

研究报告

专题报告 宏观

4月金融数据：信用探底，政策还需加大力度

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

事件：5月13日，央行公布2022年4月金融统计数据：1)社融新增9102亿，比上年同期少9468亿元，前值46531亿元，预期20300亿；2)新增人民币贷款6454亿，比上年同期少9468亿元，前值31300亿元，市场预期14500亿元；3)社融规模存量同比增长10.2%，前值10.6%；4)M2同比增长10.5%，预期9.9%，前值9.7%；M1同比5.1%，前值4.7%。

解读：从4月金融数据来看，主要呈现以下几个特点：

1.新增社融“腰斩”，结构明显恶化。表内人民币信贷为主要拖累项，居民贷款与企业中长期表现不佳；政府债、企业债是支撑项，但较前期有所弱化。

2.金融机构新增人民币贷款单月降幅居历史前列，仅票据继续冲量。值得注意的是，剔除票据后，4月居民+企业新增贷款-1534亿，历史上首次转负，同比减少约1.2万亿。其中，居民端，无论是短期消费还是中长期的住房、经营贷款需求萎靡，“贷少存多”现象明显。企业端，中长期贷款占比持续下滑，实体融资需求低迷。

3.M2大增，M2-M1剪刀差走阔，实体经济活跃度亟待修复。M2的走高可能与财政存款向居民、企业存款转化有关。M1回升或是留抵退税资金以及缓交的税金趴在活期账户上。M2-M1剪刀差持续走阔，反映当前实体融资需求乏力，尽管财政、货币积极刺激，但市场主体对于加杠杆持谨慎态度。

展望：疫情冲击已大幅透支信贷增速下限，信用大概率见底，社融有望稳中趋升。

政策端：降准概率边际降低，降息概率边际提升但幅度有限，全面降息可能不大，可期待LPR单边调降，财政政策还将“加大力度”，发行特别国债概率提升。

品种：1)国债：短期基本面偏弱、资金面充裕对债市有一定支撑，中期偏谨慎，疫情“最差”时刻大概率已过去，后续需关注美联储加速收紧影响及宽信用实现节奏，若基本面出现改善迹象，可寻高位做空。

2)股指：社融作为领先指标一定程度上能反映企业盈利环境，此次信用探底，意味着后续信用环境“不至于太差”。中期配置价值显现，可逐步转向乐观，但反转不会一蹴而就，建议以低多思路徐徐图之，当前筑底期难免有宽幅震荡现象，可适当高抛低吸，避免追高。**3)黑色：**若二季度后期疫情能够有效控制，经济活动进入修复期，国内信用环境会出现更大的扩张，对商品形成一定的利好刺激，但弹性更多锚定需求修复的速度，受到地产、海外需求转弱、防疫、雨季等因素制约。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

联系信息

分析师 王荆杰

期货从业资格：F03086605

投资咨询资格：Z0016791

邮箱：li.dai@gzf2010.com.cn

联系人 陈蕾

期货从业资格：F03088273

邮箱：chen.lei5@gzf2010.com.cn

相关报告

20220513《广州期货-专题报告-宏观-4月通胀数据：CPI温和抬升，PPI延续回落-20220513》

20220430《广州期货-宏观-4.29政治局会议点评：目标不弃稳预期-20220430》

20220426《广州期货-点评报告-外汇市场-央行调降金融机构外汇存款准备金率解读》

20220418《广州期货-宏观-专题报告-“克制”的降准该如何理解？》

20220315《广州期货-专题报告-从基本面看股债如何演绎？兼评2月金融数据》

20220307《广州期货-专题报告-政府工作报告点评兼对各品种影响逻辑》

2021.12.12《广州期货-专题报告-宏观-中央经济工作会议点评》

目录

一、4月金融数据解读.....	1
二、总结与展望.....	3
免责声明.....	5
研究中心简介.....	5
广州期货业务单元一览.....	6

一、4月金融数据解读

事件：5月13日，央行公布2022年4月金融统计数据：1) 社融新增9102亿，比上年同期少9468亿元，前值46531亿元，预期20300亿；2) 新增人民币贷款6454亿，比上年同期少9468亿元，前值31300亿元，市场预期14500亿元；3) 社融规模存量同比增长10.2%，前值10.6%；4) M2同比增长10.5%，预期9.9%，前值9.7%；M1同比5.1%，前值4.7%。

