

2023年05月11日

4月社融：经济维持弱复苏，成长仍是当下风格主线

策略研究团队

——投资策略点评

张弛（分析师）

zhangchil@kysec.cn

证书编号：S0790522020002

吴慧敏（分析师）

wuhuimin@kysec.cn

证书编号：S0790522110001

2023年4月社融、新增人民币贷款规模分别1.22万亿和7188亿元，均低于市场一致预期的1.72万亿和1.13万亿；3月社融存量增速为10%，增速与上月持平。

● 经济整体仍处于复苏初期，边际修复力度略有放缓且结构继续分化

经济整体呈现复苏趋势但边际动能减弱，继续维持“弱复苏”环境。主要基于：(1) M1有所回升。4月同比增长5.3%，增速环比上月上升了0.2pct，意味着企业资金活化度上升；(2) 短融增速继续回落。4月短融累计同比下降34.1%，增速环比上月回落了6.4pct，意味着伴随经济复苏，企业现金流持续改善；(3) 企业中长期信贷扩张速度维持高位，意味着企业生产扩张能力仍偏强。4月企业中长期信贷累计同比74.3%，尽管存在2022年低基数效应，但从当月新增规模来看，4月新增6669亿元，绝对值处于2016年以来最高水平。然而，结合4月PMI数据及通胀数据来看，在终端需求偏弱，通缩环境叠加企业去库周期尚未完成，短期生产动力或仍旧偏弱，整体宏观环境尚处于复苏初期。

居民端需求整体偏弱，仍需静待消费能力及消费意愿回升。主要基于：(1) 居民短贷回落，消费修复力度仍偏弱。4月居民新增短贷-1255亿元，同比多增601亿元。尽管居民短贷实现同比多增，但主要来源2022年4月的低基数效应，从环比来看则处于回落趋势。同时我们观察居民存款变化发现4月新增居民存款-12000亿元，累计同比由3月的26.6%放缓至22.2%。但从历史数据来看，每年4月均存在居民存款新增为负值的情况，或一定程度上存在季节性因素的影响。这意味着，在短期报复性消费释放之后，居民消费修复力度继续边际放缓，整体修复力度偏弱。(2) 居民中长期贷款回暖态势暂缓。4月居民中长期贷款累计同比-20.2%，降幅环比上月扩大了8.5pct，扭转了2月以来的收窄趋势，显示当前地产仍偏弱。

● 目前流动性仍处于历史底部阶段，预计后续仍有望趋于改善

市场剩余流动性趋于改善但力度仍较弱。4月M1上升、M2回落带动M1向M2收敛，资金活化程度提升，信用传导较为通畅，进而带动“M1-短融”继续趋于改善，按月环比改善0.16pct至-4.6%，改善力度较上月有所放缓。但伴随后续经济复苏动力增强，预计后续市场剩余流动性仍有望趋势扩张。

市场而言，我们对市场整体偏乐观，尽管当前经济复苏力度仍偏弱，但复苏迹象显现且动力边际向上，后续回暖的确定性仍较强，有望对A股继续形成基本面支撑。叠加流动性、风险偏好趋于改善，预计A股向上的趋势不变。事实上，2023Q1企业盈利拐点已经显现。风格而言，2023Q2经济整体“弱复苏”环境下，我们仍以成长风格为主导。上半年剩余时间内，成长比较看好医药及硬科技，包括：机械自动化、电力设备（储能、充电桩、特高压等），甚至消费电子亦可以左侧逐步提升配置。而倘若后续国内经济复苏趋势延续，一旦转向全面复苏，顺周期或有望启动，届时消费板块或具备更高的修复弹性。

● **风险提示**：房地产风险化解慢于预期、消费能力回升弱于预期、M1及中长期企业信贷回升的持续性较差。

相关研究报告

《传承与创新共振，挖掘底部价值——医药行业2023年度中期策略报告》
-2023.5.10

《弱复苏环境：继续坚定成长主线—A股2023年中期投资策略》-2023.5.9

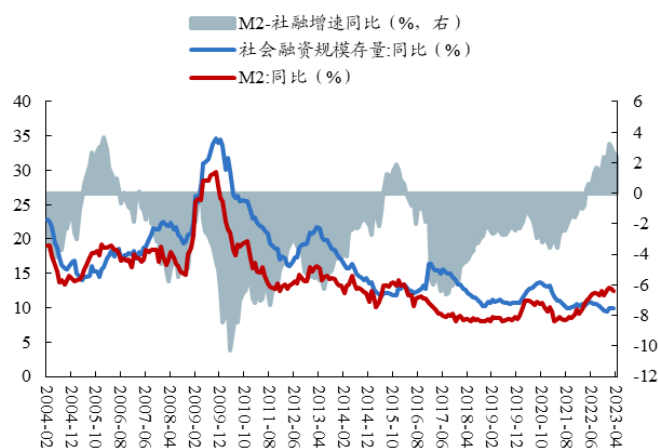
《黎明破晓，高胜率与安全性兼备——煤炭行业2023年中期投资策略》
-2023.5.9

附图 1: 2023 年 4 月市场剩余流动性继续趋于改善



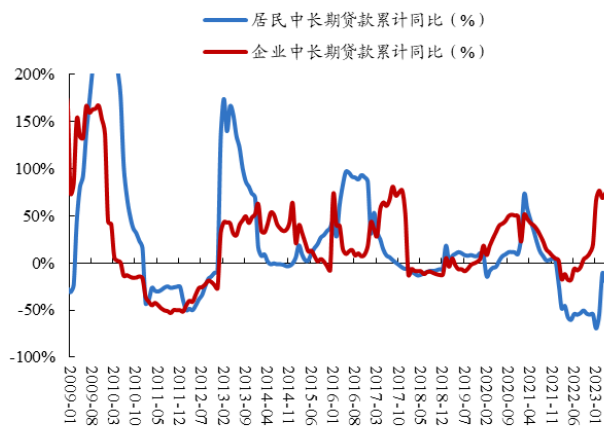
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 4 月社融增速持平, M2-社融收敛



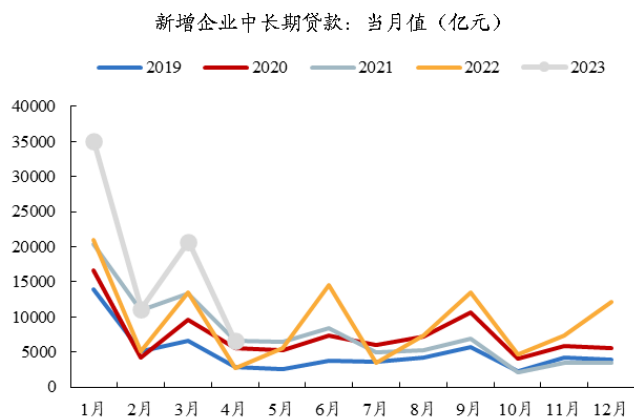
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 4 月企业和居民中长期贷款增速继续分化



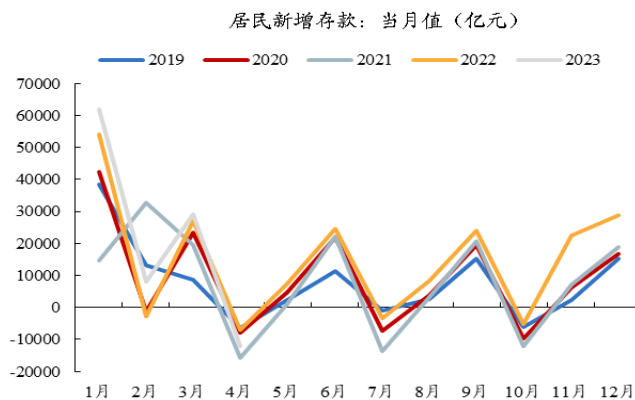
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: 2023 年 4 月新增企业中长期贷款仍偏强



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: 2023 年 4 月居民存款存在季节性回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，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负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn