

总量研究

疫情冲击社融，LPR 调降可期

——2022年4月金融数据点评兼光大宏观周报（2022-05-14）

要点

事件：5月13日，央行公布4月货币金融数据。人民币贷款新增6454亿元，同比少增8231亿元；社融新增9102亿元，同比少增9468亿元，社融存量同比增速10.2%，前值10.6%；M2增速10.5%，前值9.7%。

核心观点：4月新增社融明显低于市场预期和往年同期水平，表内信贷同比大幅收缩是主要拖累来源，尤其是居民住房、消费以及经营贷款均呈现同比大幅收缩态势。居民消费和经营贷款的低迷，可能主要源于疫情反复对线下经营和消费的冲击；住房贷款的持续低迷，则主要源于居民部门对房地产的预期仍未扭转。对公长贷的再度走弱，边际拖累因素可能源于，疫情管控对基建施工的冲击导致配套贷款需求下降。

展望来看，内外部扰动加剧有效融资需求走弱，宽信用的持续性需要各类政策全面加码发力。供给端，货币政策有望通过存量和增量政策工具，加快引导LPR报价利率下行，5月LPR有望调降。需求端，更大范围放松房地产调控，加快出台各类政策稳定需求预期；财政融资和支出节奏、重大项目和基建项目落地节奏均有望加快；更多修复居民资产负债表，促进居民消费向疫情前回归的措施，也有望加码出台。预计伴随着疫情扰动趋弱、稳增长政策加码发力，社融增速震荡上行的趋势有望延续，但反弹高度和结构改善程度仍有待观察。

回顾：内外扰动加剧，融资波动增强

社融结构层面，从经济部门视角来看，企业部门的拉动作用环比大幅收缩，政府部门的拉动作用环比小幅收缩，居民部门连续6个月维持拖累且拖累程度持续走阔，“实体弱、政策进”仍是融资的主旋律。信贷结构层面，票据融资同比多增2437亿元，仍是新增信贷的主要支撑项；企业中长期贷款、居民住房贷款、消费贷款、经营贷款同比大幅少增，是新增信贷的主要拖累项。

展望：政策料将全面提速，5月LPR调降可期

一则，货币政策有望通过存量和增量政策工具，加快引导LPR报价利率下行，5月LPR有望调降。4月，央行通过降准、上缴结存利润以及建立存款利率市场化调整机制，已经对金融机构负债成本进行了明显压降。向前看，央行有望继续多措并举降低金融机构负债成本，引导社会融资成本继续下行。

二则，更大范围放松房地产调控，加快出台各类政策稳定需求预期。目前房地产需求端的预期弱化较为明显，稳定房地产市场则需要出台更多稳定需求端预期的政策，包括因地制宜地适度放开限购政策、适度调降按揭贷款利率、给予刚需购房者更多税收优惠等措施。

三则，财政融资和支出节奏、重大项目和基建项目落地节奏均有望加快。今年前4个月政府部门净融资占全年预计净融资额的28.1%，仍有进一步前置融资节奏的空间。另外，中央财经委第十一次会议和4月政治局会议，均要求“全面加强基础设施建设”，预计后续重大项目和基建项目落地节奏仍将进一步加快，带动相关配套融资需求升温。

四则，更多修复居民资产负债表、促进居民消费向疫情前回归的措施，也有望加码出台。预计将有更多稳定就业，刺激居民消费的措施出台。比如，针对吸纳应届高校毕业生的企业给予更多财政补贴、税收抵免优惠、支持政策等措施，推出新能源汽车下乡、家电家具以旧换新补贴、发放消费券等措施。

风险提示：政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散，各地重大项目推进不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsec.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuw@ebsec.com

相关研报

不一样的降息，存款利率改革——2022年一季度货币政策执行报告点评（2022-05-09）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？——流动性洞见系列四（2022-01-25）

