

行业研究

4月社融增速大幅回落意味着什么？

——2021年4月份金融数据点评

银行业 买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

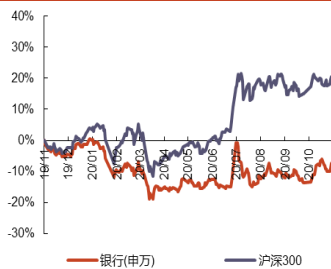
wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56513030

liujie9@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

要点

事件：

2021年5月12日，央行公布了4月份的金融统计数据：

- (1) M2 同比增长 8.1%，增速较 3 月回落 1.3 个百分点；
- (2) M1 同比增长 6.2%，增速较 3 月回落 0.9 个百分点；
- (3) 新增人民币贷款 1.47 万亿，同比少增 2293 亿；
- (4) 社会融资规模新增 1.85 万亿，同比少增 1.25 万亿，社融增速回落至 11.7%。

点评：

一、4月份新增贷款规模符合市场预期，对公中长期贷款保持高景气度，信贷投放的“南北分化”应予以关注

2021年4月新增信贷1.47万亿，同比少增2293亿，符合市场预期。从总量上看，4月份信贷投放的回落主要有三方面因素：

(1) **季节性因素**。一般而言，银行在Q1开门红时点信贷投放规模较大，而4月份信贷投放往往会出现季节性回落。

(2) **去年高基数**。去年为支持抗疫和企业复工复产，信贷基数较高，2020年4月份新增信贷1.7万亿，明显高于历史同期水平，今年4月份的回落也属正常。

(3) **狭义信贷额度管控仍在发挥作用**。今年以来，大型银行和全国性股份制银行受央行狭义信贷额度管控较为严格，4月中上旬信贷投放回落幅度较大，在月末则集中冲量。

从信贷结构看，4月份信贷投放主要呈现如下特点：

一是对公短贷增长较弱。4月份新增对公短贷-2147亿，同比多减2085亿，增长较弱，且对公短贷+票据融资+未贴现票据合计新增规模较去年同期回落6013亿。这一方面，显示出企业短期融资需求并不强，这也可能与信贷投放的南北分化有关，南方经济景气度恢复较高，而北方地区信用供给明显缩量，信用违约风险加大。另一方面，也与去年疫情期间套利虚增的短贷退出有关。

二是对公中长期贷款持续保持较高景气度，4月份新增6605亿，同比多增1058亿，占比为45%，较去年同期提升13%，显示出企业资本开支类支出景气度依然较高，这也与4月份PMI录得51.1相呼应。不过高频数据显示，4月份高炉开工率进一步降至60%左右，汽车轮胎开工率也出现一定下滑，这可能与环保限产政策有关。总体来看，宏观经济仍处于扩张区间，但各地环保限产政策趋严，库存持续去化，供需缺口加大也会加剧通胀压力，需关注后续供给收缩对融资需求的影响。

三是按揭贷款韧性较强。4月份居民中长期贷款新增4918亿，同比多增529亿，占全部新增贷款比重为33.4%，较去年同期提升7.6个百分点，显示出住房按揭贷款韧性较强。居民短贷新增365亿，同比少增1915亿，但1-4月份累计新增6194亿，同比多增4423亿，考虑到去年受疫情影响，2020年1-2月份居民短贷录得-5653亿，自3月份开始恢复。因此，今年4月份居民短贷同比减弱，一定程度上受到了去年疫情缓解后的高基数效应影响，预估消费贷和信用卡表现稳定，但个人经营贷可能较明显受到防止经营贷流入楼市的政策影响。

四是票据融资有所恢复。票据融资新增 2711 亿，同比少增 1199 亿，但一改 Q1 连续 3 个月份的负增长态势。事实上，4 月份国股银票转贴利率仍在持续下行，票据贴现承兑比为 63.7%，较 3 月末下降 3.3 个百分点，但明显高于 1-2 月份水平。这显示出，在 4 月份信贷投放季节性回落的同时，银行收票需求有所加大，但票源供给不足，造成了票据利率的持续下行。

表 1: 2021 年 4 月份新增信贷规模与结构 (亿元)

