

## 信义山证 汇通天下

证券研究报告

## 宏观利率

报告原因：定期点评

## 社融深跌，经济修复如何演绎？

——2022 年 4 月金融数据点评

2022 年 5 月 13 日

宏观/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：[guorui@sxzq.com](mailto:guorui@sxzq.com)

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：[zhangzhi@sxzq.com](mailto:zhangzhi@sxzq.com)太原市府西街 69 号国贸中心 A 座  
28 层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

## 主要观点

➤ **4 月 M2 及社融增速稳健，新增社融创 2017 年来新低。**2022 年 4 月 M2 增速为 10.5%（前值 9.7%），边际回升，高于 wind 一致预期的 9.9%；社融存量 326.46 万亿元，同比增长 10.2%（前值 10.6%），有所回落。就 4 月看，社融新增 9102 亿元，创 2017 年以来同期新低，低于 wind 一致预期的 2.03 万亿元，环比降幅 3.74 万亿元，创 2017 年以来同期最大环比降幅。4 月社融下降主要源于疫情对经济的扰动，降低了有效融资需求。但 1-4 月社融累计绝对值 12.97 万亿元，仅低于 2020 年同期。因此，尽管单月数据不佳，但今年以来的整体融资水平并不差，也是后期经济修复的保障。

➤ **4 月直接融资占比大幅提升。**4 月地方政府专项债、企业债、股票融资分别为 3912 亿元、3479 亿元、1166 亿元，三者单月合计占比 94.0%，创 2017 年来新高。从政府债券看，截止 5 月 13 日，2022 年新增地方专项债已发行 1.62 万亿元，完成 3 月 30 日国常会“去年提前下达的额度 5 月底前发行完毕”的要求，完成全年总额度的 44.4%，按照“今年下达的额度 6 月底前发行完毕”的要求，5-6 月共计要发行 2.25 万亿元，占比 61.6%，从量上讲，地方专项债的发行水平对社融有较大支撑，债券的供给压力也值得关注。4 月企业债券融资规模同比和环比波动不大，符合季节性。发行利率走低对企业债券净融资具有支撑，4 月中票和短融综合发行票面利率分别为 3.64%、2.44%，较 3 月分别降低 17bp、23bp。政策对基建的支撑也有效支撑了城投债的发行。

➤ **4 月对实体经济发放的人民币贷款仅新增 3616 亿元，结构大幅变差。**4 月新增实体经济贷款无论是环比和同比均大幅降低，是 4 月社融的主要拖累项。结构上看，第一，居民加杠杆不足。4 月企业贷款增加 5784 亿元，住户贷款减少 2170 亿元，住户近 3 个月新增贷款占比仅为 4.0%，创 2015 年来新低，而企业近 3 个月新增贷款占比来到历史高位，显示住户需求不佳，加杠杆动力不足。疫情对居民需求产生影响，4 月住户消费贷-1044 亿元，同时房地产销售依然不佳影响住户中长贷款需求。第二，企业中长期贷款占比进一步走低。企业近 3 个月新增中长期贷款合计占比 49.2%（前值 54.9%），而同期短贷和票据融资合计占比 50.43%（前值 43.72%），分别来到 2015 年以来的底部区域和顶部区域。

➤ **存款结构性好转。**受信贷减速影响，4 月人民币存款仅增加 909 亿元。但从存款分配看，4 月住户存款增速 12.19%（前值 11.12%），企业存款增





速 7.64%（前值 7.24%），均有所上涨；1-4 月住户存款+企业存款增量合计占比 75.8%（2021 年同期占比 64.3%），实体经济存款的提升为疫后经济修复提供保障。

➤ **社融深跌后，经济修复如何演绎？**如果参考 2020 年 3 月，疫情冲击后金融数据和经济数据均快速修复。但当前面临的情况不同，一是人们对疫情发展的预期和 2020 年初产生了较大的变化，越来越做好长期防范的准备，出行和消费行为等已发生较大改变，恢复需要疫情防控政策在“动态清零”总基调下更加科学合理。二是这轮疫情持续时间长，使得企业预期更加不稳定，进而可能使得经营决策更加谨慎，影响补库、融资等行为，对中小企业的的影响更大。PMI 企业经营预期指数已连续两个月下滑；三是通胀环境不同。2020 年我们面临的是较低的通胀水平，2020 年一季度、二季度 GDP 平减指数分别为 1.1%、0.17%，PPI 同比负增，而 2022 年一季度 GDP 平减指数为 3.96%，目前 PPI 高位而且 CPI 也向上。因此，4 月以来中央多次提及稳物价，央行也提出货币政策要预防通胀。四是就业形势不同。目前的就业压力也给恢复带来不确定性。但同时也要看到，稳增长政策积极布局，基建方面随着政策、项目、资金的共同推动，中期大概率能保持较高增速；多部委已在房企融资、并购贷、预售资金监管等多个层面释放积极信号，多地积极放松限售限购等；稳就业政策密集出台，期望以稳就业推动稳增长。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，未来融资成本大概率进一步降低。此外，增量政策工具也在积极谋划和推出。综上，我们判断本轮经济的初期修复可能不会太快，但在疫情态势好转和不断探索科学防控的情况下，也不用悲观。

