

金融数据显示经济动能环比走弱，但无需过度悲观

2023年4月金融数据点评

报告摘要

4月社会融资规模增量为1.22万亿元，预期1.72万亿元，前值5.38万亿元。结构上，4月社融中的新增人民币贷款仅为4431亿元，同比多增约800亿元，同比多增幅度较3月的7200亿元大幅放缓。4月以来，货币市场短端利率基本低位运行，1年期AAA同业存单利率出现明显下行，与MLF利率的偏离幅度加大，反映银行间流动性处于偏松格局，同时各级信用利差保持相对稳定，综合来看，信贷和债券融资的走弱或更多反映融资需求不足。长端收益率近期明显下行显示债市投资者对经济复苏前景预期不佳。

4月金融机构口径的新增人民币贷款7188亿元，预期1.13万亿元，前值3.89万亿元。4月贷款余额同比11.8%，与前值持平，仍处于近18个月的高点。分融资部门看，4月居民户短期和中长期贷款均负增长，其中中长期贷款-1156亿元为历史最低值，同比少增约840亿元，显示地产销售的恢复并不稳固，这与高频数据反映的4月以来楼市销售数据环比走弱相吻合。4月企业部门的短期贷款负增长，但主要是季节性回落，中长期贷款增长6669亿元，规模并不算低，且同比多增超4000亿元。数据显示企业融资相对居民更具韧性，这或是受到了居民部门杠杆率处于高位的限制。

4月M2同比增长12.4%，预期12.6%，前值12.7%。存款结构中，居民存款大幅下降1.2万亿元，企业存款增长1408亿元，而此前两年同期的企业存款均减少，结合五一期间各地旅游出行与消费的火热，或显示居民消费倾向有所恢复，推动居民存款向消费和企业存款转化。4月M1同比5.3%，前值5.1%，M1-M2剪刀差从上月的-7.6%回升至-7.1%，显示经济活性边际改善。

总体而言，综合4月的PMI、通胀、进出口以及金融数据来看，4月经济动能边际转弱，反映出的主要问题依然在于内需不旺。从金融数据来看，社融和信贷规模环比出现明显回落，但同比依然多增，且从几项主要的增速指标来看，均维持在较高水平，无需太过悲观。我们认为，一季度经济存在报复性消费等阶段性刺激因素，在实现超预期表现后，经济动能环比出现一定的走弱是合理的，无需做过多的线性外推。虽然经济复苏的不确定性客观存在，复苏过程可能存在波折，但我们依然强调应对经济复苏保持信心与耐心，在低基数效应下，二季度GDP同比有望回升至7%以上。

主要数据

上证指数	3309.5512
沪深300	3990.6637
深证成指	11142.5252

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

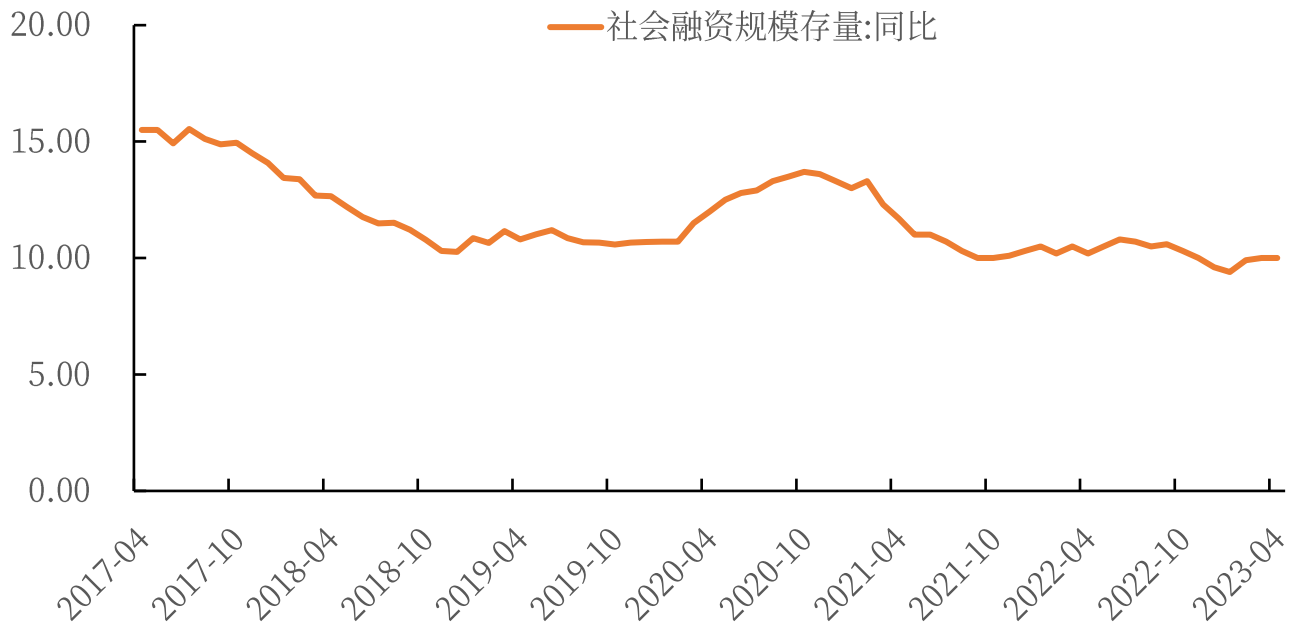
相关研究报告

出口延续同比高增，为经济复苏提供有力支撑 —2023-05-10
金融市场分析周报 —2023-05-09
流动性有望逐步由内松外紧转为内外皆松 —2023-05-08

一、融资需求不足致 4 月社融增量低于预期

4 月社会融资规模增量为 1.22 万亿元，预期 1.72 万亿元，前值 5.38 万亿元。虽然 4 月社融规模环比大幅回落且不及预期，但同比依然多增近 2900 亿元，同时社融存量同比增速与前值持平于 10%，仍处于近半年高点，对后续经济复苏能够继续发挥带动作用。从社融结构上看，4 月社融中的新增人民币贷款仅为 4431 亿元，同比多增约 800 亿元，同比多增幅度较 3 月的 7200 亿元大幅放缓。4 月新增委托贷款、信托贷款与未贴现银行承兑汇票总体同比多增约 2000 亿元。4 月政府债券同比多增超 600 亿元，前四月累计超去年同期约 3100 亿元，继续体现财政发力，对基建投资仍有支撑。4 月企业债券融资同比少增约 800 亿元，非金融企业境内股票融资同比少增约 170 亿元，两项直接融资成为社融的主要拖累。4 月以来，货币市场短端利率基本低位运行，1 年期 AAA 同业存单利率出现明显下行，与 MLF 利率的偏离幅度加大，反映银行间流动性处于偏松格局，同时各级信用利差保持相对稳定，综合来看，信贷和债券融资的走弱或更多反映融资需求不足。长端收益率近期明显下行显示债市投资者对经济复苏前景预期不佳。

图1 社融存量增速持平 (%)



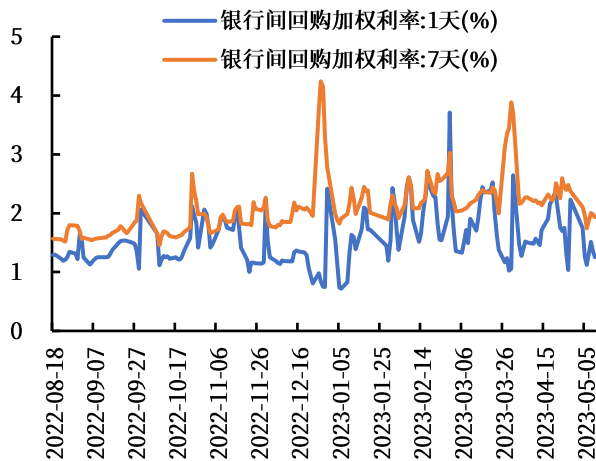
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 近 12 个月各月新增社融分项同比变化 (亿元)

项目	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
总	2,873.00	7,235.00	19,390.00	-1,893.00	-10,522.00	-6,146.00	-7,042.00	6,385.00	-5,181.00	-2,967.00	14,909.00	8,893.00
表内												
新增人民币贷款	815.00	7,211.00	9,100.00	7,326.00	4,951.00	-1,573.00	-3,321.00	7,931.00	681.00	-4,303.00	7,358.00	3,936.00
新增外币贷款	441.00	188.00	-170.00	-1,162.00	-1,016.00	-514.00	-691.00	-694.00	-1,173.00	-1,059.00	-92.00	-247.00
表外												
新增委托贷款	85.00	67.00	3.00	156.00	315.00	-123.00	643.00	1,530.00	1,578.00	240.00	94.00	276.00
新增信托贷款	784.00	214.00	817.00	618.00	3,789.00	1,825.00	1,000.00	1,907.00	890.00	1,173.00	218.00	676.00
新增未贴现银行承兑汇票	1,210.00	1,503.00	4,158.00	-1,770.00	865.00	574.00	-1,270.00	118.00	3,359.00	-428.00	1,287.00	-142.00
直接												
企业债券融资	-809.00	-462.00	34.00	-1,290.00	-7,054.00	-1,402.00	152.00	-792.00	-3,137.00	-2,131.00	-1,581.00	1,443.00
非金融企业境内股票融资	-73.00	-344.00	-14.00	-475.00	-408.00	-506.00	-58.00	250.00	-227.00	499.00	-367.00	-425.00
其他												
政府债券	686.00	-1,052.00	5,416.00	-1,886.00	-8,865.00	-1,638.00	-3,376.00	-2,533.00	-6,693.00	2,178.00	8,708.00	3,881.00

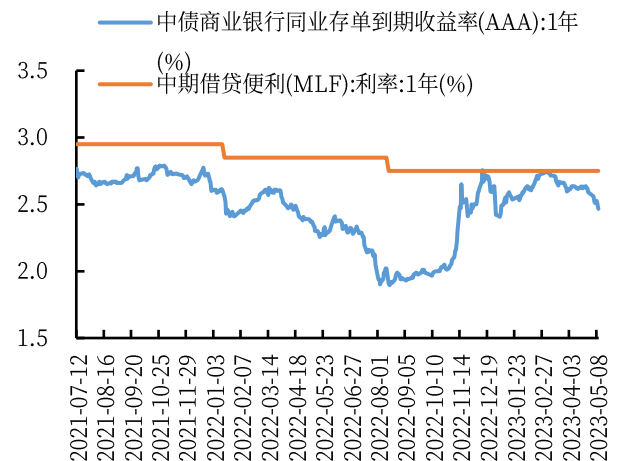
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 短期银行间回购加权利率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 MLF 与银行同业存单收益率走势 (%)



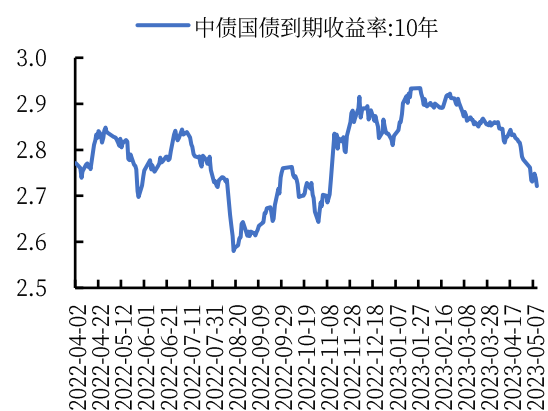
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 3年期信用利差走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 长端国债收益率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

二、4月新增信贷不及预期, 主因房地产恢复转弱

4月金融机构口径的新增人民币贷款7188亿元，预期1.13万亿元，前值3.89万亿元。4月贷款余额同比11.8%，与前值持平，仍处于近18个月的高点。4月新增贷款同比多增700余亿元，其中短期和票据融资同比少增约2400亿元，中长期贷款同比多增近3200亿元，对经济指示意义更强的中长期贷款维持多增，但多增幅度较前几月有明显放缓，反映信用扩张有所走弱，不利于后续经济复苏动能的释放。分融资部门看，4月居民户短期和中长期贷款均负增长，但短期贷款同比多增约600亿元，而中长期贷款-1156亿元为历史最低值，同比少增约840亿元，显示地产销售的恢复并不稳固，这与高频数据反映的4月以来楼市销售数据环比走弱相吻合。4月企业部门的短期贷款负增长，但主要是季节性回落，同比增长了800多亿元，中长期贷款增长6669亿元，规模并不算低，且同比多增超4000亿元。数据显示企业融资相对居民更具韧性，这或是受到了居民部门杠杆率处于高位的限制，政策在改善居民收入和未来预期方面需要进一步发力，房地产销售转弱之下，各地因城施策的调控政策预计将继续延续放松格局。

图7 近12个月各月新增信贷分项同比变化（亿元）

	项目	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
总	新增人民币贷款	734.00	7600	5800	9200	2700	-600	-2110	8100	300	-4010	6900	3900
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	-2418.13	2902	1762	-580	2573	-699	-748	2880	232	42	2645.87	8911
	新增人民币贷款:中长期	3174.72	9865	7370	8807	7024	232	-456	5229	537	-966	5140.72	4356
居民	新增人民币贷款:居民户	-241.00	4908	5450	-5858	-963	-4710	-4827	-3383	-1175	-3842	-203	-3344
	新增人民币贷款:居民户:短期	600.87	2246	4129	-565	-270	-992	-938	-181	426	-354	781.87	34
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-842.28	2613	1322	-5193	-693	-3718	-3889	-2111	-601	-488	-989.28	-379
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	1,055.00	2200	3700	13200	6017	3158	1525	9370	1787	-457	7525	7243
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	849	2726	1574	5000	638	-651	-555	4741	1028	-969	3815	3286
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	4017	7252	6048	14000	8717	3950	2433	6540	2138	-478	6130	-977
	新增人民币贷款:票据融资	-3,868.00	-874	-4041	-5915	-2941	-56	745	-2180	-222	1365	-1951	5591

资料来源: wind, 中航证券研究所

三、M2与M1剪刀差回升，经济活性边际改善

4月M2同比增长12.4%，预期12.6%，前值12.7%。存款结构中，居民存款大幅下降1.2万亿元，企业存款增长1408亿元，而此前两年同期的企业存款均减少，结合五一期间各地旅游出行与消费的火热，或显示居民消费倾向有所恢复，推动居民存款向消费和企业存款转化。而五一期间表现出的消费热情是报复性的、阶段性的，是否具有趋势性和持续性，仍需进一步观察，我们倾向于认为消费的复苏能够具有持续性。4月M1同比5.3%，前值5.1%，M1-M2剪刀差从上月的-7.6%回升至-7.1%，显示经济活性边际改善。

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及/或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637