

新增融资过山车，居民信贷骤减

——4月金融数据点评

相关研究：

- 《社融大幅超预期，信贷结构改善明显》 2022.10.12
- 《M2-M1剪刀差有望收窄》 2023.01.12
- 《信贷开门红，结构仍存忧》 2023.02.14
- 《总量和结构持续改善》 2023.04.17

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel：021-50295325

Email：hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

4月新增社会融资规模1.22万亿，前值5.38万亿；新增人民币贷款7188亿，前值3.89万亿；M2同比增速为12.4%，前值12.7%。M1同比增速为5.3%，前值5.1%。

□ 新增社融滑坡，政府融资仍强

4月社融口径下新增人民币贷款录得4431亿元、新增委托贷款83亿元、新增信托贷款119亿元、新增政府债券4548亿元。其中，我们总归出三个特征：（1）人民币贷款虽然同比去年多增815亿元，但由于去年比较特殊，对比2021年同期少增8409亿元；（2）政府债券融资反季节性多增，同比去年增加636亿元，同期前年增加809亿元；（3）表外融资持续改善。新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比多增85亿元、734亿元和1210亿元。我们认为当前经济正在弱复苏，信贷需求起伏，表明内生性增长动能仍有待加强，同时政府债券的大幅增加也表明在需求提振不显著的背景下，依靠基建加码的诉求仍较强烈。

□ 居民信贷大幅减少或指向提前还贷

4月居民部门新增人民币贷款-2411亿元，企业部门新增人民币贷款6839亿元。居民新增短期信贷-1255亿元，新增中长期信贷-1156亿元，同比分别少增3095亿元和2203亿元，较2020年同期分别少增1620亿元和6074亿元。居民中长期信贷的大幅萎缩或指向提前还房贷的行为。在现在面临资产荒的环境下，负债端的房贷利率和资产端的理财利率出现倒挂，导致居民有较强的提前还贷的意愿。居民的信贷数据与商品房成交数据相互印证，3月商品房销售数据好转与3月居民中长期贷款改善相匹配，而伴随4月商品房销售的边际转弱，居民中长期信贷结构也开始恶化。

□ 货币供应量持续高增

4月虽然M2-M1剪刀差有所回落，但M1同比增速仍然较低，且M2增速依然在高位运行背后反应了资金活性不足的问题，在经济内生动能较强的时候，M1增速通常会比较高，因为企业会预留较多的活期资金用于资本开支，货币的流动和周转比较顺畅。而M2的增速较高意味着资金活性降低，贷款派生存款，而存款更多的以定期储蓄的形势塌在银行账上。结果就是当前货币供应量充足，但对实体经济的传导有限。

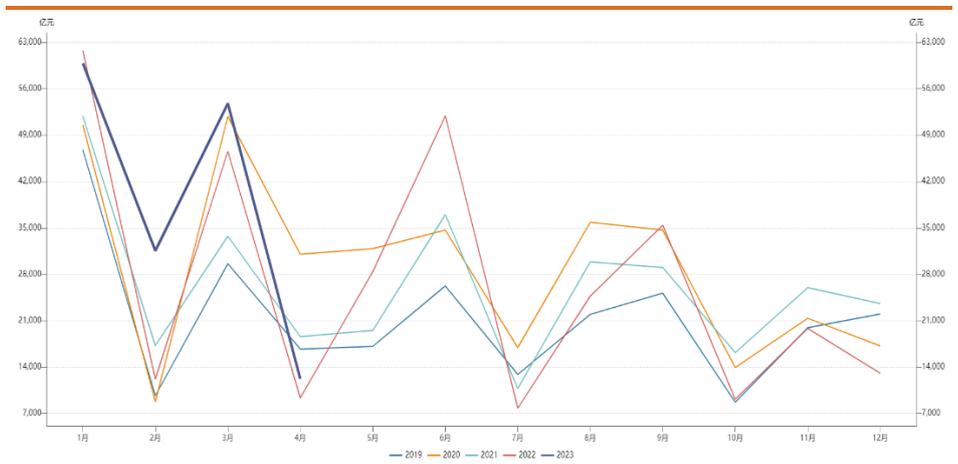
□ 风险提示

经济内生动能不及预期；房地产修复不及预期。

1 新增社融滑坡，政府融资仍强

4月新增社会融资规模录得1.22万亿，大幅低于上月5.38万亿，也低于市场预期1.72万亿。虽然存在季节性因素的扰动，4月是社融的小月，但绝对数上仍然超预期下行。对比今年一季度的强劲的社融表现，前三个月新增社融规模分别达到5.99万亿、3.16万亿和5.38万亿，均位于历史同期高位。但在二季度伊始，当月新增社融量骤降，位于近五年第二低位，仅高于去年，而去年的低社融是因为去年二季度我国受防疫封控的影响，经济处于半停滞状态。因此，本月的金融数据值得引起重视。

图1 社融规模月度同期比较（亿元）



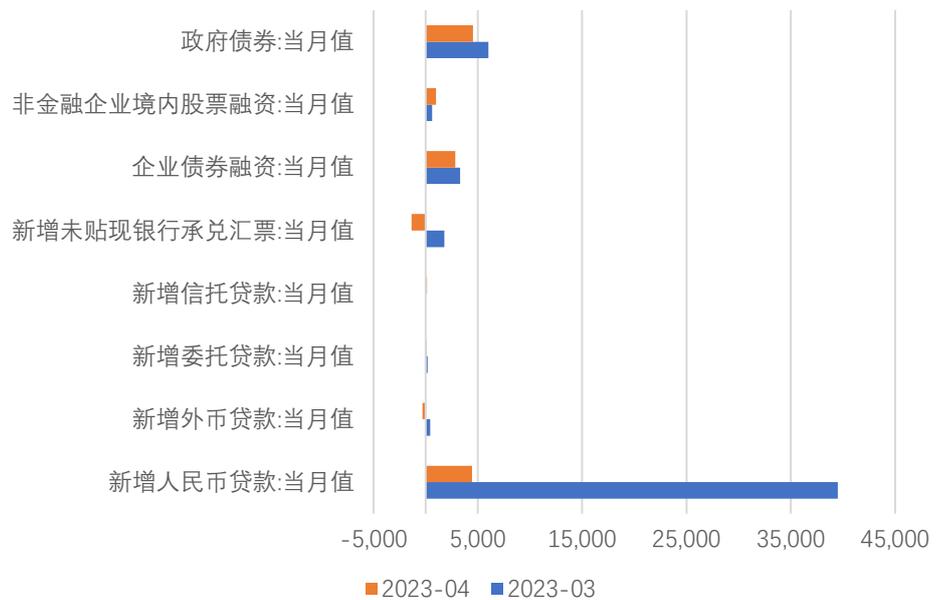
资料来源：Wind、湘财证券研究所

结构上，4月社融口径下新增人民币贷款录得4431亿元、新增委托贷款83亿元、新增信托贷款119亿元、新增未贴现银行承兑汇票-1347亿元、新增企业债券2843亿元、新增非金融企业境内股票融资993亿元、新增政府债券4548亿元。其中，我们总归出三个特征：（1）人民币贷款虽然同比去年多增815亿元，但由于去年比较特殊，对比2021年同期少增8409亿元；（2）政府债券融资反季节性多增，同比去年增加636亿元，同期前年增加809亿元；（3）表外融资持续改善。新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比多增85亿元、734亿元和1210亿元。由此，我们认为当前经济正在弱复苏，信贷需求起起伏伏，表明内生性增长动能仍有待加强，同时政府债券的大幅增加也表明在需求提振不显著的背景下，依靠基建加码的诉求仍较强烈。

表 1 社融分项同比 (亿元)

	中国:社会 融资规模: 新增人民 币贷款:当 月值	中国:社会 融资规模: 新增外币 贷款:当 月值	中国:社会 融资规模: 新增委托 贷款:当 月值	中国:社会 融资规模: 新增信托 贷款:当 月值	中国:社会 融资规模: 新增未贴 现银行承 兑汇票:当 月值	中国:社会 融资规模: 企业债券 融资:当 月值	中国:社会 融资规模: 非金融企 业境内股 票融资:当 月值	中国:社会 融资规模: 政府债券: 当月值
本月 (2023-4)	4,431.0000	-319.0000	83.0000	119.0000	-1,347.0000	2,843.0000	993.0000	4,548.0000
去年同比	815.0000	441.0000	85.0000	734.0000	1,210.0000	-809.0000	-173.0000	636.0000
前年同比	-8,409.0000	-47.0000	296.0000	1,447.0000	805.0000	-781.0000	179.0000	809.0000

资料来源: Wind、湘财证券研究所

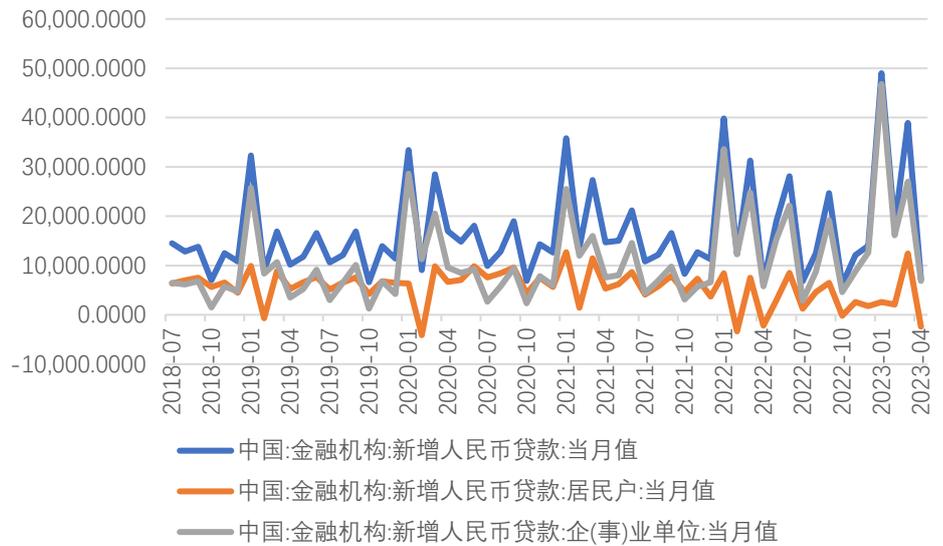
图 2 社融分项环比 (亿元)


资料来源: Wind、湘财证券研究所

2 居民信贷大幅减少或指向提前还贷

4 月金融机构新增人民币贷款为 7188 亿元, 同样排在近五年到倒数第二的位置。其中居民部门新增人民币贷款-2411 亿元, 企业部门新增人民币贷款 6839 亿元。

图3 新增人民币贷款结构改善 (亿元)

