

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：

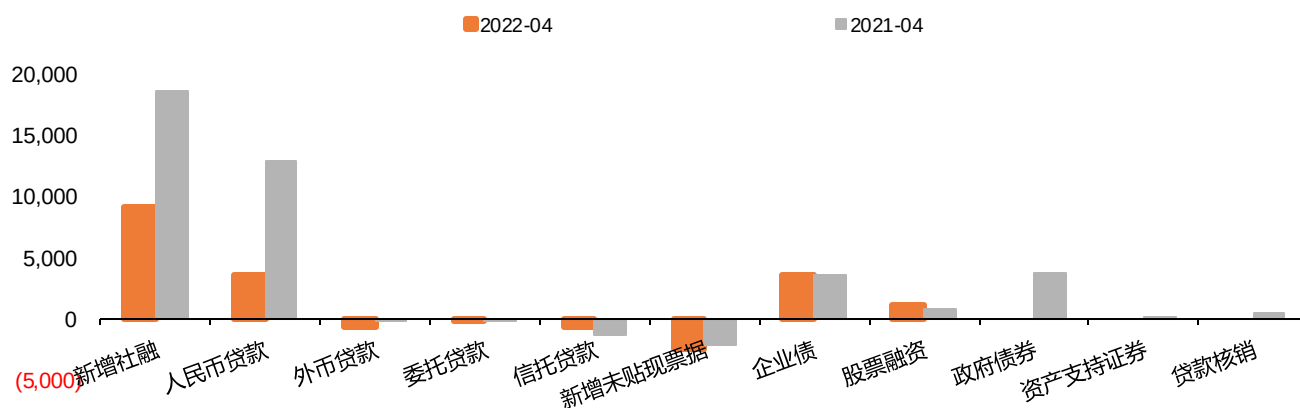
- **社融与信贷大幅低于预期。**4 月社融增量为 9102 亿元（市场预期 2 万亿），仅比疫情爆发之初的 20 年 2 月 8737 亿元略高。新增人民币贷款是主要拖累，4 月仅完成 3616 亿元，创近十年单月新低，同比少增 9224 亿元。另一主要拖累项是未贴现银行承兑汇票完成 -2557 亿元，远低于近几年同期平均水平，且较 21 年 4 月的低基数进一步少增 405 亿元。**社融与信贷数据大幅低于预期有两方面原因。**一方面是疫情的短期冲击，另一方面，今年以来社融及信贷数据受到政策窗口指导、疫情冲击和春节假期等多重因素扰动，波动高于往年。信贷增速呈现年初冲量、后劲不足的状态，需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。

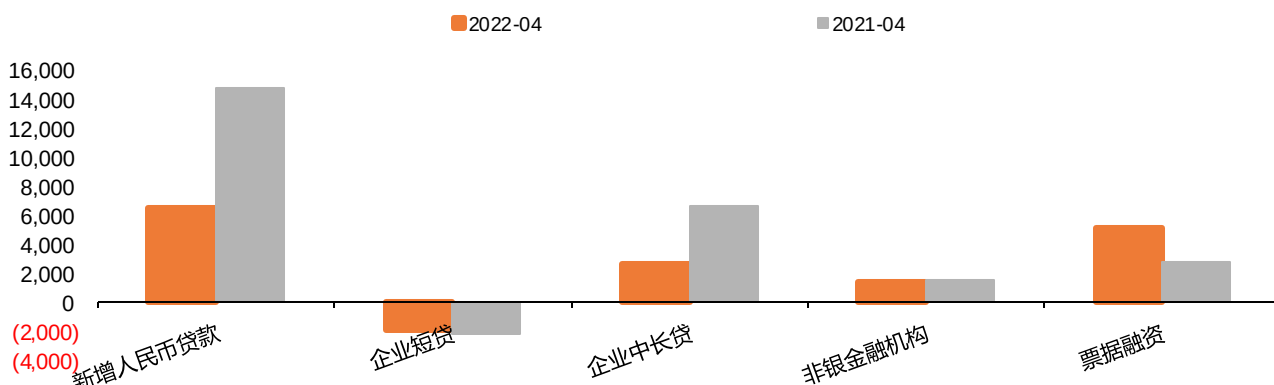
社融与信贷数据大幅低于预期有两方面原因。一方面是疫情的短期冲击，4月PMI读数在荣枯线以下继续大幅回落，企业经营预期转弱，居民融资同时受到短期消费场景制约和中长期购房需求下降的拖累。另一方面，今年以来社融及信贷数据受到政策窗口指导、疫情冲击和春节假期等多重因素扰动，波动高于往年，1月、3月金融数据大幅超预期，2月、4月数据大幅不及预期，如果以两个月平均同比来观察，12-1月、1-2月、2-3月和3-4月社融同比分别为11.79%、10.99%、10.68%和10.67%，新增信贷同比分别为95.53%、2.88%、-19.81%和-12.26%，表明今年以来社融增速维持回落，但低点仍高于21年9-10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



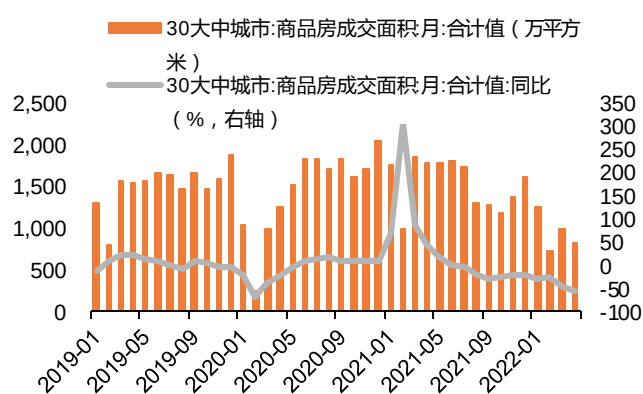
资料来源: Wind,平安证券研究所

■ 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。

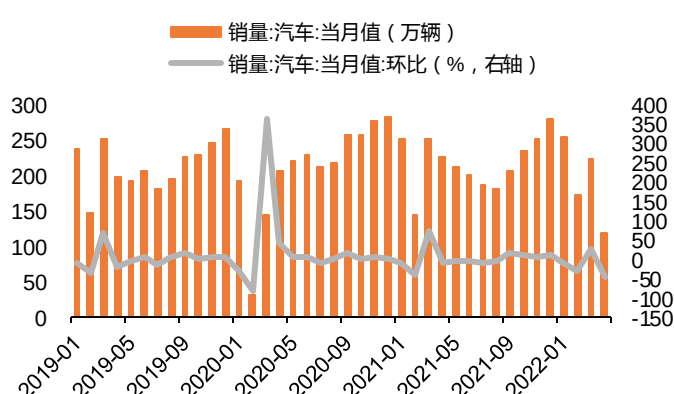
居民贷款回落幅度罕见，一方面体现出疫情对消费信心的冲击，另一方面反映出地产下行压力。消费者信心指数在3月加速下滑，由2月的120.5下降至113.2，其中就业、收入分项的信心指数较上月分别降8.9、3.9，接近疫情初始水平。城镇调查失业率在3月攀升至5.8%的历史高点。代表耐用品消费的汽车销量4月完成118.1万辆，较3月环比下降47%；30大城市4月商品房销售同比下降53%，环比仍未呈现改善。房价增速放缓、股市大幅调整均冲击居民资产负债表，加上连续三年的疫情防控持续影响居民收入与财富积累，我们预期疫后社零数据需要3个月左右恢复至潜在增速通道，但增速中枢难以达到疫情期前水平，预计接近5%。

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

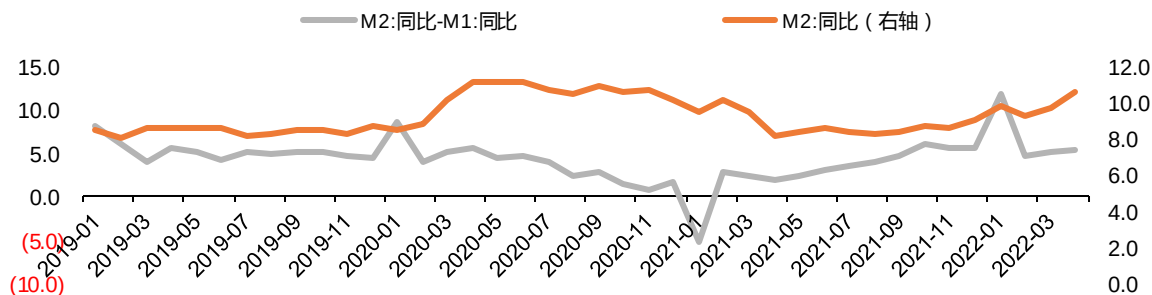


资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 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

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_41809