解读：从4月金融数据来看，主要呈现以下几个特点：

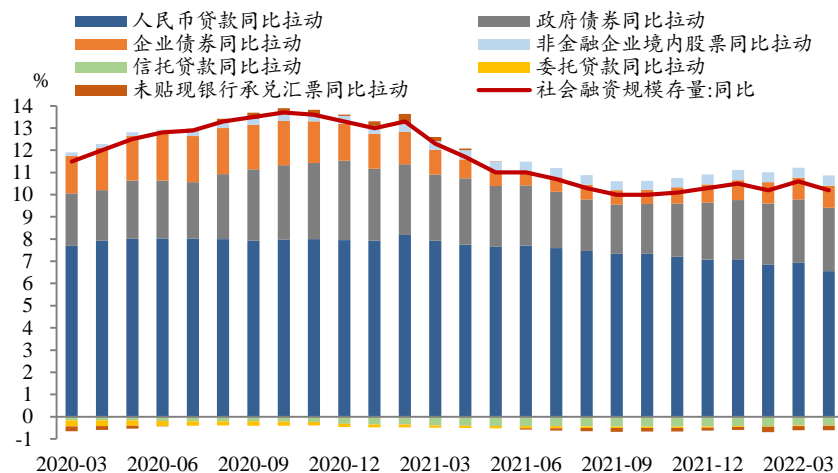
1. 新增社融“腰斩”，结构明显恶化。

间接融资层面，1) 表内人民币信贷为主要拖累项，社融口径下新增人民币贷款3616亿元，同比少增9224亿元，主要由于居民贷款与企业中长期表现不佳；2) 表外三项表现尚可，表外三项减少3174亿元，同比少减519亿元。其中新增信托贷款同比延续少减713亿元，是主要贡献项，主因低基数效应与压降压力缓解；新增委托贷款减少2亿元，同比少减211亿元；而新增未贴现票据减少2557亿元，同比多减405亿元，与票据融资明显背离，实体融资需求趋弱。

直接融资层面，1) 企业债券融资同比环比均小幅下降，新增3479亿元，同比少增145亿元，扣除4月城投债8681亿后实体企业净融资为负，实体融资意愿较弱；2) 非金融企业股票融资同比环比均增加，新增1166亿元，同比多增352亿元。

其他融资层面，政府债维持正增长3912亿元，同比小幅多增173亿元，由于4月政府债发行节奏放缓，对社融支撑度减弱。

图表1：信贷是主要拖累项，政府债、企业债是支撑项，但较前期弱化

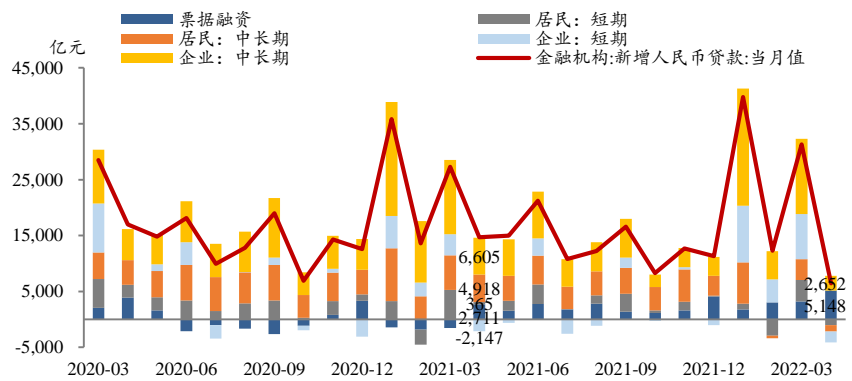


数据来源：Wind 广州期货研究中心

2. 金融机构新增人民币贷款单月降幅居历史前列，仅票据继续冲量。值得注意的是，剔除票据后，4月居民+企业新增贷款-1534亿，历史上首次转负，同比减少约1.2万亿。

居民端：新增居民贷款-2170亿元，今年以来再次出现全面负增长，同比缩减约7500亿，创历史记录。央行改变分项披露口径，住房贷款-605亿元，同比少增4022亿元；不含住房贷款的消费贷款-1044亿元，同比少增1861亿元；住户经营贷款-521亿元，同比少增1569亿元。无论是短期消费还是中长期的住房、经营贷款需求萎靡，“贷少存多”现象明显。