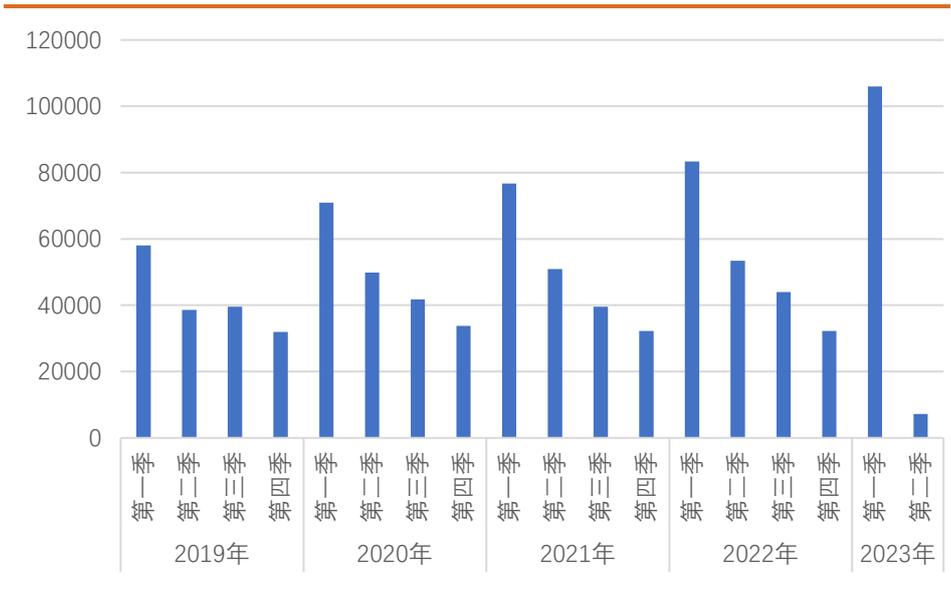


资料来源：Wind、湘财证券研究所

从4月的信贷数据，我们需要厘清两个问题。

第一，信贷需求为何从上月超预期的强突然转为本月超预期的弱？我们认为一方面是因为一季度银行有“开门红”的放贷压力，信贷投放明显前置，这一趋势在近年来得到加强。例如2019年一季度新增人民币信贷5.81万亿元，占当年信贷总规模34.5%，2020年一季度新增人民币信贷7.10万亿元，占当年信贷总规模36.1%，2021年一季度新增人民币信贷7.67万亿元，占当年信贷总规模38.5%，2022年一季度新增人民币信贷8.34万亿元，占当年信贷总规模39.1%。如果这一趋势在今年得到延续，可能会透支银行的信贷投放，导致二季度整体融资需求会偏弱。另一方面，伴随资本市场的完善，企业的信贷融资需求或分流其他渠道，如股权、债权等直接融资渠道。例如过去的融资大户房地产行业在“三支箭”出台后面临更多的融资选择。此外，一季度较高的经济增速也降低了进一步释放信贷的必要性。

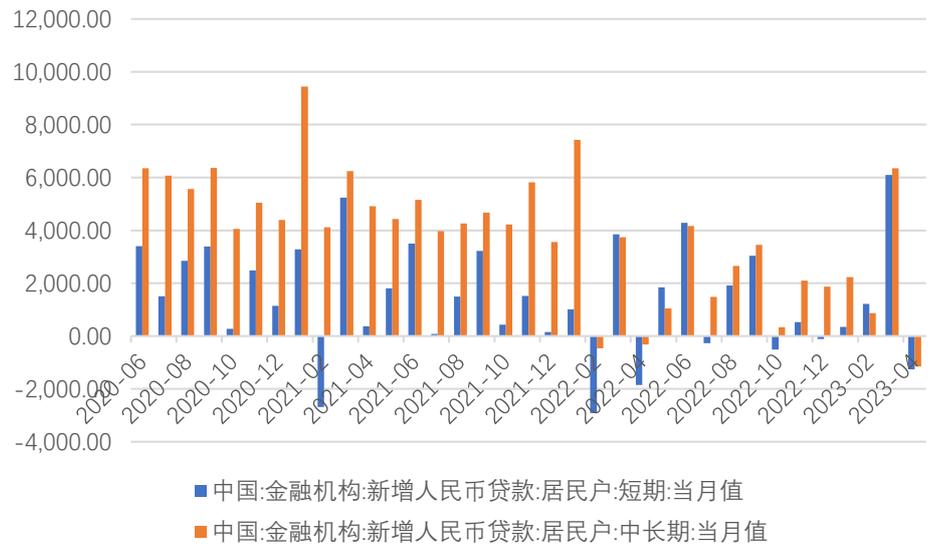
图 4 信贷投放节奏按季度统计 (亿元)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

第二，居民信贷需求为何急转直下？3月居民信贷刚刚有所改善，4月突然大幅恶化，当月录得-2411亿元，甚至低于去年同期水平。虽然居民信贷在季初常出现季节性走弱，但本月降幅之大超出预期。居民新增短期信贷-1255亿元，新增中长期信贷-1156亿元，同比分别少增3095亿元和2203亿元，较2020年同期分别少增1620亿元和6074亿元。居民中长期信贷的大幅萎缩或指向提前还房贷的行为。在现在面临资产荒的环境下，负债端的房贷利率和资产端的理财利率出现倒挂，导致居民有较强的提前还贷的意愿。居民的信贷数据与商品房成交数据相互印证，3月商品房销售数据好转与3月居民中长期贷款改善相匹配，而伴随4月商品房销售的边际转弱，居民中长期信贷结构也开始恶化。

图 5 信贷投放节奏按季度统计 (亿元)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

3 货币供应量持续高增

4 月 M1 同比增速录得 5.3%，较前值上升 0.2 个百分点；M2 同比增速录得 12.4%，较前值回落 0.3 个百分点。整体看，虽然 M2-M1 剪刀差有所回落，但 M1 同比增速仍然较低，且 M2 增速依然在高位运行。

图 6 M1、M2 同比走势 (%)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

背后反映了资金活性不足的问题，在经济内生动能较强的时候，M1 增速通常会比较高，因为企业会预留较多的活期资金用于资本开支，货币的流动和周转比较顺畅。而 M2 的增速较高意味着资金活性降低，贷款派生存款，而存款更多的以定期储蓄的形势塌在银行账上。结果就是当前货币供应量充足，但对实体经济的传导有限。

4 风险提示

经济内生动能不及预期；房地产修复不及预期。

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。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、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。