



Research and
Development Center

4 月社融不及预期，短板仍在居民端

银行

2023 年 05 月 14 日

证券研究报告

行业研究

行业事项点评

银行

投资评级

上次评级

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

廖紫苑 银行业分析师

执业编号: S1500522110005

联系电话: 16621184984

邮箱: liaoziyuan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

4月社融不及预期，短板仍在居民端

2023年05月14日

本期内容提要:

➤ **4月社融不及预期，主要源于信贷乏力。**4月社融新增1.22万亿元，低于市场预期（万得一致预测1.72万亿元）和季节性（近三年同期均值约1.96万亿元），主要源于人民币贷款增势放缓。4月新增社融同比多增2729亿元，主要得益于企业中长期贷款支撑和表外融资改善，而同比增幅较小（前值7079亿元）则主要是受居民中长期贷款、票据融资和企业债券融资拖累。4月末，社融存量同比增速较上月持平于10%。

➤ **居民信贷由正转负，企业信贷继续向好。**4月对实体经济发放的人民币贷款增加4431亿元，明显低于市场预期（万得一致预测1.14万亿元）和季节性（近三年同期均值约1.09万亿元），同比多增729亿元，我们预计是受信贷前置发力后放缓、楼市销售转弱、提前还贷等因素的影响所致，经济内生动能较弱。分部门来看：

1) 居民端信贷再次转负，中长贷创历史新低。在连续两个月回暖后，4月居民贷款减少2411亿元，同比多减241亿元。其中①居民中长贷减少1156亿元，创有史以来最低水平，同比多减842亿元，或与4月份楼市销售转弱及提前还贷有关；②居民短贷减少1255亿元，同比少减601亿元，表明当前消费复苏偏弱。

2) 企业端延续多增，中长贷仍为主力。4月企业贷款新增6839亿元，同比多增1055亿元。其中①企业中长贷增加6699亿元，同比多增4017亿元，或主要投向基建、制造业、服务业等领域；②企业短贷减少1099亿元，同比少减849亿元，基本符合季节性特征；③票据融资增加1280亿元，同比少增3868亿元，主要源于去年同期基数较高。

➤ **直接融资同比少增，表外融资贡献增量。**4月直接融资同比少增346亿元。其中，企业债同比少增809亿元，或与低贷款利率环境下的替代效应有关；政府债券同比多增636亿元，前置发力仍是主基调。表外融资同比少减2029亿元。其中，未贴现银行承兑汇票同比少减1210亿元，或与今年银行以票据冲量的需求不大有关。委托贷款和信托贷款合计新增202亿元，同比多增819亿元，非标压降压力较轻。

➤ **居民存款同比多减，M2-M1剪刀差收窄。**4月末，人民币存款余额同比增长12.4%，增速较上月小幅回落0.3pct，继续保持较高水平。值得注意的是，4月住户存款减少1.2万亿元，同比多减4968亿元，或与消费、资本和理财市场回暖及提前还贷相关。4月末，M1同比增长5.3%，增速较上月末上升0.2pct；M2同比增长12.4%，增速较上月末下降0.3pct；M2-M1剪刀差7.1%，较上月末收窄0.5pct，反应实体经济活跃度和资金活化程度有所提升。

➤ **投资建议：**我们认为经济持续复苏有赖于信贷稳健增长，目前信贷投放呈现出“对公强、零售弱”的格局，较为依赖政策驱动，市场信心有待提振，政策仍需发力。当前银行所处政策环境较为友好。据21财

经报道，近日商业银行被要求控制协定存款及通知存款利率上限，助力负债成本下行，缓解息差压力。未来随着经济复苏、消费回暖，银行盈利能力和风险水平有望逐步向好。此外，正如我们在深度报告《什么是中国特色估值体系？》中所述，银行高股息、低估值特征鲜明，有望受到养老金等长线资金青睐，而且中国特色估值体系的建设有望促进公司价值创造及投资者价值发现。银行有望在政策面+基本面+资金面共振下实现估值修复。短期部分银行股涨幅较大，需关注调整风险，长期仍建议关注以下三条投资主线：一是有望率先受益于中国特色估值体系建设的国有大行；二是有望享受区域红利的优质个股，如宁波银行、常熟银行、成都银行、杭州银行；三是基本面扎实且有望更加受益于消费复苏的龙头标的，如招商银行、平安银行。