图表2: 居民贷款与企业中长期贷款表现不佳, 票据延续冲量



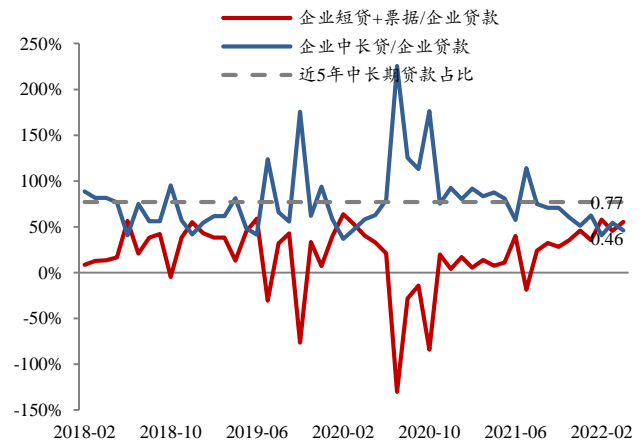
数据来源: Wind 广州期货研究中心

企业端: 企业中长期贷款新增 2652 亿, 同比少增 3953 亿, 占比持续下滑, 实体融资需求低迷; 短期贷款和票据融资分别新增-1948 亿元和 5148 亿元, 同比分别少减 199 亿元和多增 2437 亿元。4 月底票据贴现利率再度探底, 票据利率与同业存单利率倒挂, 票据冲量特征延续。

图表 3: 4 月底票据贴现利率再度探底



图表 4: 企业中长期贷款占比处近 5 年低位



数据来源: WIND 广州期货研究中心

3. M2 高增, M2-M1 剪刀差走阔, 实体经济活跃度亟待修复。

M2 的走高可能与财政存款向居民、企业存款转化有关。

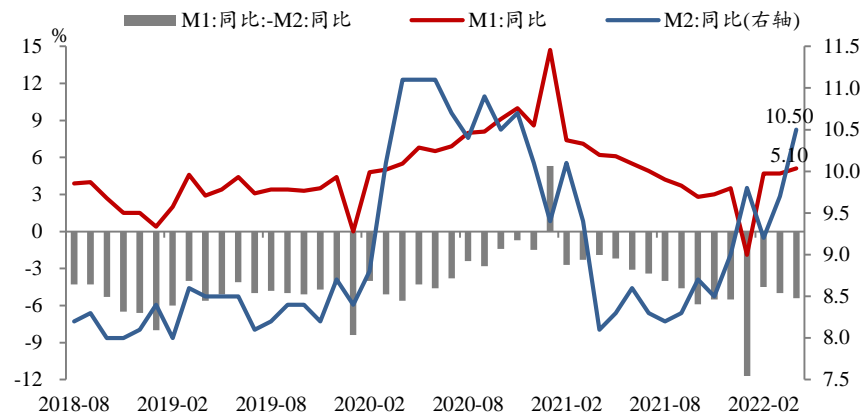
1) 4 月居民存款减少 7032 亿元, 同比少减 8668 亿元; 企业存款减少 1210 亿元, 同比少减 2346 亿元。一方面, 疫情冲击下, 实体储蓄意愿抬升, 4 月集中实施 8000 多亿增值税留抵退税, 是财政存款活化为企业和居民存款的重要原因。

2) 财政存款增加 410 亿元, 同比少增 5367 亿元。4 月是缴税大月, 有部分企业、居民存款向财政存款转化, 但今年政策允许税费缓交, 基数效应推动 M2 上行。

由上也大致能看出 M1 回升的原因, 即留抵退税资金以及缓交的税金趴在活期账户上。

M2-M1 剪刀差持续走阔, 反映当前实体融资需求乏力。财政、货币积极刺激, 货币供给充裕 (降准 25bp、央行上缴结存利润、设立科技创新和普惠养老再贷款), 但市场主体对于加杠杆持谨慎态度。

图表5: M2-M1剪刀差走阔, 实体经济活力不佳



数据来源: Wind 广州期货研究中心

二、总结与展望

4月社融、信贷数据为何断崖式下滑? 其一, 疫情对信贷供给端、需求端造成较大冲击。主要体现在以上海为代表的长三角地区, 封控地区居民出行受限, 企业停工停产, 实体融资需求萎缩, 同样, 银行业务开展受限。其二, 疫情进一步冲击国内疲软需求, 供应链、产业链停摆, 出口竞争力受损, 本就疲弱的消费与地产“雪上加霜”; 其三, 一季度信贷项目提前透支。每月月末的票据冲量现象反映出实体本身融资需求不足, 那就不难理解, 在靠前发力要求下, 市面上较为优质的信贷项目被提前挖掘, 且“后继无人”。其四, 留底退税资金直达企业一定程度上缓解了企业对流动性资金的需求。

