

4月金融数据点评

社融大幅走弱以后

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号
S1060519060001
LIULU979@pingan.com.cn



事项:

5月13日, 央行公布4月新增社融、信贷数据。

平安观点:

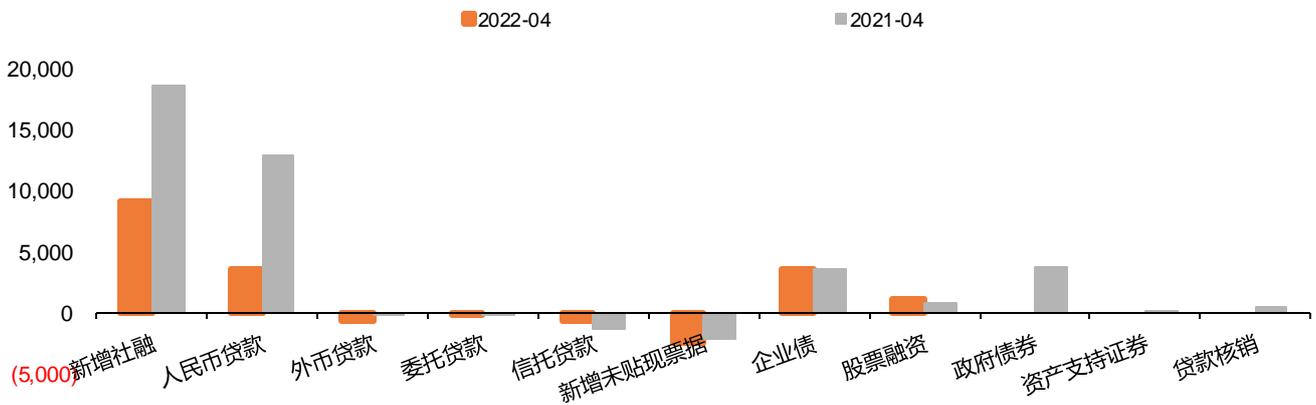
- **社融与信贷大幅低于预期。**4月社融增量为9102亿元(市场预期2万亿), 仅比疫情爆发之初的20年2月8737亿元略高。新增人民币贷款是主要拖累, 4月仅完成3616亿元, 创近十年单月新低, 同比少增9224亿元。另一主要拖累项是未贴现银行承兑汇票完成-2557亿元, 远低于近几年同期平均水平, 且较21年4月的低基数进一步少增405亿元。**社融与信贷数据大幅低于预期有两方面原因。**一方面是疫情的短期冲击, 另一方面, 今年以来社融及信贷数据受到政策窗口指导、疫情冲击和春节假期等多重因素扰动, 波动高于往年。信贷增速呈现年初冲量、后劲不足的状态, 需要政策予以继续发力。
- **居民贷款罕见在非春节月负增长, 除了疫情对消费的冲击, 更反映出地产的下行压力。**消费者信心指数在3月加速下滑, 镇调查失业率在3月攀升至5.8%的历史高点。房价增速放缓、股市大幅调整均冲击居民资产负债表, 加上连续三年的疫情防控持续影响居民收入与财富积累, 我们预期疫后社零数据需要3个月左右恢复至潜在增速通道, 但增速中枢难以达到疫情期前水平, 预计接近5%。
- **宽货币向宽信用传导受阻, 央行提出加杠杆、降利率和补薄弱三项药方。**M2与M1剪刀差走阔至5.4%, M2-社融剪刀差自上个月-0.9%转为0.3%, 为历史较高水平, 一方面说明经济活力较低, 另一方面说明金融机构负债增速快于资产供给, 宽货币向宽信用的传导阶段性受阻。对此, 央行在简短的答记者问中提到三点发力方向: 1、稳定信贷总量, 特别提及宏观杠杆率会有所上升。2、“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。3、强化对重点领域和薄弱环节支持力度。
- **我们认为, 当前市场对利空定价比对利多更加充分。展望后市, 5月下旬上海有望逐步解封, 经济逐渐恢复活力, 但回到潜在增速轨道可能需要2-3个月时间, 信贷脉冲指标显示基本面见底的时点大致在7-8月, 在此以前央行会配合政府债供给的压力, 维持债券市场利率稳定, 进而银行负债及实体经济降成本维持友好的环境, 债市大概率仍维持震荡, 市场偏好carry策略。待信贷增速恢复至上行通道, 企业盈利见底以后, 货币政策可能渐渐转紧, 趋势转熊将逐渐进入市场预期。**
- **风险提示: 政策转向超预期, 流动性风险, 疫情演变超预期**

■ 社融与信贷大幅低于预期

4月社融增量为9102亿元，大幅低于市场预期的2万亿元，仅比疫情爆发之初的20年2月8737亿元略高。新增人民币贷款是主要拖累，4月仅完成3616亿元，创近十年单月新低，同比少增9224亿元。另一主要拖累项是未贴现银行承兑汇票完成-2557亿元，远低于近几年同期平均水平，且较21年4月的低基数进一步少增405亿元。