- **风险因素：**宏观经济超预期下行；政策出台不及预期；风险集中爆发。

目录

一、4月社融不及预期，短板仍在居民端.....	5
1.1、4月社融不及预期，主要源于信贷乏力.....	5
1.2、居民信贷由正转负，企业信贷继续向好.....	6
1.3、直接融资同比少增，表外融资贡献增量.....	8
1.4、居民存款同比多减，M2-M1剪刀差收窄.....	9
二、投资建议：关注信贷复苏进程，看好银行股表现.....	10
三、风险因素.....	10

表目录

表 1：新增社会融资规模结构.....	6
表 2：监管部门有关信贷投放节奏的表态.....	6
表 3：新增贷款结构.....	8
表 4：表外融资和直接融资结构.....	9

图目录

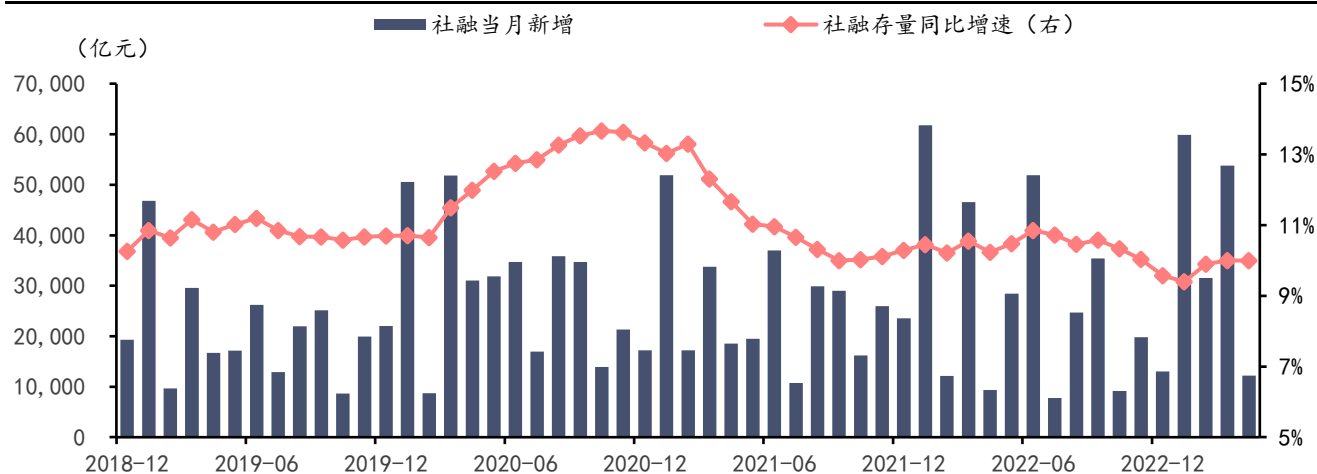
图 1：社融当月新增和社融存量同比增速.....	5
图 2：社融结构（同比多增）.....	5
图 3：信贷结构（同比多增）.....	7
图 4：信贷结构——居民端（同比多增）.....	7
图 5：信贷结构——非金融企业端（同比多增）.....	7
图 6：直接融资结构（同比多增）.....	8
图 7：表外融资结构（同比多增）.....	9
图 8：M1 和 M2 同比增速.....	10

一、4月社融不及预期，短板仍在居民端

1.1、4月社融不及预期，主要源于信贷乏力

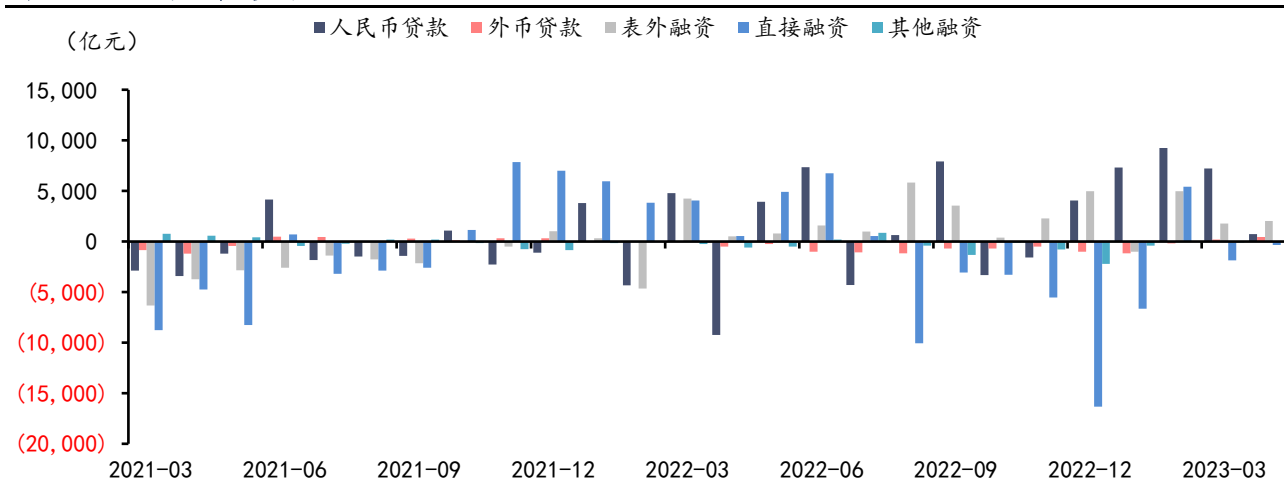
4月社融新增1.22万亿元，低于市场预期（万得一致预测1.72万亿元），也低于季节性（近三年同期均值约1.96万亿元），主要源于人民币贷款增势放缓。4月新增社融同比多增2729亿元，主要得益于企业中长期贷款支撑和表外融资改善，而同比增幅较小（前值7079亿元）则主要是受居民中长期贷款、票据融资和企业债券融资拖累。4月末，社融存量同比增速较上月持平于10%。

图 1：社融当月新增（亿元）和社融存量同比增速



资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 2：社融结构（同比多增）



资料来源：WIND、信达证券研发中心

表 1：新增社会融资规模结构

当月值 (亿元)	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04
社会融资规模	19837	13058	59866	31560	53800	12200
人民币贷款	11448	14401	49314	18184	39502	4431
外币贷款	(648)	(1665)	(131)	310	427	(319)
表外融资	(262)	(1419)	3485	(81)	1919	(1145)
直接融资	7912	(635)	6652	12353	9924	8384
其他融资	1387	2376	546	794	2028	849
同比多增 (亿元)	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04
社会融资规模	(6146)	(10522)	(1959)	19500	7079	2729
人民币贷款	(1573)	4051	7308	9241	7211	729
外币贷款	(514)	(1016)	(1162)	(170)	188	441
表外融资	2276	4969	(996)	4972	1784	2029
直接融资	(5546)	(16327)	(6651)	5436	(1858)	(346)
其他融资	(789)	(2199)	(458)	21	(246)	(124)

资料来源：WIND、信达证券研发中心

1.2、居民信贷由正转负，企业信贷继续向好

整体来看，4月信贷投放走弱。2023年4月对实体经济发放的人民币贷款增加4431亿元，明显低于市场预期（万得一致预测1.14万亿元）和季节性（近三年同期均值约1.09万亿元），同比多增729亿元。分部门来看：

1) 居民端信贷再次转负，中长贷创历史新低：在连续两个月回暖后，4月居民贷款由正转负，减少2411亿元，同比多减241亿元。其中，①居民中长贷减少1156亿元，创有史以来最低水平，同比多减842亿元，或与4月份30大中城市商品房成交面积环比下行以及一季度居民提前还贷申请在4月份滞后反应有关；②居民短贷减少1255亿元，同比少减601亿元，表明当前消费复苏偏弱。

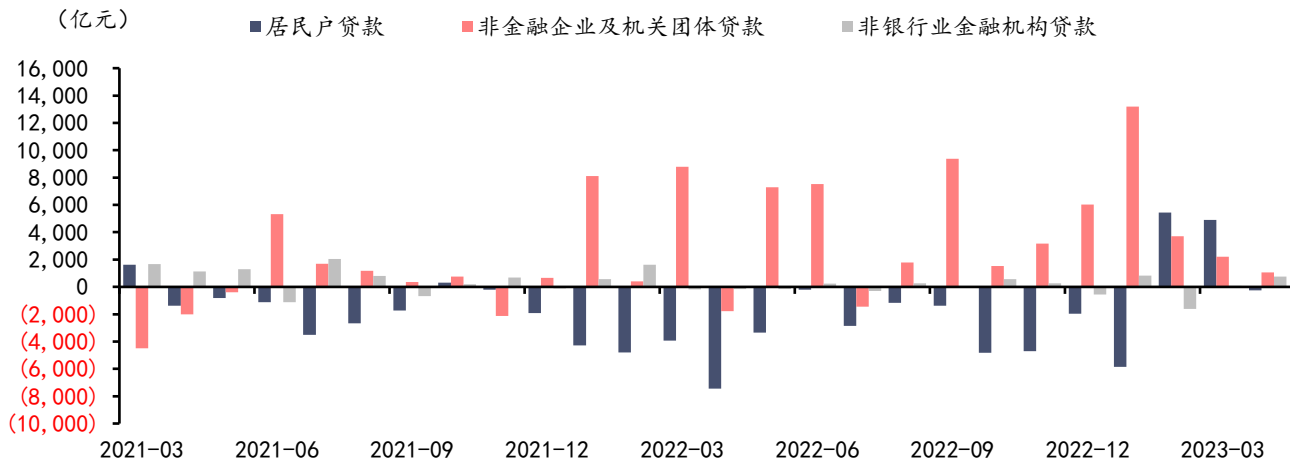
2) 企业端延续多增，中长贷仍为主力：4月企业贷款新增6839亿元，同比多增1055亿元。其中，①企业中长贷增加6699亿元，同比多增4017亿元，参考2023Q1金融机构贷款投向统计报告，或主要投向基建、制造业、服务业等领域；②企业短贷减少1099亿元，同比少减849亿元，基本符合季节性特征；③票据融资增加1280亿元，同比少增3868亿元，主要源于去年同期基数较高。

我们认为4月信贷走弱，除了季节性影响外，一方面或与今年财政和信贷投放明显前置有关，一季度开门红或一定程度上透支了信贷需求，而3月以来监管部门开始调控信贷节奏，要求总量适度、节奏平稳，因此信贷投放趋缓；另一方面，4月房地产市场景气度有所回落，30大中城市商品房成交面积环比下行，而且一季度居民提前还贷申请可能在4月滞后反应，或对居民中长贷形成冲击。当前的信贷需求短板主要在居民端，未来，经济复苏仍有赖于政策持续发力，提振居民信心。