货币微松能为稳增长做些什么？——光大宏观周报（2022-01-16）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构——2022年宏观策略报告（2021-11-02）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、 内外扰动加剧，LPR 调降可期	4
1.1、 内外扰动加剧，融资波动增强.....	4
1.2、 政策料将全面提速，5月 LPR 调降可期.....	7
2、 海外观察	8
2.1、 海外疫情：美国新增确诊略有回升，疫苗接种推进.....	8
2.2、 金融与流动性数据：美债收益率下行，通胀预期回落.....	9
2.3、 全球市场：全球股市涨跌互现，大宗商品涨少跌多.....	10
3、 国内观察	11
3.1、 上游：原油价格环比上涨，动力煤、焦煤价格趋势分化，铜价、铝价环比下跌.....	11
3.2、 中游：水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比上涨.....	12
3.3、 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	12
3.4、 流动性：货币市场利率和债券市场利率下行.....	13
4、 下周财经日历	14
5、 风险提示	14

图目录

图 1: 4月新增社融较预期均值低 1.12 万亿元	5
图 2: 4月新增信贷较预期均值低 7996 亿元	5
图 3: 企业部门对新增社融的拉动作用环比大幅收缩	6
图 4: 4月表内融资同比大幅收缩拖累新增社融	6
图 5: 30 大中城市商品房成交面积季节性缺口持续走阔	7
图 6: 工业生产的订单、生产、流通、就业等各环节全面走弱	7
图 7: 美国新增确诊略有回升 (7 天移动平均)	9
图 8: 疫苗接种比例持续上升	9
图 9: 美国 10 年期国债收益率较上周下行	9
图 10: 英法德日国债收益率普遍下行	9
图 11: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行	10
图 12: 美国投资级企业债利差走阔	10
图 13: 全球股市指数涨跌互现	10
图 14: 大宗商品价格涨少跌多	10
图 15: 原油价格环比上涨	11
图 16: 动力煤均价环比持平、焦煤均价环比上涨	11
图 17: 铜价环比下跌, 库存同比上涨	11
图 18: 铝价环比下跌, 库存同比下降	11
图 19: 水泥价格指数环比下跌	12
图 20: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比上涨	12
图 21: 商品房成交面积跌幅扩大	13
图 22: 猪价、菜价、水果价格趋势分化	13
图 23: 货币市场利率下行	13
图 24: 债券市场利率下行	13

表目录

表 1: 下周全球经济数据热点	14
-----------------------	----

1、内外扰动加剧，LPR 调降可期

事件：2022 年 5 月 13 日，中国人民银行公布 2022 年 4 月货币金融数据。人民币贷款新增 6454 亿元，同比少增 8231 亿元，前值 3.13 万亿元；社融新增 9102 亿元，同比少增 9468 亿元，前值 4.65 万亿元，存量同比增速 10.2%，前值 10.6%；M2 增速 10.5%，前值 9.7%。

核心观点：4 月新增社融明显低于市场预期和往年同期水平，表内信贷同比大幅收缩是主要拖累来源，尤其是居民住房、消费以及经营贷款均呈现同比大幅收缩态势。居民消费和经营贷款的低迷，可能主要源于疫情反复对线下经营和消费的冲击；住房贷款的持续低迷，则主要源于居民部门对房地产的预期仍未扭转。对公长贷的再度走弱，边际拖累因素可能源于，疫情管控对基建施工的冲击导致配套贷款需求下降。

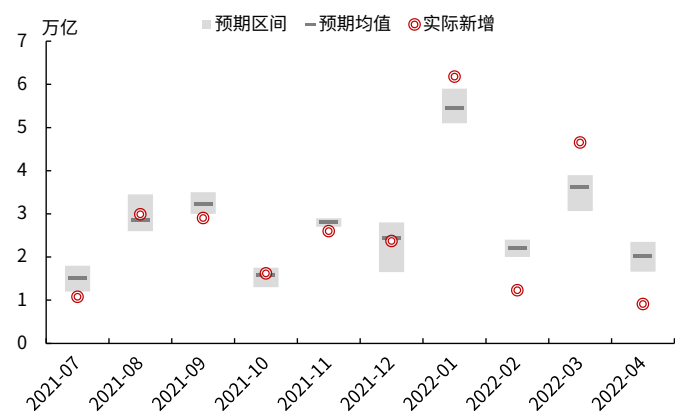
展望来看，内外部扰动加剧有效融资需求走弱，宽信用的持续性需要各类政策全面加码发力。供给端，货币政策有望通过存量和增量政策工具，加快引导 LPR 报价利率下行，5 月 LPR 有望调降。需求端，更大范围放松房地产调控，加快出台各类政策稳定需求预期；财政融资和支出节奏、重大项目和基建项目落地节奏均有望加快；更多修复居民资产负债表，促进居民消费向疫情前回归的措施，也有望加码出台。预计伴随着疫情扰动趋弱、稳增长政策加码发力，社融增速震荡上行的趋势有望延续，但反弹高度和结构改善程度仍有待观察。

1.1、内外扰动加剧，融资波动增强

从融资总量上来看，4 月新增社融和信贷明显低于市场预期和去年同期水平。今年以来，新增融资在明显高于和明显低于市场预期之间反复切换，主要源于内外部宏观环境对实体经济的扰动加剧，以及在“融资供给充足、实体需求疲弱”背景下的政策力度波动。总的来看，今年前 4 个月社融新增 12.97 万亿元，同比多增 0.85 万亿元；信贷新增 9.00 万亿元，同比少增 1546 亿元，融资规模在总量层面表现较为疲弱。

4 月新增社融 0.91 万亿元，明显低于市场预期(Wind 一致预期为 2.03 万亿元)，大幅低于 2021 年同期新增社融，与国内疫情最为严重时期 2020 年 2 月的新增社融基本相当。4 月新增信贷 0.65 万亿元，明显低于市场预期(Wind 一致预期为 1.45 万亿元)，大幅低于 2021 年同期新增信贷，也略低于国内疫情最为严重时期 2020 年 2 月的新增信贷。其中，剔除非银贷款后，居民和企业部门新增信贷 5075 亿元，较 2021 年同期少增 8093 亿元。

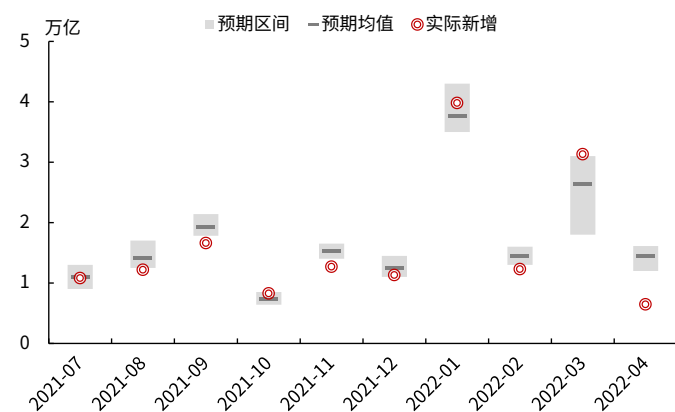
图 1：4 月新增社融较预期均值低 1.12 万亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 4 月

图 2：4 月新增信贷较预期均值低 7996 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 4 月

社融结构层面，从经济部门视角来看，企业部门的拉动作用环比大幅收缩，政府部门的拉动作用环比小幅收缩，居民部门连续 6 个月维持拖累且拖累程度持续走阔，“实体弱、政策进”仍是融资的主旋律。

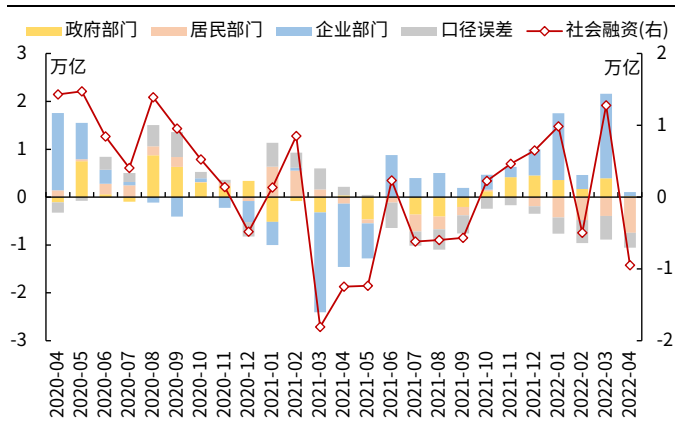
居民部门净融资自 2021 年 11 月以来持续同比少增，且缺口持续扩大，由 2021 年 11 月同比少增 197 亿元逐步走阔至 2022 年 4 月同比少增 7453 亿元。居民部门净融资走弱主要源于两个方面的因素：一则，居民部门对房地产的悲观预期仍未得以扭转，房地产销售增速持续下行，住房按揭贷款需求持续萎缩；二则，3 月以来，国内疫情扩散范围和新增确诊人数明显扩大，疫情防控对部分消费场景产生明显影响，使得居民消费信贷需求走弱，特别是，本轮疫情中心先后波及广东省、上海和北京等线下消费核心区域。