➤ **货币政策聚焦结构性，资金面有望维持宽松。**4 月社融数据疲弱已经兑现，市场未来将更加聚焦于稳增长和宽信用以及复工复产情况。货币政策方面，央行提出“积极主动谋划增量的政策工具，稳定信贷总量，降低融资成本，强化对重点领域和薄弱环节的金融支持力度”，我们认为在稳增长任务放在首位的情况下，货币政策降准降息窗口尚未关闭，社融的超预期下降也需要政策加大对冲，但通胀和汇率对货币政策的制约还将持续。货币政策发力点在于，一是结构性货币政策工具积极做好“加法”。二是通过存款利率市场化调整机制稳定银行负债成本，持续释放贷款市场报价利率改革效能。短期来看，经济基本面、货币政策和资金面对债市仍有支撑，但疫后经济修复速度和宽信用的推进更需加强关注。

➤ **风险提示：**疫情反复；通胀大幅上行；房地产调控力度不及预期等。

## 图表目录

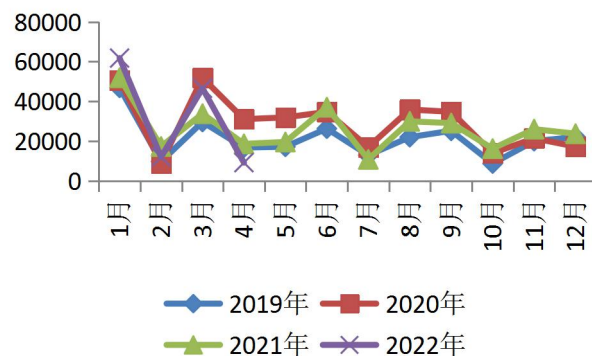
|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图 1：M2 及社融存量同比增速（%） .....      | 4 |
| 图 2：新增社融当月值（亿元） .....          | 4 |
| 图 3：企业贷款与住户贷款 3 个月滚动增量占比 ..... | 4 |
| 图 4：企业累计贷款与住户累计贷款占比 .....      | 4 |
| 图 5：M2-M1 走势（%） .....          | 4 |
| 图 6：住户存款增速和企业存款增速（%） .....     | 4 |

图 1：M2 及社融存量同比增速（%）



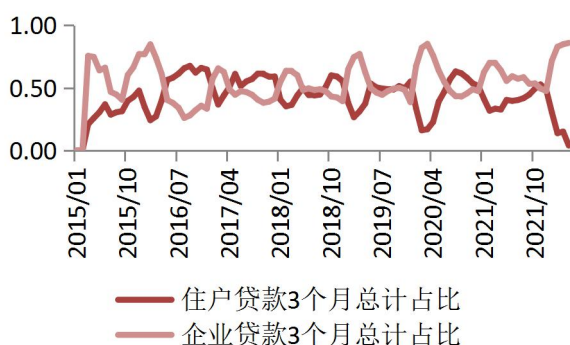
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：新增社融当月值（亿元）



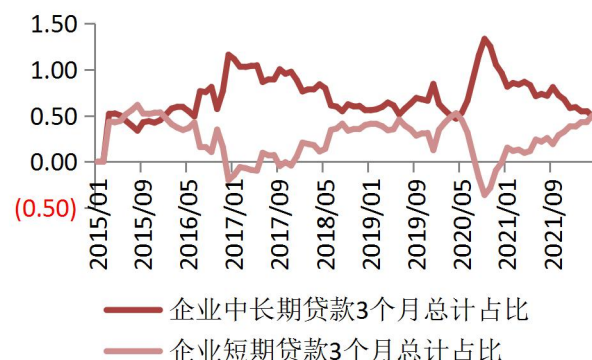
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：企业贷款与住户贷款 3 个月滚动增量占比



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：企业中长期贷款与企业短期贷款 3 个月滚动增量占比

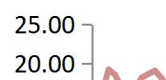


数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：M2-M1 走势（%）



图 6：住户存款增速和企业存款增速（%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_41783](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41783)