展望: 疫情冲击已大幅透支信贷增速下限, 信用大概率见底, 社融有望稳中趋升: 一方面, 目前尚有 2.25 万亿元专项债未发, 政策前置要求下, 预计 5 月、6 月可能会加速发行; 另一方面, 随着疫情逐步缓解, 叠加稳增长政策加快落地提振市场信心, 融资需求有望转暖。

政策端, 降准概率边际降低, 降息概率边际提升但幅度有限, 全面降息可能不大, 可期待 LPR 单边调降, 财政政策还将“加大力度”。

4月金融数据反映出疫情对经济造成了全方面的冲击, 市场主体信心不足加剧, 市面上缺乏投资回报率客观的项目, 资金出现空转现象, 一定程度上边际降低了降准概率, 毕竟当前市场上不是可贷资金不够, 而是“有贷无借”、“资产荒”。同时, 通过降息降低融资成本的概率边际提升, 但在外部环境制约下, 全面降准降息没有太大想象空间且降息幅度有限, 货币政策还将继续发挥结构性工具作用, 通过再贷款等直达工具“精准滴灌”小微企业和疫情冲击的薄弱环节。自 LPR 与存款利率软性挂钩后, 银行自愿降低存款利率, LPR 或有单边调整可能, 可关注 5 月 20 日 LPR 报价情况。这也与央行答记者问中“稳定信贷总量, 降低融资成本, 强化对重点领域和薄弱环节支持力度”相对应。

在外部环境制约下, 增量工具大概率以财政政策刺激为主, 货币政策辅以流动性支持。如果要维持一定的财政政策支出的增量, 目前来看, 发行特别国债的概率较大。

国债: 疫情冲击对国内经济影响进一步加深并显现, 稳增长目标下, 央行大概率会进一步降低实体融资成本, 银行间流动性或将维持充裕状态,

短期基本面偏弱、资金面充裕对债市有一定支撑；中期偏谨慎，疫情“最差”时刻大概率已过去，后续需关注美联储加速收紧影响及宽信用实现节奏，若基本面出现改善迹象，可寻高位做空。

股指：自多方预期改善及二次政策底不断夯实后，A股市场的情绪和信心逐步转暖，社融作为领先指标一定程度上能反映企业盈利环境，此次信用探底，意味着后续信用环境“不至于太差”。**股指中期配置价值显现，可逐步转向乐观，但反转不会一蹴而就：**1) 疫情改善是实现稳增长的必要不充分条件，需等各方问题逐一改善；2) 稳增长政策的发力及效果的显现还需要一段时间。3) 美联储后续货币政策框架变化还需进一步确认。因此，**建议以低多思路徐徐图之，当前筑底期难免有宽幅震荡现象，可适当高抛低吸，避免追高。**

黑色：若二季度后期疫情能够有效控制，经济活动进入修复期，国内信用环境会出现更大的扩张，对商品形成一定的利好刺激，但弹性更多锚定需求修复的速度，受到地产、海外需求转弱、防疫、雨季等因素制约。

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的核心价值观和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及全球的衍生品投资者。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：（020）22836116

金属研究团队：（020）22836117

化工能源研究团队：（020）22836104

创新研究团队：（020）22836114

农产品研究团队：（020）22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山南海营业部	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市南海区桂城街道海五路28号华南国际金融中心2幢2301房	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州体育中心营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路136,138号17层0225房、17层03房自编A	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-68525389 办公地址：北京市西城区月坛南街59号5层501-1、501-26、501-27	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街150号中信广场主楼七层703、705室	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
长沙营业部	青岛分公司	四川分公司	天津营业部
联系电话：0731-82898510 办公地址：湖南省长沙市芙蓉区五一大道618号银华大酒店18楼1801	联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：022-87560712 办公地址：天津市南开区长江道与南开三马路交口融汇广场2-1-1604、1605、1606
机构业务部	机构事业一部	机构事业二部	机构事业三部
联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
广期资本管理（上海）有限公司			
联系电话：021-50390265			
办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室			