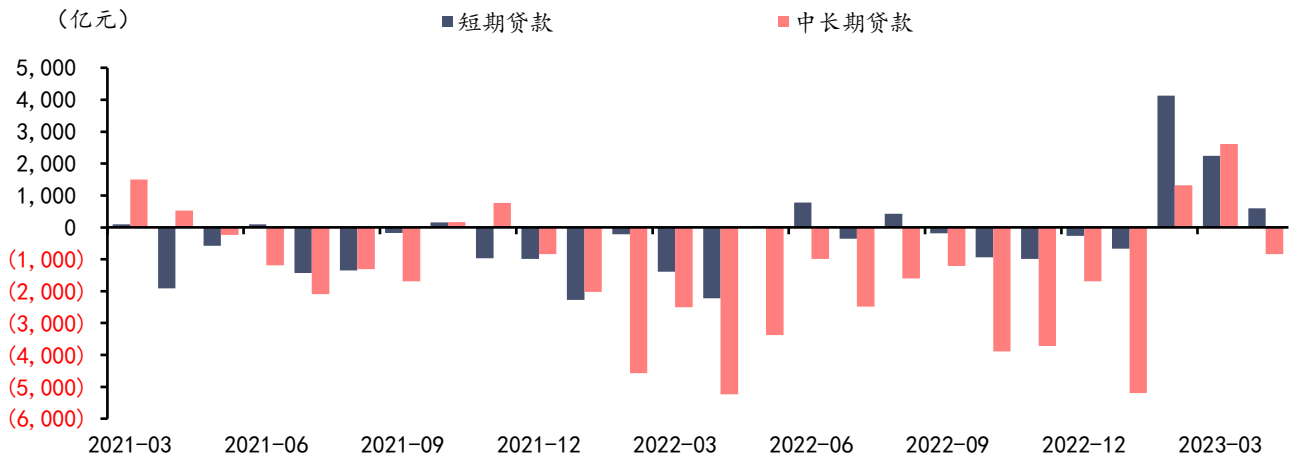
表 2：监管部门有关信贷投放节奏的表态

时间	部门	会议	相关内容
2023年3月3日	国新办	新闻发布会	货币信贷的总量要适度，节奏要平稳
2023年3月5日	人民银行	两会	不盲目追求信贷高增长
2023年4月7日	人民银行	一季度货币政策例会	保持信贷合理增长、节奏平稳

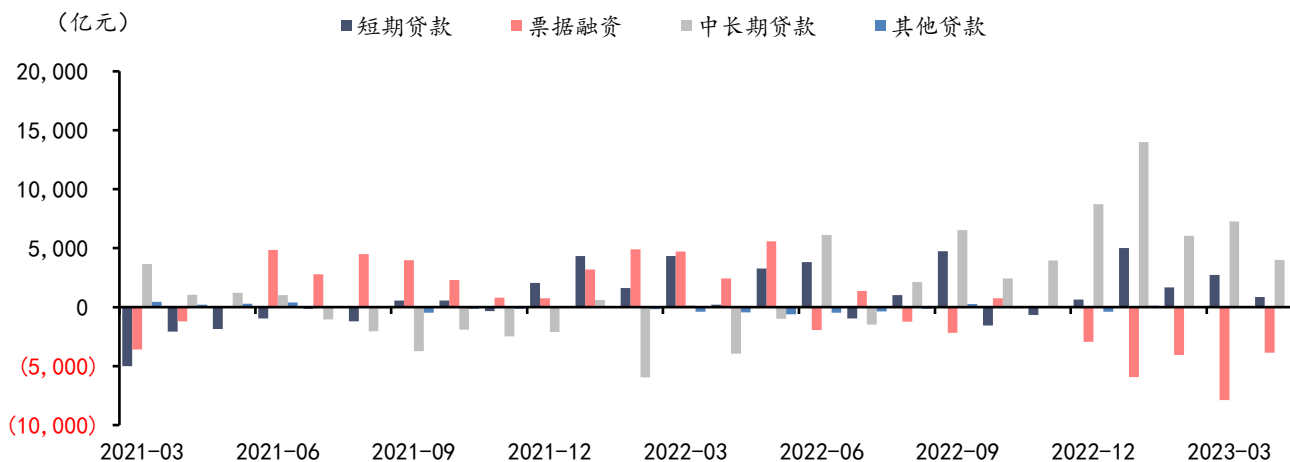
资料来源：国新办、人民银行、财联社、信达证券研发中心

图 3：信贷结构（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 4：信贷结构——居民端（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 5：信贷结构——非金融企业端（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

表 3：新增贷款结构

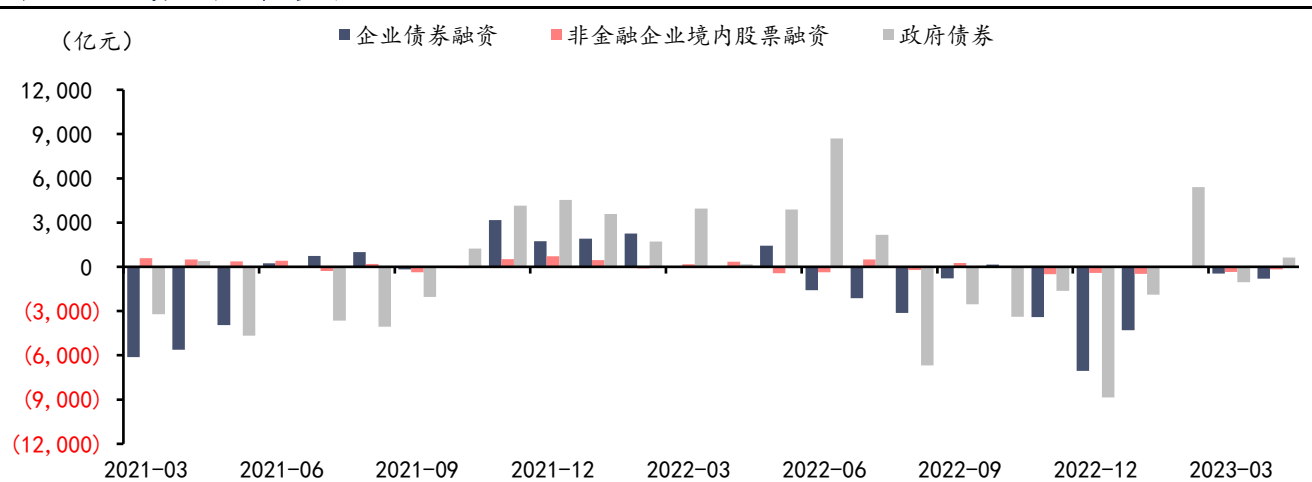
当月值 (亿元)	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04
居民户贷款	2627	1753	2572	2081	12447	(2411)
短期贷款	525	(113)	341	1218	6094	(1255)
中长期贷款	2103	1865	2231	863	6348	(1156)
非金融企业及机关团体贷款	8837	12637	46800	16100	27000	6839
短期贷款	(241)	(416)	15100	5785	10815	(1099)
票据融资	1549	1146	(4127)	(989)	(4687)	1280
中长期贷款	7367	12110	35000	11100	20700	6669
其他贷款	162	(203)	827	204	172	(11)
同比多增 (亿元)	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04
居民户贷款	(4710)	(1963)	(5858)	5450	4908	(241)
短期贷款	(992)	(270)	(665)	4129	2246	601
中长期贷款	(3718)	(1693)	(5193)	1322	2613	(842)
非金融企业及机关团体贷款	3158	6017	13200	3700	2200	1055
短期贷款	(651)	638	5000	1674	2726	849
票据融资	(56)	(2941)	(5915)	(4041)	(7874)	(3868)
中长期贷款	3950	8717	14000	6048	7252	4017
其他贷款	(85)	(397)	115	19	96	57

资料来源：WIND、信达证券研发中心

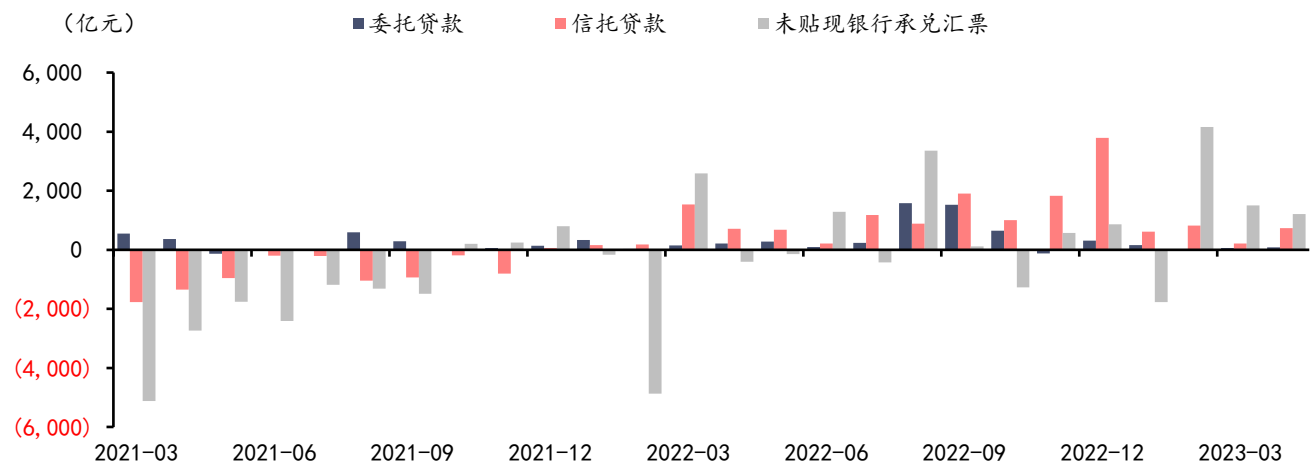
1.3、直接融资同比少增，表外融资贡献增量

4月直接融资同比少增346亿元，其中企业债同比少增809亿元，是本月社融的主要拖累项，或与低贷款利率环境下的替代效应有关；政府债券同比多增636亿元，前置发力仍是主基调。

4月表外融资同比少减2029亿元，其中未贴现银行承兑汇票同比少减1210亿元，连续3个月为社融同比贡献增量，或与今年银行以票据冲量的需求不大有关。委托贷款和信托贷款合计新增202亿元，规模较小，同比多增819亿元，非标压降压力较轻。

图 6：直接融资结构 (同比多增)


资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 7：表外融资结构（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

表 4：表外融资和直接融资结构

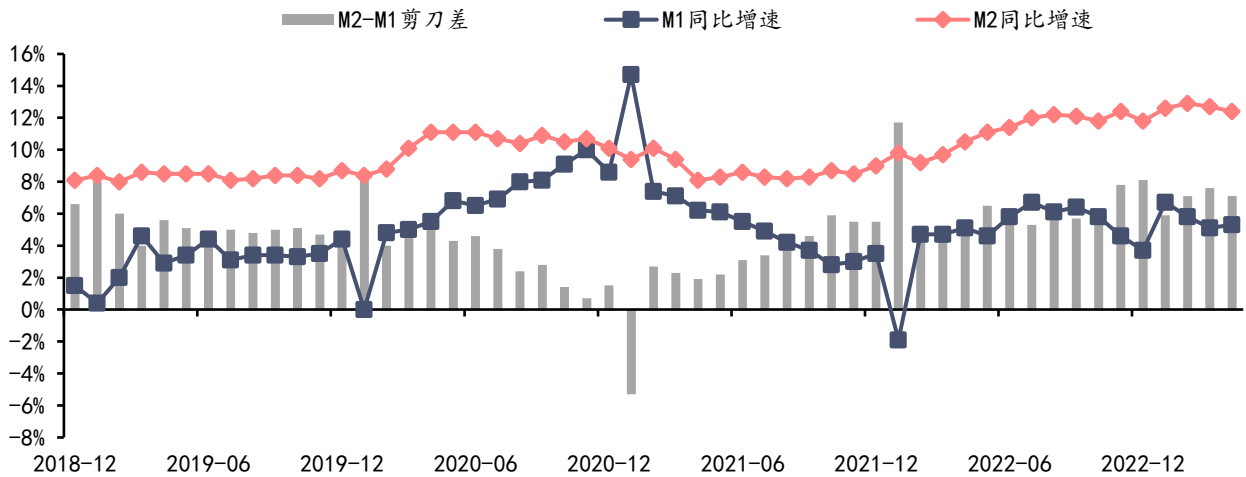
当月值（亿元）	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04
表外融资	(262)	(1419)	3485	(81)	1919	(1145)
委托贷款	(88)	(101)	584	(77)	174	83
信托贷款	(365)	(764)	(62)	66	(45)	119
未贴现银行承兑汇票	191	(554)	2963	(70)	1790	(1347)
直接融资	7912	(635)	6652	12353	9924	8384
企业债券融资	604	(4887)	1548	3644	3288	2843
非金融企业境内股票融资	788	1443	964	571	614	993
政府债券	6520	2809	4140	8138	6022	4548
同比多增（亿元）	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04
表外融资	2276	4969	(996)	4972	1784	2029
委托贷款	(123)	315	156	(3)	67	85
信托贷款	1825	3789	618	817	214	734
未贴现银行承兑汇票	574	865	(1770)	4158	1503	1210
直接融资	(5546)	(16327)	(6651)	5436	(1858)	(346)
企业债券融资	(3402)	(7054)	(4290)	34	(462)	(809)
非金融企业境内股票融资	(506)	(408)	(475)	(14)	(344)	(173)
政府债券	(1638)	(8865)	(1886)	5416	(1052)	636