企业部门净融资今年以来波动较大，呈现出“上个月大幅上行，下个月明显回落”的特征，可能主要受“融资供给充足、实体需求疲弱”背景下政策力度反复等因素影响：一则，去年下半年以来，针对房地产行业的融资监管虽然有所纠正，但房地产行业的信心仍未完全恢复，房地产开发贷款需求依然较为低迷，并且疫情反复等因素也使得企业投资扩产意愿较为有限；二则，稳增长的政策诉求下，信用扩张不及预期便会促使人民银行增强窗口指导意愿，因而，新增融资便在“内生需求不足导致的低增长”和“信用扩张受阻下政策加码导致的高增长”间反复切换。

政府部门的年度净融资额相对来说是较为透明的，为 3.37 万亿元的赤字额度叠加 3.65 万亿元的专项债新增额度，也就是说，今年政府部门融资净额大约在 7.02 万亿元上下，与去年基本相当，对新增融资的拉动相对有限。因而，政府部门净融资对新增融资的影响，关键在于融资节奏，而非融资额度。从目前的政府部门融资节奏来看，今年前 4 个月政府部门净融资额达 1.97 万亿元，占全年预计净融资额的 28.1%，远高于往年同期，也要高于同样稳增长压力较大的 2019 年和 2020 年同期。

从融资途径视角来看，表内融资同比大幅收缩，表外融资和直接融资同比基本持平。与 2021 年同期相比，4 月表内融资少增 9712 亿元，表外融资多增 519 亿元，直接融资多增 380 亿元。其中，社融口径下的新增人民币贷款同比少增 9224 亿元，外币贷款同比少增 488 亿元，未贴现银行承兑汇票同比少增 405 亿元，是 4 月新增社融明显低于预期的主要拖累项。

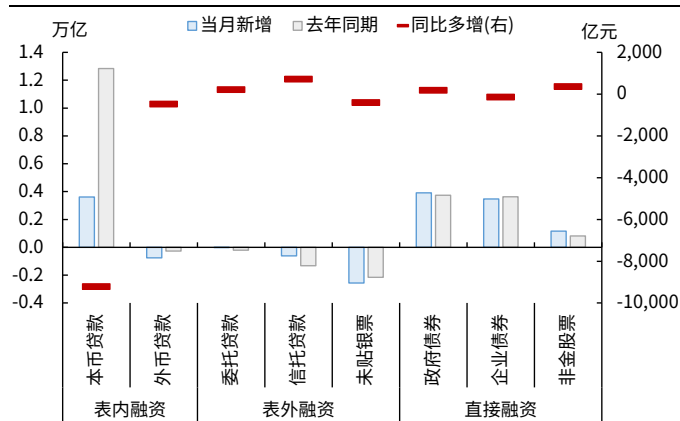
图 3：企业部门对新增社融的拉动作用环比大幅收缩



资料来源：Wind, iFinD, 光大证券研究所

数据说明：图中数据为各经济部门当月净融资额的同比差值，数据截至 2022 年 4 月

图 4：4 月表内融资同比大幅收缩拖累新增社融



资料来源：Wind, iFinD, 光大证券研究所

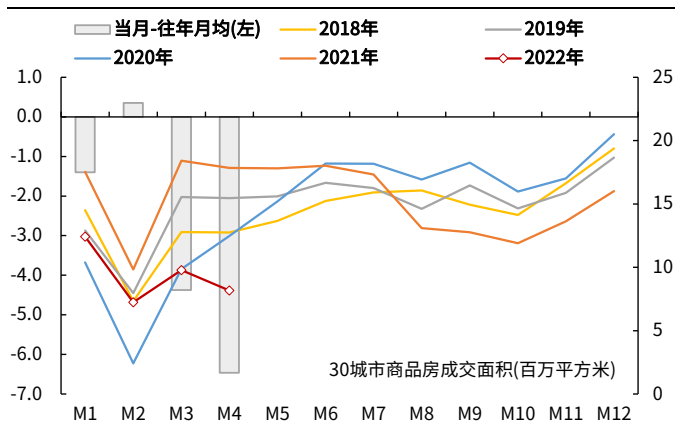
数据截至 2022 年 4 月

信贷结构层面，剔除非银机构贷款后，4 月居民和企业贷款同比少增 8093 亿元，其中，居民部门同比少增 7453 亿元，企业部门同比少增 640 亿元。票据融资同比多增 2437 亿元，企业短贷同比多增 199 亿元，是新增信贷的主要支撑项；企业中长期贷款同比少增 3953 亿元，居民住房贷款同比少增 4022 亿元，居民消费贷款同比少增 1861 亿元，居民经营贷款同比少增 1569 亿元，是新增信贷的主要拖累项；剔除非银贷款后，4 月新增信贷同比少增 8093 亿元。

居民端来看，一方面，从 30 个大中城市的商品房销售数据来看，无论是销售套数，还是销售面积，今年以来的商品房销售数据相较往年同期仍然较为疲弱，且季节性缺口持续走阔。因而，以个人住房按揭贷款为主的居民中长期贷款延续收缩态势。另一方面，今年 3 月以来，国内疫情在扩散范围和新增确认人数上均有明显上行，疫情防控对部分消费场景产生明显影响，使得居民消费信贷需求走弱，特别是，本轮疫情中心先后波及广东省、上海和北京等线下消费核心区域。

企业端来看，4 月对公贷款仍然主要靠票据融资和企业短贷支撑，企业中长期贷款需求仍然较为低迷。一则，政策层对房地产、城投等领域融资监管的放松，仍然需要一定的传导时间，在相关产业链恢复融资扩产信心之前，中长期信贷投放缺少新增需求来源；二则，在出口景气度回落和国内疫情反复的背景下，实体企业进入主动去库存阶段，投资扩产意愿低迷。三则，在乌克兰危机、全球供应链受阻等多重因素的扰动下，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。中长期信贷需求的回升，仍然需要释放商品房的合理需求，以恢复房地产行业的信心。另外，积极推动重大项目、基建投资落地也是催生配套贷款的重要途径。

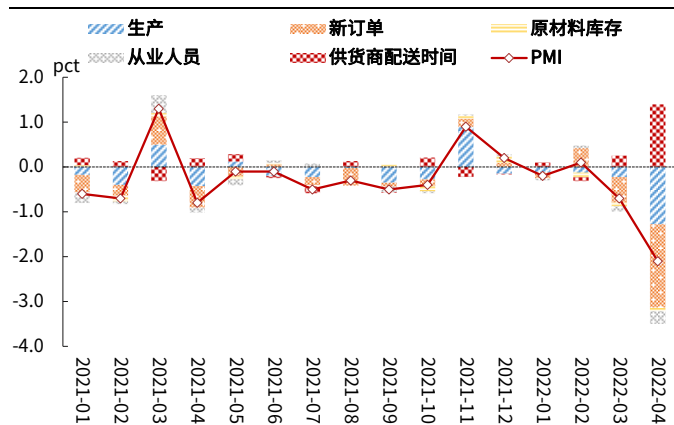
图 5：30 大中城市商品房成交面积季节性缺口持续走阔



资料来源：Wind, iFinD, 光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示 2018 年-2021 年当月的均值，数据截至 2022 年 4 月

图 6：工业生产的订单、生产、流通、就业各环节全面走弱



资料来源：Wind, iFinD, 光大证券研究所

数据说明：数据为中采制造业 PMI 及其分项指数的环比变动，数据截至 2022 年 4 月

1.2、政策料将全面提速，5 月 LPR 调降可期

内外部扰动加剧有效融资需求走弱，宽信用的持续性需要各类政策全面加码发力。供给端，货币政策有望通过存量和增量政策工具，加快引导 LPR 报价利率下行，5 月 LPR 有望调降。需求端，更大范围放松房地产调控，加快出台各类政策稳定需求预期；财政融资和支出节奏、重大项目和基建项目落地节奏均有望加快；更多修复居民资产负债表，促进居民消费向疫情前回归的措施，也有望加码出台。预计伴随着疫情扰动趋弱、稳增长政策加码发力，社融增速震荡上行的趋势有望延续。

去年四季度以来，融资数据总体呈现出表内融资挤压表外融资，短期融资替代长期融资的特征，这表明在宽信用的初期阶段，融资供给是相对充裕的，融资需求依然较为疲弱。融资需求持续低迷，既有政策调控带来的传统融资需求主动收缩，也有新冠疫情等不可控因素造成的融资需求被动收缩。因而，宽信用的持续性仍然需要政策全面发力，既有赖于政策对传统融资需求中合理部分的释放，又有赖于托底政策对被动收缩需求的弥补。

一则，货币政策有望通过存量和增量政策工具，加快引导 LPR 报价利率下行，5 月 LPR 有望调降。就目前而言，人民银行已经在 4 月调降存款准备金率 25BP，并通过向财政部缴纳结存利润的方式“间接降准”约 40BP；另外，人民银行在 4 月主导建立了存款利率市场化调整机制，引导商业银行通过降低存款利率上限的方式压降存款负债成本，根据央行数据，4 月最后一周（4 月 25 日至 5 月 1 日），全国金融机构新发生存款加权平均利率较前一周下降 10 个基点。在以上多重因素的作用下，5 月 1 年期和 5 年期以上 LPR 报价利率，大概率都将会下调 5BP 左右。

向前看，货币政策仍将以我为主，聚焦于为稳增长提供适宜的流动性环境。一方面，多措并举降低金融机构负债成本，引导社会综合融资成本继续下行。一是，通过存款利率市场化调整机制，继续引导存款利率浮动上限下行；二是，在维持政策利率稳定的情况下，通过数量型工具将银行间回购和拆借利率维持在相对较低的水平。另一方面，积极推出更多结构性政策工具，针对受疫情影

响较为严重的制造业、服务业和小微企业以及中间环节，加大定向融资扶持力度。

二则，更大范围放松房地产调控，加快出台各类政策稳定需求预期。房地产业链目前仍是我国的核心产业链，根据 2020 年国家投入产出表，在 153 个经济部门中，与房地产行业具有直接和间接投入产出关系的部门多达 144 个。2020 年 8 月以来，针对房地产领域融资端的调控，已经明显弱化了一些潜在风险。房地产领域的后续政策调控，预计“房住不炒”仍是主基调，但会更加注重支持刚性和改善性住房需求，更大范围的“因城施策”式放松房地产调控。另外，目前房地产需求端的预期弱化较为明显，稳定房地产预期需要出台更多积极稳定需求端预期的政策，包括因地制宜地适度放开限购政策、适度调降按揭贷款利率、给予刚需购房者更多税收优惠等措施。

三则，财政融资和支出节奏、重大项目和基建项目落地节奏均有望加快。根据全年财政预算，全年新增政府融资规模约 7.02 万亿元，根据社融口径的政府融资，今年前 4 个月政府部门净融资额达 1.97 万亿元，占全年预计净融资额的 28.1%，仍有进一步前置融资节奏的空间。另外，中央财经委第十一次会议和 4 月政治局会议，均要求“全面加强基础设施建设”，预计后续重大项目和基建项目落地节奏仍将进一步加快，带动相关配套融资需求进一步升温。

四则，更多修复居民资产负债表，促进居民消费向疫情前回归的措施，也有望加码出台。在持续两年多的疫情扰动之下，我国的调查失业率总体处在相对较高的水平，今年预计还有 1000 多万应届高校毕业生进入就业市场，6 月到 7 月份的就业压力或将进一步加大，失业人口的增加和劳动收入的减少，无疑会对居民部门的资产负债表产生一定冲击，叠加疫情反复对线下消费的冲击，将会对消费产生明显挤压。在此背景下，预计将有更多稳定就业，刺激居民消费的措施出台。比如，针对吸纳应届高校毕业生的企业给予更多财政补贴、税收减免优惠、支持政策等措施，推出新能源汽车下乡、家电家具以旧换新补贴、发放消费券等措施。

2、海外观察

2.1、海外疫情：美国新增确诊略有回升，疫苗接种推进

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_41818