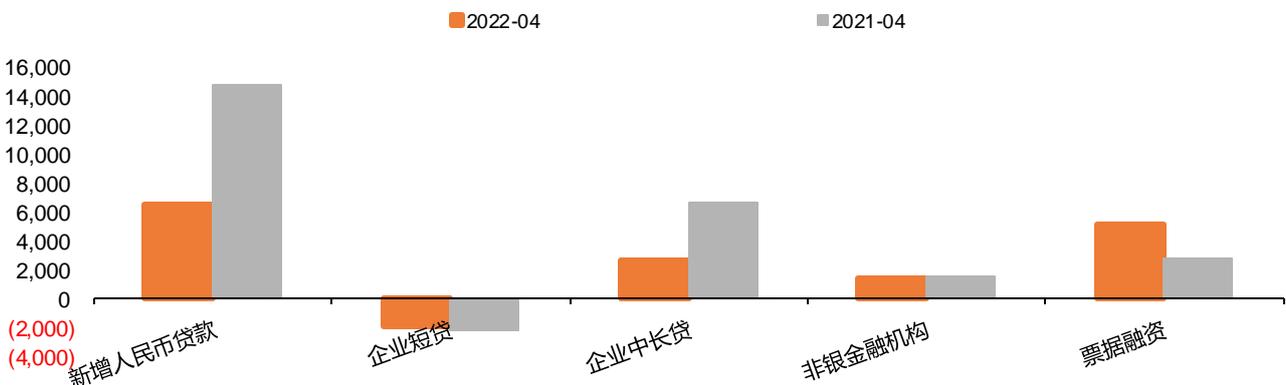
社融与信贷数据大幅低于预期有两方面原因。一方面是疫情的短期冲击，4月PMI读数在荣枯线以下继续大幅回落，企业经营预期转弱，居民融资同时受到短期消费场景制约和中长期购房需求下降的拖累。另一方面，今年以来社融及信贷数据受到政策窗口指导、疫情冲击和春节假期等多重因素扰动，波动高于往年，1月、3月金融数据大幅超预期，2月、4月数据大幅不及预期，如果以两个月平均同比来观察，12-1月、1-2月、2-3月和3-4月社融同比分别为11.79%、10.99%、10.68%和10.67%，新增信贷同比分别为95.53%、2.88%、-19.81%和-12.26%，表明今年以来社融增速维持回落，但低点仍高于21年9-10月的底部，看起来是社融回升通道中的一个反复；信贷增速则呈现年初冲量、后劲不足的状态，需要政策予以继续发力。

图表1 社融与分项的新增与同比（亿元）



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表2 信贷与分项的新增与同比（亿元）



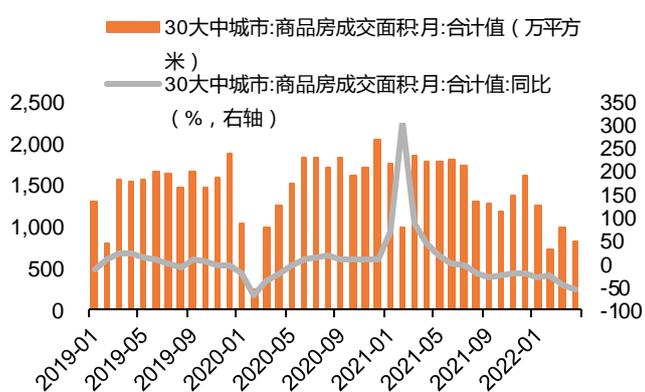
资料来源: Wind,平安证券研究所

■ 居民贷款罕见在非春节月负增长，除了疫情对消费的冲击，更反映出地产的下行压力

4月居民户贷款减少2170亿元，同比少增7453亿元，本月表现仅好于20年2月和22年2年春节月，是春节月以外罕见的负增长。其中，住房贷款、消费贷和经营贷分别同比少增4022亿元、1861亿元和1569亿元，住房贷成为主要拖累。

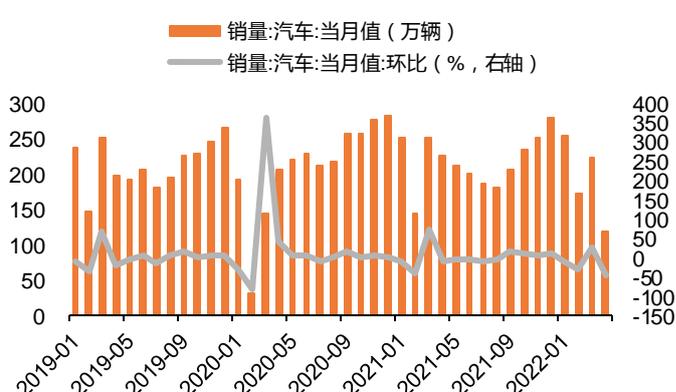
居民贷款回落幅度罕见，一方面体现出疫情对消费信心的冲击，另一方面反映出地产下行压力。消费者信心指数在3月加速下滑，由2月的120.5下降至113.2，其中就业、收入分项的信心指数较上月分别降8.9、3.9，接近疫情初始水平。城镇调查失业率在3月攀升至5.8%的历史高点。代表耐用品消费的汽车销量4月完成118.1万辆，较3月环比下降47%；30大城市4月商品房销售同比下降53%，环比仍未呈现改善。房价增速放缓、股市大幅调整均冲击居民资产负债表，加上连续三年的疫情防控持续影响居民收入与财富积累，我们预期疫后社零数据需要3个月左右恢复至潜在增速通道，但增速中枢难以达到疫情期前水平，预计接近5%。