资料来源：WIND、信达证券研发中心

1.4、居民存款同比多减，M2-M1 剪刀差收窄

4 月末，人民币存款余额同比增长 12.4%，增速较上月小幅回落 0.3pct，继续保持较高水平。值得注意的是，4 月住户存款减少 1.2 万亿元，同比多减 4968 亿元，或与消费、资本和理财市场回暖以及提前还贷相关。

4 月末，M1 同比增长 5.3%，增速较上月末上升 0.2pct；M2 同比增长 12.4%，增速较上月末下降 0.3pct；M2-M1 剪刀差 7.1%，较上月末收窄 0.5pct，反应实体经济活跃度和资金活化程度有所提升。

图 8：M1 和 M2 同比增速


资料来源：WIND、信达证券研发中心

二、投资建议：关注信贷复苏进程，看好银行股表现

关注信贷复苏进程。4月社融和信贷均同比多增，但明显低于市场预期和季节性，我们预计是受信贷前置发力后放缓、楼市销售转弱、提前还贷等因素影响所致，经济内生动能较弱。我们认为经济持续复苏有赖于信贷稳健增长，目前信贷投放呈现出“对公强、零售弱”的格局，较为依赖政策驱动，市场信心仍有待提振，政策仍需发力。

银行有望在政策面+基本面+资金面共振下进行估值修复。我们认为，当前银行所处政策环境较为友好。据 21 财经报道，近日商业银行被要求控制协定存款及通知存款利率上限，有助于负债成本下行，缓解息差压力。未来随着经济复苏、消费回暖，银行盈利能力和风险水平有望逐步向好。此外，正如我们在深度报告《什么是中国特色估值体系？》中所述，银行高股息、低估值特征鲜明，有望受到养老金等长线资金青睐，而且中国特色估值体系的建设有望促进公司价值创造及投资者价值发现，有助于提振其估值水平。短期部分银行股涨幅较大，需关注调整风险，长期仍建议关注以下三条投资主线：

一是基本面稳健、低估值、高股息且有望率先受益于中国特色估值体系建设的国有大行；

二是有望享受区域红利的优质个股，如宁波银行、常熟银行、成都银行、杭州银行；

三是基本面扎实且有望更加受益于消费复苏的龙头标的，如招商银行、平安银行。

三、风险因素

宏观经济超预期下行；政策出台不及预期；风险集中爆发

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券，四年工作经验。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

机构销售联系

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。