

4 月金融数据：疫情扰动信贷大幅回落

核心观点

2022 年 4 月信贷、社融数据均大幅低于市场及我们的预期，信贷走弱有三方面原因：1、疫情冲击居民消费、购房行为及企业生产活动，信贷投放受阻；2、信贷小月对存量贷款项目到期后的营销活动减少，难以出现类似今年 1、3 月的信贷超量续作；3、一季度大规模宽信用的透支影响。我们认为当前货币政策仍以稳增长保就业为首要目标，维持稳健略宽松的政策基调，后续政策核心仍在宽信用，尤其是 4 月较弱的信贷、社融数据意味着央行宽信用力度或有加码，后续增量政策可关注增量再贷款资金；对于降息，我们提示本月 LPR 报价大概率下降，核心关注央行一季度货币政策报告中所述对贷款、存款利率机制的调整：“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”传导机制；通过债券利率和 LPR 确定存款利率市场化的上浮水平。预计后续信贷、社融增速有望波动走高，宽信用延续。

权益市场方面，短期继续看多稳增长链条，如金融、地产、建筑、建材，预计下半年 A 股将表现为结构化行情，随着消费触底反弹，重点提示关注消费板块估值修复的投资价值。此外，提示重点关注美债收益率见顶后成长股的企稳向上。固定收益方面，预计 10 年期国债收益率在三季度达到高点 3.0%，总体在 2.7%-3.0% 区间宽幅震荡，收益率曲线重回陡峭化。

□ 4 月信贷新增 6454 亿元，大幅低于市场及我们预期

2022 年 4 月，人民币贷款增加 6454 亿元，同比少增 8231 亿元，数据大幅低于 wind 一致预期的 1.45 万亿及我们的预测值 1.3 万亿，增速也较前值大幅回落 0.5 个百分点至 10.9%。我们认为信贷回落超预期有三方面原因：1、疫情冲击居民消费、购房行为，相关领域贷款大幅走弱。疫情影响下的服务业停业及物流受阻、要素短缺、工业停产也使得企业融资需求下降；2、信贷小月对存量贷款项目到期后的营销活动减少，难以出现类似今年 1、3 月的信贷超量续作；3、一季度大规模宽信用的透支影响。

分结构看，4 月住户贷款减少 2170 亿元，同比少增 7453 亿元。其中，住房贷款减少 605 亿元，同比少增 4022 亿元；不含住房贷款的消费贷款减少 1044 亿元，同比少增 1861 亿元；经营贷款减少 521 亿元，同比少增 1569 亿元。企业贷款增加 5784 亿元，同比少增 1768 亿元，其中，短期贷款减少 1948 亿元，同比少减 199 亿元，中长期贷款增加 2652 亿元，同比少增 3953 亿元，票据融资增加 5148 亿元，同比多增 2437 亿元。非银行业金融机构贷款增加 1379 亿元，同比少增 153 亿元。

总体看，4 月信贷同比少增 8231 亿元主要来自居民贷款及企业中长期贷款，两者分别同比少增 7453 和 3953 亿元，而票据融资同比多增 2437 亿元，企业短期及非银贷款则同比波动不大。居民贷款中，住房贷款同比少增 4022 亿元，幅度最大，主要受居民购房意愿不足及疫情的双重影响，按揭贷款放款需办理线下抵押登记，疫情中多地进入静态管理使得放款受阻，我们以长三角数据为例，测算数据显示，2005 年至 2019 年长三角地区（上海市、江苏省、浙江省、安徽省）商品房销售面积占全国比重稳定于 16%-22% 区间波动，中枢约为 19%，4 月受疫情冲击较大的江浙沪地区的按揭贷受限或对居民住房贷款数据形成一定负面拖累。此外我们也认为，随着疫情管控有所放松，线下抵押登记恢复，这部分住房贷款也会有一个集中放量的过程，对后续月份数据回升有一定拉动。

4 月票据融资大幅增加体现银行在有效信贷需求不足的情况下的“冲票据”，4 月下旬票据贴现利率-同业存单利率利差迅速下行，高频数据验证效果较好。疫情冲击下，企业端短期资金周转需求增加，因此短期贷款及票据融资或仍是当前主要放量方向，企业中长期信贷需求的释放有赖于企业对经济悲观预期的扭转、利润修复带动资本开支意愿回升，我们认为下半年信贷结构有望逐步改善，重大项目、制造业、绿色减碳、民营小微、战略性新兴产业、城市更新将是重要的信用载体。

4 月非银贷款增加 1379 亿元，符合季节性，信贷小月往往银行对非银的资金拆借会相对宽松，同时，4 月银行间市场流动性也较为充裕。非银贷款的规模较大也导致社融口径信贷较人民币贷款口径新增规模明显更小。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

□ 4月社融新增9102亿元，大幅低于市场及我们预期

4月社会融资规模增量为9102亿元，比上年同期少9468亿元，大幅低于wind一致预期的2万亿及我们的预测值1.66万亿，增速大幅回落0.4个百分点至10.2%。结构上，社融口径人民币贷款增加3616亿，同比少增9224亿元，是社融同比波动的主要拖累项。除信贷外，其他项目同比波动幅度均不大。4月政府债券增加3912亿元，专项债发行速度放缓，但5月已经有所加速，5月截至13日，我们高频跟踪的政府债券净融资已逼近5000亿，政策要求6月底内完成大部分今年专项债额度的发行，预计5、6月平均或有接近万亿的净融资规模，对社融构成支撑；4月企业债券融资增加3479亿元，股票融资1166亿元，均走势平稳；未贴现票据减少2557亿元，主要受经济下行及票据贴现量大增的影响；4月信托贷款减少615亿元，同比少减713亿元，符合我们预期，2022年融资类信托监管持续，其净融资规模仍将维持负值，总量继续压降，但同比去年将维持少减；4月委托贷款减少2亿元，同比少减211亿元，2018-2019年是委托贷款压降的主要时间段，随着行业逐步规范化，未来该项数据有望逐步企稳，2022年全年大概率实现同比少减。

□ M2、M1增速双双回升符合预期，主要受基数影响

4月末，M2增速大幅上行0.8个百分点至10.5%，基本符合wind一致预期为9.9%和我们的预测值10%。数据上行一方面受去年同期较低基数影响，同时也受财政积极发力影响，央行在今日数据公告中披露“人民银行结存利润上缴进度靠前发力，2022年以来已上缴8000亿元，全年上缴利润将超1.1万亿元，直接增强财政可用财力。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”，因此，我们认为财政存款的同比少增也推动M2增速上行。

4月末M1增速较前值提高0.4个百分点至5.1%，与我们的预测值4.9%较为相近，M1增速稳健主要受去年基数较低影响，另外，虽然短期经济活力受疫情冲击，但4月企业短期贷款及票据融资同比多增、相对稳健，支撑M1增速。

4月末M0同比增速11.4%，较前值9.9%继续上行，数据反弹不符合季节性，主要是受疫情影响，较高的M0增速与2020年疫情期间及其此后月份的数据表现一致，疫情冲击中小实体部门，经济结构性失衡，持币需求增强，导致M0增速走高。

□ 预计央行后续政策核心仍在宽信用

央行在4月金融数据答记者问中提出“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加快落实已出台的政策措施，积极主动谋划增量政策工具，支持经济运行在合理区间。一是稳定信贷总量。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性。二是降低融资成本。三是强化对重点领域和薄弱环节支持力度”。

我们认为，当前货币政策仍以稳增长保就业为首要目标，维持稳健略宽松的政策基调，货币政策核心仍在宽信用，推动信贷和社融增长，尤其是4月较弱的信贷、社融数据或意味着央行宽信用力度或有加码。央行近期降准落地、增设多项再贷款工具，增加再贷款再贴现额度等措施均指向宽信用，后续增量政策仍可关注增量再贷款资金。

对于降息，我们认为央行在5月9日发布的2022年一季度货币政策执行报告中对贷款、存款利率机制的调整值得重点关注，并提示本月LPR报价大概率下降。具体而言，央行在货政报告中提出：

1、“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”传导机制。该机制意味着在LPR报价形成中，市场利率起到重要的前瞻性引领及影响作用，4月初至今DR007持续低位运行，中枢明显下移，一方面是央行仍有降息概率的前瞻性信号，我们预计当前至5月16日MLF续作日仍有降息概率，当然在发达经济体货币政策进入紧缩区间的背景下，央行降息操作也面临一定两难困境；另一方面，市场利率中枢的大幅下行在上述传导机制下，本身就会对LPR有明显的牵引作用，且“央行引导”并非仅指“降息”，“降准”也可能包含其中，4月央行降准0.25个百分点也对LPR报价有引导作用，我们预计即使本月央行并未下调政策利率，20日的LPR报价也有较大概率下降。

2、今年4月央行指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制，通过债券利率和LPR确定存款利率市场化的上浮水平。我们认为该机制将存款利率定价加入更多

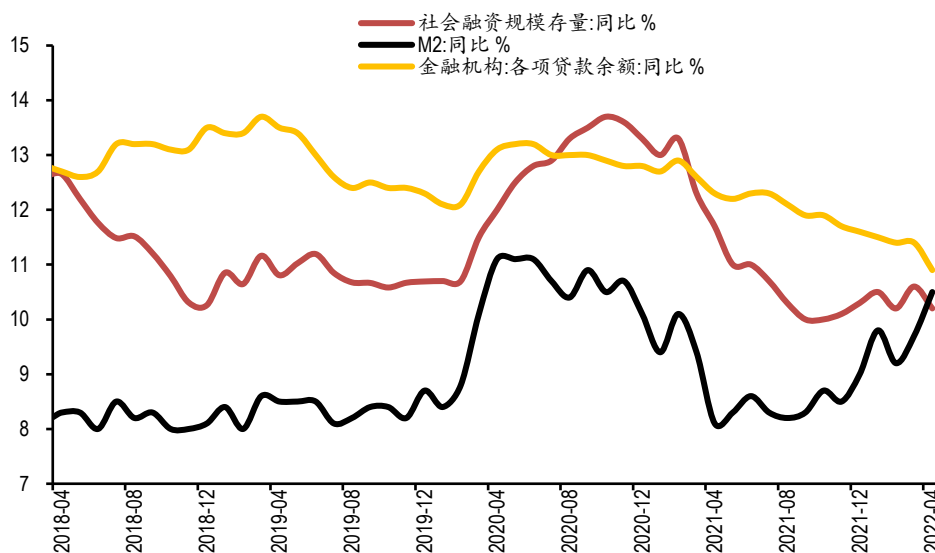
“市场化”成分，意味着市场利率不仅能够有效影响贷款基准利率 LPR，并进一步影响存款利率定价，也可直接作用于存款利率，引导银行降低负债成本，进而带动降低企业融资成本，也有助于促进宽信用。

对于后续宽信用的数据表现，我们预计信贷、社融增速均有望波动走高，宽信用延续，两者全年新增规模 22 万亿、36.2 万亿，年末增速分别 11.4%、11%，预计 M2 增速年末 9.2%，M2 及社融增速均将略高于名义 GDP 增速，实现基本匹配。

权益市场方面，短期我们继续看多稳增长链条，如金融、地产、建筑、建材，预计下半年 A 股将表现为结构化行情，随着消费触底反弹，我们重点提示关注消费板块估值修复的投资价值。此外，我们提示重点关注美债收益率见顶后成长股的企稳向上。固定收益方面，预计 10 年期国债收益率在三季度达到高点 3.0%，总体在 2.7%-3.0% 区间宽幅震荡，收益率曲线重回陡峭化。

风险提示：国际收支二季度进入观察期，若中美利差进一步大幅倒挂，引发大规模资本流出及汇率贬值负循环，货币政策或重点关注国际收支平衡。

图 1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_41979