图表3 地产销售面积持续收缩



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 汽车销量在4月环比大幅下滑

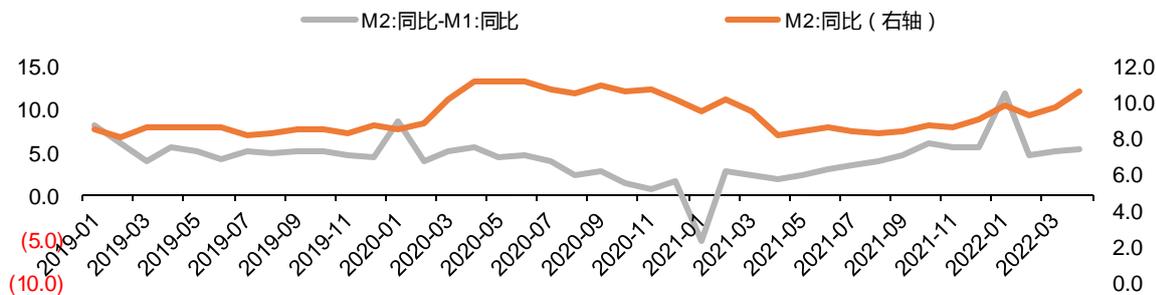


资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 宽货币向宽信用传导受阻，央行提出加杠杆、降利率和补薄弱三项药方

4月M0、M1、M2同比分别为11.4%、5.1%、10.5%，均高于预期。M2与M1剪刀差走阔至5.4%，M2-社融剪刀差自上个月-0.9%转为0.3%，为历史较高水平，一方面说明经济活力较低，另一方面说明金融机构负债增速快于资产供给，宽货币向宽信用的传导阶段性受阻。4月，1Y国股存单转贴现利率快速下行，至5月12日收于1.40%，与去年跨年资产荒叠加银行冲量期间1.3%左右的低点已极为接近，说明疫情、信用融资政策的行业管控、地方债供给低于预期等因素共同造就银行间资产荒。

图表5 M2增速虽高，经济活力却较低(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

- 对此，央行在简短的答记者问中提到三点发力方向：**1、稳定信贷总量，特别提及宏观杠杆率会有所上升。****2、“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。4月，央行已经部署银行降低存款利率10BP，4月底中小行和大行均已落实，预计大行和中小行的全行业占比在80%以上，银行负债成本下降的幅度足以在下次LPR报价中体现至少1个步幅。此外，在一季度货币政策执行报告中，央行认为银行存款利率应参考MLF利率和十年国债利率，意味着降低银行负债成本的目标下，债券市场基准利率也受到牵引，中枢维持在低点。4月最后一周（4月25日-5月1日），全国金融机构新发生存款加权平均利率为2.37%，距离1年期MLF和10年国债收益率利差均为50BP左右。**3、强化对重点领域和薄弱环节支持力度。**4月以来，央行累计新增及创设科技、煤炭、养老等专项再贷款工具4400亿元，后续将逐步落实政策效果。
- **债市月内维持震荡格局**

市场对本月数据表现偏弱已有预期，五一假日以后3-10年国债收益率小幅回落1-4BP不等，多头博弈情绪有所升温。疫情对基本面的冲击程度仅次于20年疫情初次爆发时，股市、人民币汇率和商品市场均对此有所定价，而债市对基本面走弱和降息10BP均没有明显定价，主要原因在于担忧后续的边际利空：1、疫后基本面反弹；2、政府债供给及信用融资政策放松引起货币-信用收缩；3、外围紧缩预期进一步提速，通胀逐步引发关注等。

我们认为，当前市场对利空定价比对利多更加充分，市场仓位不高，而5月降息、结构性工具和留抵退税带来的新增流动性投放仍高于政府债供给规模，静态流动性缺口仍是负缺口状态，此时市场上难有新增卖盘，收益率上行空间有限。但对于空头来说，资金价格维持绝对低点意味着机会成本较高，持币等待不如持券，那么收益率仍有小幅的下行空间。配合即将公布的经济数据，我们认为月内债券仍是震荡偏多的格局。

展望后市，5月下旬上海有望逐步解封，经济逐渐恢复活力，但回到潜在增速轨道可能需要2-3个月时间，信贷脉冲指标显示**基本面见底的时点大致在7-8月**，在此以前央行会配合政府债供给的压力，**维持债券市场利率稳定，进而银行负债及实体经济降成本维持友好的环境，债市大概率仍维持震荡，市场偏好carry策略。**待信贷增速恢复至上行通道，企业盈利见底以后，货币政策可能渐渐转紧，趋势转熊将逐渐进入市场预期。

风险提示：政策转向超预期，流动性风险，疫情演变超预期

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