	当月新增	环比变动	同比变动
新增贷款	14700	-12600	-2293
票据融资	2711	4236	-1199
居民短贷	365	-4877	-1915
居民中长期贷款	4918	-1321	529
非金融企业短贷	-2147	-5895	-2085
非金融企业中长期贷款	6605	-6695	1058
非银贷款	1532	1802	1128

资料来源: Wind, 光大证券研究所

从区域上看，今年银行在年初资产负债规划安排时，对北方地区的信贷额度配置有所缩量，信贷资源有进一步“南下”之势，并较为集中于长三角、珠三角等地区，东北、环京和部分中西部地区信贷资源面临进一步流失局面。这样一来，不仅加剧了南方地区银行的竞争压力，而且信贷资源分化不均，也会造成北方地区经济增长与金融发展陷入负向循环，从而加剧区域性金融风险压力。

针对信贷投放区域分化加大问题，今年 3 月份，央行召开全国 24 家主要银行信贷结构优化调整座谈会，提出信贷结构的“稳、进、改”三字方针，其中“改”是因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

在一季度金融数据新闻发布会上，央行就如何平衡对经济困难省份信用风险防控和增加信贷方面的关系，提出了相关政策引导，重点是通过区分考核指标、经济资本、内部资金转移价格等针对性措施，合理增加对贷款和社融增长缓慢省份的信贷投入，鼓励全国性银行发挥自身规模和管理优势，加大信贷投放。**我们预计，后续监管部门将会加强政策引导，不排除通过放松狭义信贷额度等措施，引导政策性银行和全国性银行发挥“头雁效应”，稳定对北方地区的信贷投放。**

二、社融增速大幅下滑，若表外融资继续萎缩，表内融资需发力承接

4 月份新增社融 1.85 万亿，同比少增 1.25 万亿。社融存量同比增速为 11.7%，较 3 月份回落 0.6 个百分点。从结构上看，造成社融增速出现大幅下滑的主要原因有三：

(1) **未贴现票据缩量，票源供给减少。**4 月份未贴现票据新增-2152 亿，同比多减 2792 亿。如前所述，4 月份票据贴现承兑比依然维持了 63.7%的水平，即去年疫情期间，在利率处于较低水平时，企业开票量较大，且其中 1Y 期票据在今年 4 月份集中到期，使得存量票据消耗较大，票据供给不足。

(2) **企业债融资受到较大挤压。**4 月份企业债新增 3509 亿，同比少增 5728 亿，这一情况与今年 3 月份情况较为类似，主要与去年疫情期间信用债增长较快及其形成的资金套利有关。2020 年 3-4 月份企业债单月新增均超过 9000 亿，其中中票+短融占比约 60%。而随着这部分虚增债券的退出，加之去年四季度以来，部分省份和企业信用违约风险的加大，导致今年企业债发行力度明显弱于去年。

(3) 非标融资延续压降态势。委托+信托贷款新增 1541 亿，同比少增 985 亿，显示出非标压降仍在延续。今年监管部门已明确要求融资类信托再压降 1 万亿，加之资管回表需求，预计后续非标融资仍延续压降态势。

表 2: 2021 年 4 月份社融总量与结构 (亿元)

	当月新增	环比变动	同比变动
新增社会融资规模	18500	-14916	-12527
人民币贷款	12800	-14711	-3439
外币贷款	-272	-554	-1182
委托贷款	-213	-171	366
信托贷款	-1328	463	-1351
未贴现票据	-2152	144	-2729
企业债券融资	3509	4	-5728
非金融企业股票融资	814	31	499
政府债券融资	3739	608	382

资料来源: Wind, 光大证券研究所

整体而言，社融增速自 2020 年 11 月份见顶后，近几个月总体回落。**需要强调的是，影子银行持续压降、弱资质主体和高风险地区企业债融资力度减弱，以及政府债券发行的滞后，使得社融增速或将继续承压下行，信用体系面临进一步收缩压力，未来不排除通过信贷多增补位社融缺口。**

