



## 宏观点评

# 疫后复苏或驱动融资需求脉冲性反弹

## ——4月份货币信贷数据点评

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

### 相关研究

《先总量撒钱、再结构优化——1月货币信贷数据点评》

《对标稳增长历史、货政宽松宜早不宜迟——2月货币信贷数据点评》

《水已经泼了、面在哪儿?——3月货币信贷数据点评》

### 投资要点:

#### ● 2022年4月份金融统计数据概览:

2022年5月13日,央行公布2022年4月份金融统计数据并答记者问,从票据贴现利率在4月末再度贴近零值来看,市场预期在疫情冲击下,实体经济融资需求下滑或导致信贷增长放缓,最终央行披露的数据也真实反映出这一特征:

(1) 4月份全口径新增人民币贷款6454亿元,同比少增8231亿元;1-4月份新增人民币贷款8.99万亿元,同比少增1546亿元。

(2) 4月份社会融资规模9102亿元,同比少增9468亿元,1-4月份新增社融12.97万亿元,同比多增8213亿元。

(3) 4月底社融存量增速同比增长10.2%,环比回落0.4个百分点;金融机构各项贷款余额同比增长10.90%,环比回落0.5个百分点;

(4) 4月底M2同比增长10.50%,增速分别比上月末和上年同期高0.8个和2.4个百分点;M1同比增长5.1%,比上月末高0.4个百分点,比上年同期低1.1个百分点,M1和M2剪刀差从2月底4.5个百分点扩张至5.4个百分点。

● **总量:疫情对实体经济的影响继续显现。**(1) 由于4月份上海等地还处于疫情困扰之下,4月底票据贴现率走低和高等级信用债利差收窄反映出债券市场已经预期4月信贷投放和社融总量大概率会同比少增,实际数值也印证疫情冲击下,经济增长形势愈加险峻。上海以及疫情牵动的整个长三角地区,是汽车等重要产业链的集群地带,从信贷投放的地区分布看,截止3月末数据显示,江浙沪三个地区新增信贷占全国新增信贷的27%,"静态管理"下交运受阻、人员流动不畅、供给端和需求端受到双重压制,实体经济融资需求受到直接压制,如央行所言,"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",**疫情对二季度经济基本面的扰动依然是决定信贷投放、信用扩张的关键因素**,可以预期在上海结束"静态管理"、全面复工复产之后,疫情对融资需求的制约或渐渐消退。

● (2) 从信贷和社融增量来看,一方面4月份社融口径本币信贷增长3616亿元,而全口径本币信贷增长6454亿元,中间的差值反映出在4月份流动性供给充裕的情况下,金融机构加大对非银机构的信贷投放,4月份非银机构新增信贷1379亿元,和2月份非银机构信贷增长1790亿元的情况类似,反映出在实体经济融资需求低迷的情况下,对非银机构贷款增长扩大了社融口径和全口径信贷之间的缺口、直接拉低了社融增量水平;另一方面4月份贡献社融同比少增(少增9468亿元)的项目中,信贷是最大的扰动部分(少增9224亿元),曾经支撑社融总量增长的政府债券净融资4月份仅仅有3912亿元,同比仅仅多增173亿元,截止4月末地方政府新增专项债已经累计发行1.36万亿,根据6月末之前基本发完的时间安

排，5月-6月合计有2.29万亿专项债发行，月均发行量达到1万亿以上，预计5月至6月专项债发行或提振政府债券净融资规模、提振社融总量增长。

- **结构：6月份实体经济融资需求或有脉冲性反弹。**(1) 当一季度信贷总量向好之时，市场即怀疑是否存在银行和企业“合作”冲量贷款的风险，4月份企事业单位短期贷款减少1948亿元，票据融资增长5148亿元，和4月底票据贴现利率再度贴近零值的情形相符，一季度短贷冲量之后开始下滑，票据继续成为信贷冲量的项目。4月份信贷投放、尤其是中长期信贷投放主要还是受到疫情扰动较大，5月份上海地区复工复产有序推进，6月份或实现从“温饱式复工”到“全面复工”的实质性进展，当“全面复工”兑现时，供给端和需求端的复苏或带动实体经济融资需求出现脉冲性反弹。(2) 从信贷投放的部门结构看，非金融企业增量(同比少增1768亿元)依旧高于居民部门(同比少增7453亿元)，反映出在疫情导致收入增长放缓的预期之下，居民部门延续一季度以来的资产负债表收缩，而企业部门也在疫情影响下融资需求显现萎缩。(3) 在居民部门内部，短期贷款(消费贷款+经营贷款)和中长期贷款(住房贷款)分别同比少增1565亿元和4022亿元，消费贷、经营贷等短期贷款和购房等中长期贷款均走弱，尤其是居民按揭贷款，这是4个月内第二次出现“净偿还”，居民部门“去杠杆”压力有增无减。在居民部门贷款同比少增7453亿元的同时，居民部门存款减少7032亿元、同比少减8677亿元。1-4月份住户存款累计同比多增2.01万亿，居民部门储蓄意愿继续提高。与之对应的则必然是消费倾向下滑，消费场景的恢复、收入增长预期改善以及经济不确定性消退或是有望提升消费倾向的主要因素。
- **杠杆：居民继续修复资产负债表、央行上缴利润投放基础货币。**从存款结构来看，(1) 居民部门存款少减、贷款多减，而且住房贷款减少2170亿元，反映出收入增长放缓预期之下，居民部门倾向于净偿还按揭贷款、减少直接负债，居民部门资产负债表继续修复，“加杠杆”潜能有赖于做大做强收入预期的支持；(2) 在4月份数据发布时，央行提及2022年以来已上缴8000亿元利润，距离全年超1.1万亿元的利润上缴目标还差3000多亿，央行上缴利润形成基础货币投放，其政策效应等同于0.4个百分点的“降准”，在增强基础货币投放的同时，直接增强财政可用财力，导致4月份财政性存款增加410亿元，同比少增5367亿元，体现了货币政策和财政政策协调联动，支持助企纾困、稳就业保民生，共同发力稳定宏观经济大盘。
- **货币政策：四方面“密切关注”和3方面发力。**在5月9日央行发布的《2022年一季度货币政策执行报告》中央行提及了货币政策4个“密切关注”，在5月13日“中国人民银行有关负责人答记者问”中谈到3个“政策着力点”，指向在二季度央行继续从“量”上通过结构性货币政策工具投放基础货币、从“价”上继续引导贷款利率下滑，不排除5月至6月调降LPR报价的可能：(1) 密切关注物价走势变化，支持粮食、能源生产保供，保持物价总体稳定。此前债券市场担忧央行对物价走势会演化为当通胀压力上行时就会加息，但是从央行在货政报告中的表态，关注物价走势是为了做好粮食和能源供应的金融服务，有针对性对“保供”行业提供信贷支持，符合央行在答记者问中所言“强化对重点领域和薄弱环节支持力度”；(2) 密切关注主要发达经济体货币政策调整，以我为主兼顾内外平衡。在4月下旬人民币汇率快速贬值的压力下，货币政策的外部约束愈加明显，动用“降息”和

“降准”等总量政策工具的窗口期或已经逝去，结构性货币政策工具“做加法”是政策操作的主流，央行在答记者问中也提及“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，进而带动降低企业融资成本”，在各方结构性政策加持之下，5月-6月LPR报价存在下调的可能；

(3) 密切关注国际国内多种不确定性因素变化，深入研判流动性供求形势，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定好市场预期。当前市场聚焦的重点是4月份以来供给充裕的流动性格局是否会发生翻转，从我们跟踪的政策利差(DR007-FED Rate)看，当前政策利差或还能支撑住美联储6月份加息，但是随着利差变薄，三季度政策利差或面临倒挂风险，资金利率在6月份之后面临被动上行风险。

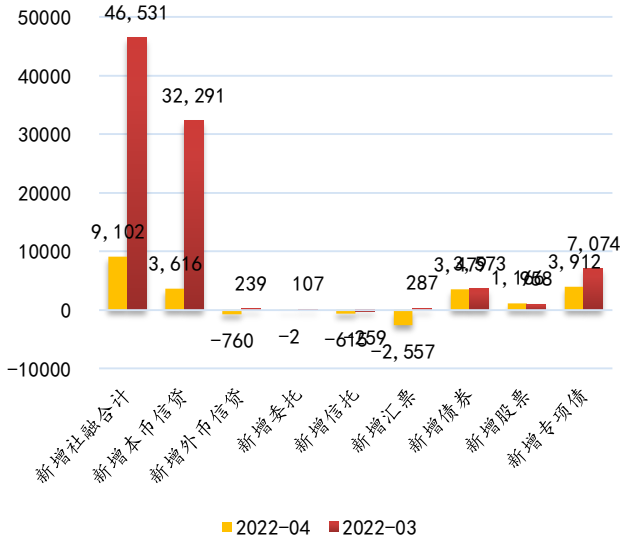
● **市场：疫后复苏周期差、债券收益率或趋于震荡**

(1) 从利多因素来看，疫情对二季度经济增长的扰动还未消退+流动性供给充裕，是债券市场可以更加坚定加杠杆做多的信心；从利空因素来看，汇率贬值牵制货币政策空间+复工复产预期+过低的资金利率不可持续+通胀有抬升迹象，成为牵制债券市场的主要因素。5月份债券市场处于“疫情处于长尾退却、复工尚未全面启动”的“周期差”阶段，供给充裕甚至泛滥的流动性继续为加杠杆提供基础。我们认为在政策利差倒挂风险暴露之前，债券收益率或延续多空均势的长尾震荡，大幅度上行的风险较小、而破局下行则缺乏总量政策和基本面的支持，但是随着6月份政策利差摊薄、疫后复苏启动、财政融资加码、融资需求脉冲反弹，利率或渐渐显现上行压力。

(2) 如同我们在4月25日发布的研究报告《本轮人民币贬值的合理位置在哪里？》中所言，人民币汇率贬值不仅仅是汇率的事情，更反映出经济总需求或趋于回落、大宗商品需求以及全球出口增速面临下行风险，而除却资金利率保持低位之外，在“交易经济总需求回落”的市场波动中，铜等大宗商品价格趋弱或为中债提供支撑，在铜等大宗商品价格调整结束之前，中债收益率上行趋势或也很难开启。

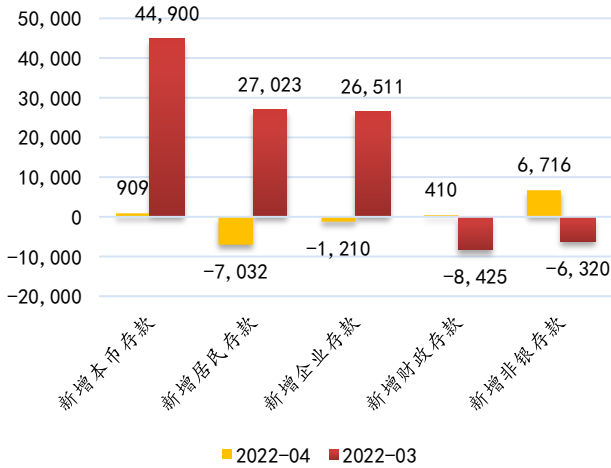
● **风险提示：内外部均衡的挑战。**(1) 美联储紧缩货币政策路径增大外部经济失衡的风险，或制约中国央行货币政策宽松空间；(2) 房地产调控政策超预期变化；(3) 通货膨胀风险上升。

图 1: 新增社会融资规模构成 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 新增本币存款构成 (单位: 亿元)

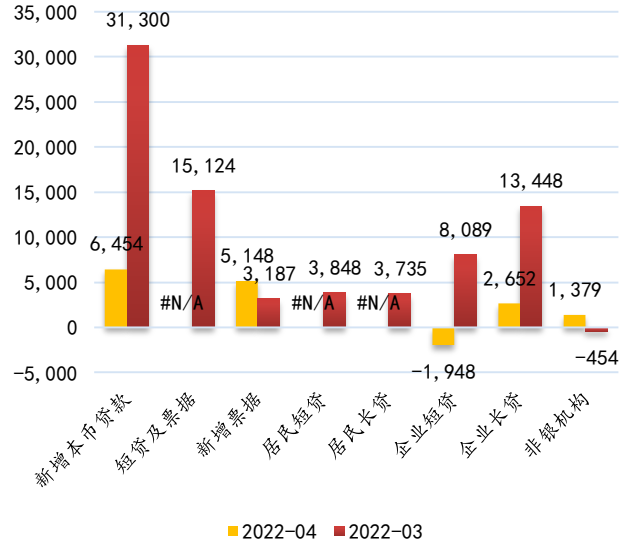


资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 信贷增速-M2 增速差值扩张 (单位: %)

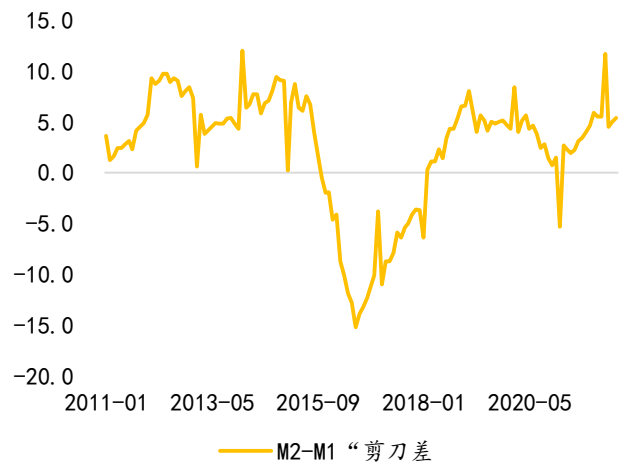


图 2: 新增人民币贷款构成 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: M2-M1 增速“剪刀差” (单位: %)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 6: 社融增速-M2 增速差值扩张 (单位: %)



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\\_41832](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41832)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn