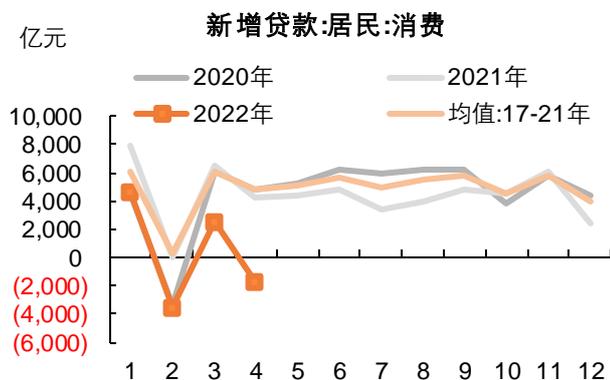
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 4月企业中长期贷款增量约为去年同期的40%



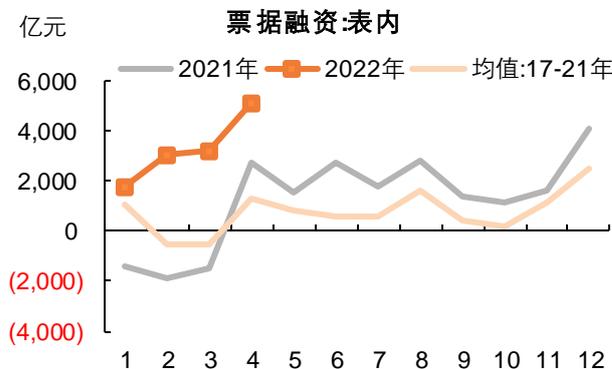
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 4月居民消费贷款(含房贷)大幅收缩



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 4月表内票据多增,处历年同期高位

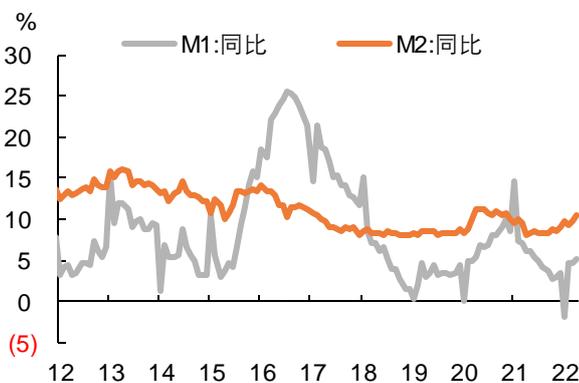


资料来源:wind, 平安证券研究所

### 三、货币供应增速提升

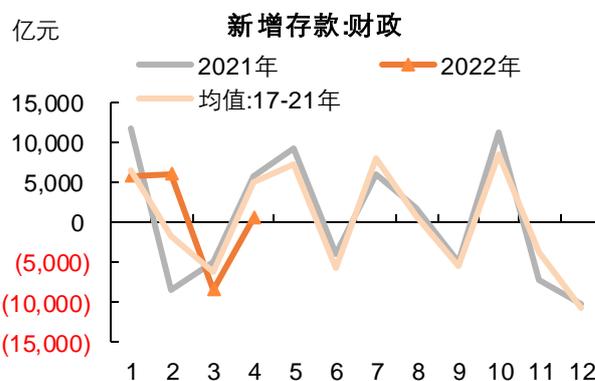
**4月 M1、M2 增速双双回升。**4月 M2 同比增速上行 0.8 个百分点至 10.5%，M2 增速的回升有两点原因：一是，央行将 2022 年以来已将 8000 亿元结存利润上缴财政，形成了相应规模的基础货币投放；二是，央行在 4 月 25 日“全面+定向”降准各 25bp，释放出 5300 亿的流动性，对 M2 增速有所提振。4月 M1 同比增速上行 0.4 个百分点至 5.1%，体现出财政留抵退税助企纾困政策的积极影响，但经济下行压力加大下，企业经营性现金流偏弱，对宏观政策的发力依然有诉求。

图表9 2022年4月M1、M2增速双双回升



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表10 2022年4月新增财政存款明显低于季节性



资料来源:Wind, 平安证券研究所

从存款结构来看，4月财政加码发力下企业现金流有所改善，但居民消费意愿不足、市场资金空转现象依然存在。4月新增人民币存款 909 亿元，同比多增 8161 亿；人民币存款余额增速 10.4%，相比上月提升 0.4 个百分点。其中：1) 居民部门存款同比多增 8668 亿元，相比 2017 至 2021 年同期也多增了 4037 亿元，同样体现出疫情蔓延下，居民消费意愿不足，预防性储蓄增多。

2) 财政留抵退税等政策发力下，企业部门存款同比多增 2346 亿元，而财政存款同比少增 5367 亿元。据 5 月 10 日的三部门留抵退税新闻发布会，今年 4 月 1 日至 30 日，全国增值税留抵退税规模新增高达 8015 亿元，再加上一季度继续实施的

此前出台的留抵退税老政策退税 1233 亿元，1-4 月共有 9248 亿元退税款退到纳税人账户上，助企纾困的政策效应已经开始显现。

**3) 非银行业金融机构**存款同比多增 1448 亿元，4 月 DR007 全月平均利率为 1.82%，较 3 月的 2.09%和央行 7 天逆回购政策利率明显偏低。货币市场短端流动性充裕，但大量资金缺乏合意投向，金融市场“资产荒”和非银机构的资金空转现象较为严重。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033