

证券研究报告 — 策略深度报告

宏观总量组

分析师: 李奇霖 (分析师)

联系方式: 021-61634272

邮箱地址: liql@hongtastock.com

资格证书: S1200520110002

分析师: 杨欣 (分析师)

邮箱地址: yangxin@hongtastock.com

资格证书: S1200522090001

分析师: 卢婉琪 (研究助理)

邮箱地址: luwanqi@hongtastock.com

资格证书: S1200121070009

4月信贷缘何低迷?

报告摘要

今天发布的金融数据显示,4月社融存量同比增长10%,与3月持平,增量为1.22万亿元,比上年同期多2729亿元。其中,对实体经济发放的人民币贷款增加4431亿元,同比多增729亿元。信贷口径下的人民币贷款增加7188亿元,同比多增649亿元。

乍一看,社融和信贷都比去年多增了,似乎数据还可以,但我们要注意到去年因疫情等因素,4月的信贷和社融增量都是超季节性低的,而今年仅是同比略增,所以数据其实并不好。

信贷增速明显放缓有两个原因。一是储备项目被提前消耗了。一季度银行追求“开门红”,再加上3月末业绩考核压力,银行会把部分项目储备提前挪到3月进行投放,4月历来是信贷投放小月。二是恢复性增长动能消退,经济景气度有所回落,实体内生性融资需求减弱。

分部门看,居民部门在降杠杆,住户贷款减少2411亿元。

虽然五一节假日出行带动了一波消费,但是居民可能更愿意花储蓄而不是借钱。当对未来就业和收入预期不稳定时,自然也就不愿意背上负债,这反映出居民消费信心不足。另外,4月地产销售也在超季节性地走弱。

企(事)业单位贷款增加6839亿元,其中,短期贷款减少1099亿元,较历史同期均值多减了377亿元。不过,企业中长期贷款保持增长,政策驱动力仍然较强。4月增量为6669亿元,同比多增4017亿元,比历史同期均值也多增了1758亿元。

流动性方面,4月末,广义货币(M2)余额同比增长12.4%,狭义货币(M1)余额同比增长5.3%。

M2增速比上月末降低0.3个百分点。这可能是因为在存款利率下行预期下,居民用存款去购买理财产品了(4月居民户人民币存款减少1.2万亿元)。

但是,“M2-M1”的剪刀差(7.1%)仍旧位于历史高位,资金活化效率低。

最后,对本次数据进行一个总结。

储备项目前置以及实体内生性融资需求偏弱使4月的信贷大幅回落,尤其是居民部门贷款再次出现负值,短贷和中长期贷款均下滑,反映的是居民不愿意借钱消费和购房。同时,“M2-M1”剪刀差依旧位于高位,资金活化效率偏低,归根结底是需求不足和预期走弱,企业和居民的信心尚未恢复,用于投资和消费的意愿不强。

相关研究

4月PMI缘何低于预期

2023.05.04

政治局会议值得关注的四大信号

2023.04.28

经济企稳了吗?

2023.04.18

3月出口缘何大超预期?

2023.04.13

当3月金融数据继续超预期

2023.04.11

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

风险提示

内需恢复过慢,海外经济衰退超预期,地缘冲突恶化。

正文目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com

(ybjieshou@eastmoney.com)

2023-05-11

未经红塔证券许可

任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

图目录

图 1. 社融增量和人民币贷款增量低于预期及历史同期均值 (亿元)	4
图 2. 4 月开始票据利率大幅下滑 (%)	5
图 3. 人民币信贷投放具有季节性 (亿元)	5
图 4. 信贷数据一览 (亿元)	5
图 5. 4 月 30 大中城市商品房成交面积回落幅度明显超季节性 (万平方米)	6
图 6. M1 增速位于低位, M2 增速位于高位 (%)	7
图 7. 居民消费还未完全恢复.....	8
图 8. 民间固定资产投资累计同比增速不断走低 (%)	8

表目录

未找到目录项。

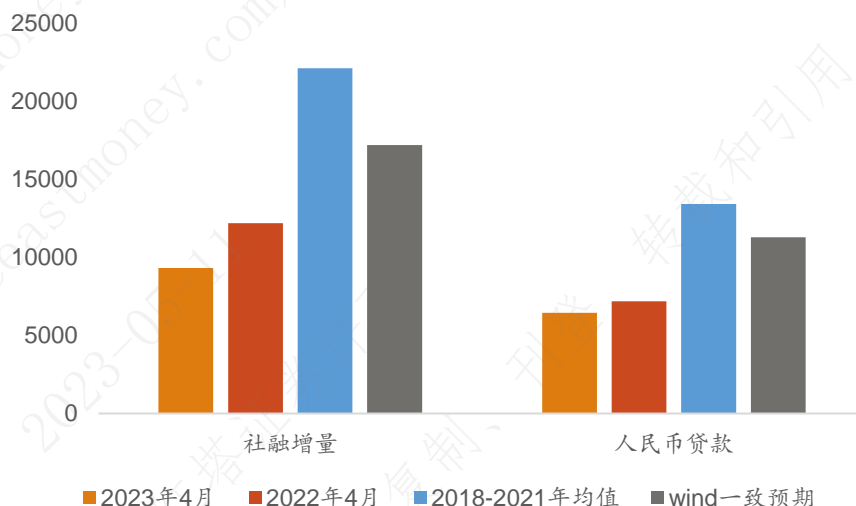
今天发布的金融数据显示，4月社融存量同比增长10%，与3月持平，增量为1.22万亿元，比上年同期多2729亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加4431亿元，同比多增729亿元。信贷口径下的人民币贷款增加7188亿元，同比多增649亿元。

乍一看，社融和信贷都比去年多增了，似乎数据还可以，但我们要注意到去年因疫情等因素，4月的信贷和社融增量都是超季节性低的，而今年仅是同比略增，所以数据其实并不好。

据wind一致预期，社融增量预计1.72万亿元，人民币贷款（信贷口径）预计1.13万亿元。2018到2021年同期社融增量均值为2.2万亿元，信贷口径的人民币贷款增量为1.3万亿元。

可以看到，数据低于wind一致预期，也低于历史同期均值。

图 1. 社融增量和人民币贷款增量低于预期及历史同期均值（亿元）



资料来源：wind，红塔证券（此处人民币贷款为社融口径）

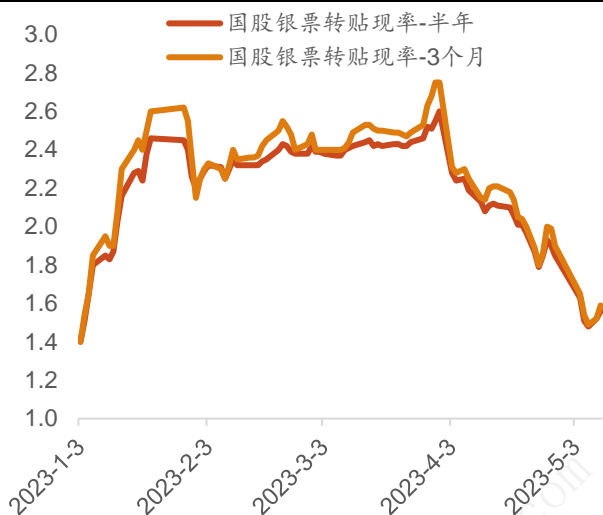
信贷增速明显放缓有两个原因。

一是储备项目被提前消耗了。一季度银行追求“开门红”，再加上3月末业绩考核压力，银行会把部分项目储备提前挪到3月进行投放，4月历来是信贷投放小月。

特别地，今年一季度信贷投放速度明显较快，在高增速之后人民银行也已经强调“保持信贷合理增长，节奏平稳”，因此当“开门红”任务完成以及指标压力减小后，银行信贷投放的意愿也就下降了。

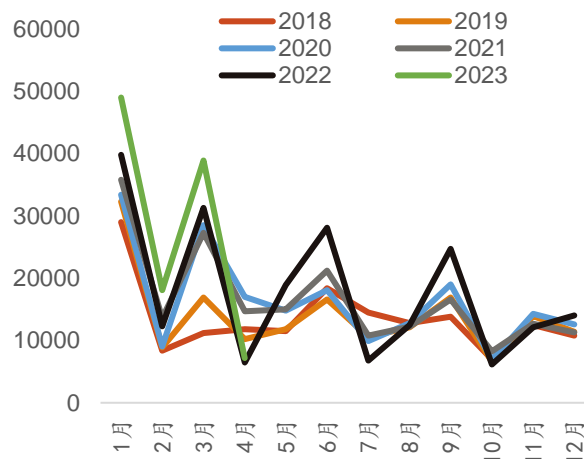
项目储备不足也体现在票据上，4月表内票据融资增加1280亿元，银行用票据冲量。

图 2. 4 月开始票据利率大幅下滑 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

图 3. 人民币信贷投放具有季节性 (亿元)



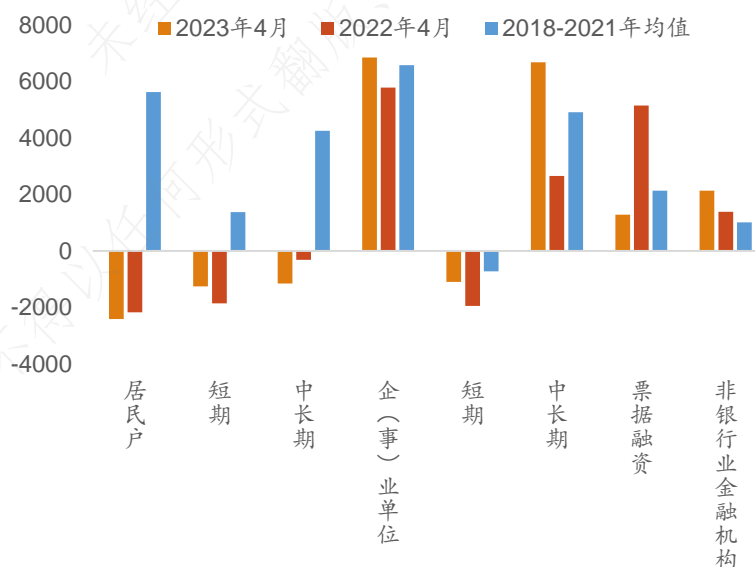
资料来源: wind, 红塔证券

二是恢复性增长动能消退, 经济景气度有所回落, 实体内生性融资需求减弱。4 月制造业 PMI 指数再次落回收缩区间, 大部分企业资产负债表受损, 今年又面临着外需回落, 内需回升不稳固的情景, 目前大部分行业都在主动去库。

特别是此前对未来预期较好而提前补库的上游行业, 当预期回调后, 原材料行业开始主动去库, 可以看到 4 月采掘工业和原材料工业价格同比下滑 8.5% 和 6.3%, 降幅比上月增大 3.8 和 2.1 个百分点。

在经营压力较大的情况下, 企业加杠杆进行投资扩产的意愿是非常低的。接下来我们逐项进行分析。

图 4. 信贷数据一览 (亿元)



资料来源: wind, 红塔证券

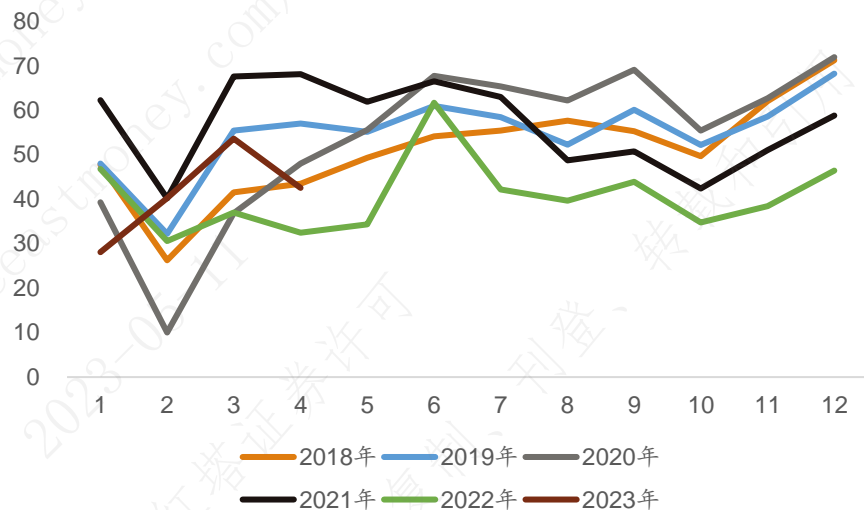
信贷口径下, 4 月份人民币贷款增加 7188 亿元, 同比多增 649 亿元。

分部门看，居民部门在降杠杆，住户贷款减少 2411 亿元。其中，短期贷款减少 1255 亿元，比去年增加 601 亿元，比历史同期（2018-2021 年，下同）均值少 2624 亿元。中长期贷款减少 1156 亿元，比去年减少 842 亿元，比历史同期均值少 5410 亿元。

虽然五一节假日出行带动了一波消费，但是居民可能更愿意花储蓄而不是借钱。当对未来就业和收入预期不稳定时，自然也就不愿意背上负债，这反映出居民消费信心不足。

另外，4 月地产销售也在超季节性地走弱。2-3 月地产销售大幅冲高，但当前地产市场回暖仍然不牢固，居民信心还是比较弱，在积压需求释放后购房热情度明显回落，4 月 30 大中城市商品房日均成交面积环比下降 20.6%，环比回落幅度大于近 4 年（2018-2022 年）。

图 5.4 月 30 大中城市商品房成交面积回落幅度明显超季节性（万平方米）



资料来源：Wind，红塔证券

企（事）业单位贷款增加 6839 亿元，其中，短期贷款减少 1099 亿元，较历史同期均值多减了 377 亿元。

一季度时企业经营压力较大，叠加银行争相投放低价贷款，企业融入短期资金进行流动性管理的需求较强，所以一季度企业短期贷款增速都比较高。

但进入 4 月后，银行投放低价贷款的动力减小，企业也已经有了不少资金（1-4 月非金融性企业存款同比增加 2.0 万亿元），叠加经济逐步修复销售回款增加，同时投资扩产的意愿不强烈，再借入短贷的需求也就减少了。

不过，企业中长期贷款保持增长，政策驱动力仍然较强。4 月增量为 6669 亿元，同比多增 4017 亿元，比历史同期均值也多增了 1758 亿元。

一方面，政策性开发性金融工具、政府财政发力推动基建大项目逐步落地带动建筑业企业借贷增加。另一方面，在绿色化和智能化目标要求下，制造业企业需要融资进行产业升级。

再来看社融的其他分项。

政府债券净融资 4548 亿元，同比多 636 亿元。4 月地方新增专项债净融资 3351 亿元，同比多 1983 亿元，是主要支撑项。

表外三项中，委托贷款增加 83 亿元，同比多增 85 亿元；信托贷款增加 119 亿元，同比多增 734 亿元。主要是压降力度减轻、基建持续扩张，地产保交楼仍在推进共同带动了表外融资需求。不过由于表内票据融资的贴现量大幅升高，表外未贴现银行承兑汇票就减少了 1347 亿元，同比少减 1210 亿元。

最后，我们来看一下流动性。

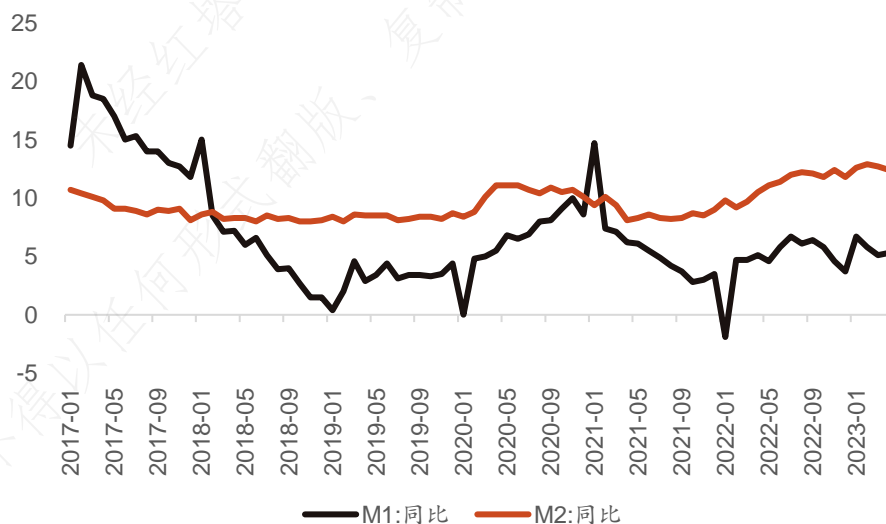
4 月末，广义货币(M2)余额同比增长 12.4%，狭义货币(M1)余额同比增长 5.3%。

环比来看，M2 增速比上月末降低 0.3 个百分点，可能是因为存款利率下行预期下，居民用存款去购买理财产品了（4 月居民户人民币存款减少 1.2 万亿元）。

但是，“M2-M1”的剪刀差（7.1%）仍旧位于历史高位，资金活化效率低。一是因为本轮地产修复中，二手房销售景气度高，房款在居民部门之间流动，而居民又把房款存入银行。新房销售也弱于历史时期，房款回流至房企的速度减慢。地产的低景气度使得本轮由房地产引起的信用派生效果减弱。

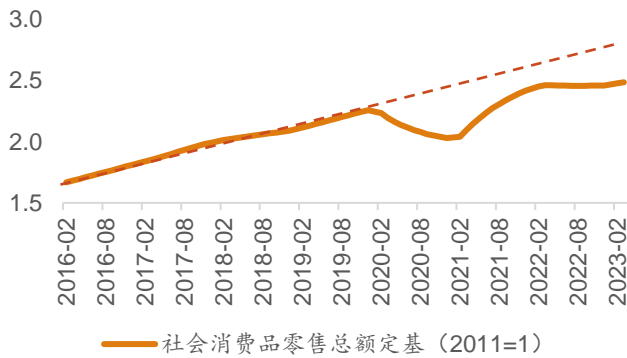
二是因为内需恢复动力不足，企业和居民的信心尚未完全恢复，消费和投资的动力不强，我们可以看到今年以来居民和企业的存款较去年分别多增了 1.5 万亿元和 2.0 万亿元。

图 6. M1 增速位于低位，M2 增速位于高位（%）



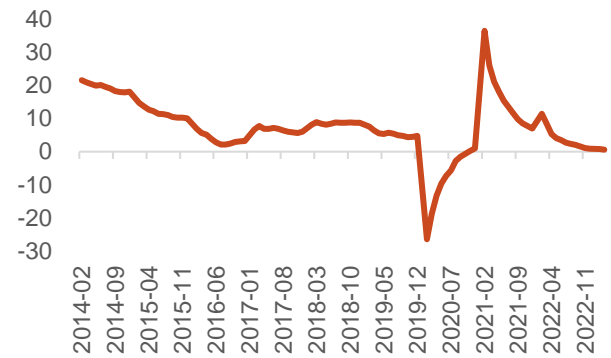
资料来源：wind，红塔证券

图 7. 居民消费还未完全恢复



资料来源: wind, 红塔证券 (2011=1)

图 8. 民间固定资产投资累计同比增速不断走低 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

最后, 对本次数据进行一个总结。

储备项目前置以及实体内生性融资需求偏弱使 4 月的信贷大幅回落, 尤其是居民部门贷款再次出现负值, 短贷和中长期贷款均下滑, 反映的是居民不愿意借钱消费和购房。同时, “M2-M1” 剪刀差依旧位于高位, 资金活化效率偏低, 归根结底是需求不足和预期走弱, 企业和居民的信心尚未恢复, 用于投资和消费的意愿不强。

过剩的流动性、相对偏弱的基本面以及利率下行的预期也就使得 4 月债市配置强劲, 同时股市又出现结构性行情。

目前亟需关注的是企业和居民部门对未来的预期, 当预期改善后, 金融对实体的支持才能有持续性。当前经济仍需政策扶持以加快经济修复速度, 在提振信心的同时巩固经济复苏的好成果。

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。