三、M2 同比增速大幅回落，一般存款与同业负债“跷跷板效应”仍在延续

4 月份 M2 同比增长 8.1%，较 3 月份下滑 0.7 个百分点。从信用派生渠道来看，造成 M2 下滑的主要原因，除信贷投放季节性回落，也与非标融资延续压降、企业债发行力度减弱，以及财政存款增长较大有关。

其中，对于财政存款而言，4 月份本为缴税大月，但去年受疫情影响，政府部门出台减税政策并加大财政支出力度，使得 2020 年 4 月份财政存款仅新增 529 亿。而今年 4 月份新增规模为 5777 亿，与 2016-2019 年同期财政存款的增幅基本匹配，同比多增 5248 亿，对 M2 形成约 0.3% 的拖累，也预示着我国财政政策已逐步回归常态化，并形成正常的财政收支吞吐。

表 3: 2021 年 4 月份存款增长情况 (亿元)

	当月新增	环比变动	同比变动
存款	-7252	-43552	-19952
居民存款	-15700	-35100	-7704
企业存款	-3556	-20846	-15256
财政存款	5777	10631	5248
非银存款	5268	8548	-3303

资料来源: Wind, 光大证券研究所

从存款增长情况看，一般存款与同业负债的“跷跷板效应”较为明显：

(1) 一般存款增长较为乏力。4 月份对公+零售存款合计新增-1.92 万亿，同比多减 2.3 万亿。事实上，3 月末银行所冲的存款缺乏稳定性，在跨季后即出现大量流失，部分国股银行一般存款较年初再度出现负增长。

(2) 非银存款高增。4 月份非银存款新增 5268 亿，同比少增 3303 亿，但 1-4 月份非银存款新增 1.7 万亿，同比多增近 1.2 万亿，显示出银行一般存款大量向非银体系流失，负债结构趋于恶化，而非银机构流动性则较为充裕。这在一定程度上映射出，非银机构与银行之间可能存在套利空间，也不可避免的存在“资金空转”。即：银行司库基于流动性管理需求配置货币基金，或通过回购交易向非银机构融出资金，客户一般存款也流向货币基金，使得非银机构流动性较为充裕，货币基金则将资金用来配置银行发行的 NCD，或开展存放业务，进而造成了资金“闭环”和套利的形成。

四、5 月份金融数据展望

总体来看，4 月份信贷数据表现基本符合市场预期，但社融增速回落幅度较大，对于下一阶段金融数据，我们判断：

(1) 信贷总量方面，经过一季度的信贷高增，部分银行项目储备出现较大消耗，加之前期套利虚增的短贷退出，使得 4 月份信贷已有收敛趋势。我们判断，后续若社融增速进一步出现下滑，影子银行体系持续收缩，不排除央行会放松表内狭义额度管控以承接表外融资需求的萎缩。基于此，我们**预计 5 月份新增信贷将延续弱于去年同期的态势，初步预估新增规模维持在 1.2-1.4 万亿水平。**

(2) 对于 5 月份社融情况，我们认为，5 月份社融增速或进一步回落。拆分细项看：a) 新增贷款大概率弱于去年同期；b) 去年 5 月份广谱利率已进入上行通道，信用债发行景气度已出现回落，预计今年 5 月份企业债净融资维持在 500-1000 亿；c) 非标融资延续压降态势，预计负增长 1000 亿；d) 5 月份政府债券净融资规模预计在 1-1.2 万亿左右。综合评估贷款核销、ABS、外币贷款以及股票融资等因素，**预计今年 5 月份新增社融规模维持在 2.3-2.5 万亿左右的水平，增速为 11.1-11.3%，环比继续回落。**

(3) 一般存款与同业负债“跷跷板效应”难有显著改善。5 月份政府债券净融资较 4 月份有望加大，而当月 NCD 到期量仍高达 1.64 万亿，叠加 5 月为年度企业所得税汇算清缴月份，预计司库 NCD 发行需求不低。在此情况下，一般存款与同业负债的“跷跷板效应”难有改善空间，考虑到当前国股 1Y-NCD 利率已低于 1Y-MLF 利率，存在一定超调迹象，预计 5 月份 NCD 利率或将掉头上行。

风险提示

信贷资源的区域分化进一步加大，区域性信用风险加剧。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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%至 15%；
	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；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE