

4 月经济数据怎么看？

证券研究报告

2023 年 05 月 05 日

固收数据预测专题

摘要：

一季度开门红过后，4 月经济景气度回落，结构继续分化。其中消费、基建投资和制造业投资是主要支撑，而地产和出口有所走弱。

具体来看，我们预计 4 月工增同比 11.5%，固定资产投资累计同比 6.9%，社会消费品零售总额同比 22.6%，CPI 同比 0.3%，PPI 同比-3.6%。

我们预计 4 月出口同比 4.29%，进口同比 0%。

我们预计 4 月新增信贷约 1.35 万亿，新增社融约 1.8 万亿，M2 同比增速 12.8%。

4 月数据回落，需要客观看待。毕竟当前宏观图景仅仅是资产负债表修复的开始，一季度冲量过后，基本面阶段性反复是正常现象。参照央行的表述，政策注重从供给端发力，但实体经济生产、分配、流通、消费等环节的效应传导有一个过程，疫情反复扰动也使企业和居民信心偏弱，需求端存有时滞，疲弱的地产和存在回落风险的出口是有效需求不足的核心映射。

资产负债表弱修复，经济演绎的核心就在于政策，4 月政治局会议仍然致力于“推动经济运行持续好转、内生动力持续增强”，也强调当前经济回升向好的关键在于恢复和扩大需求。

我们预计政策发力的载体仍然是信贷社融，所以 4 月信贷社融的总量与结构情况值得债券市场关注。

风险提示：疫情超预期蔓延，财政力度不及预期，货币政策收紧等

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

隋修平 联系人
suixiuping@tfzq.com

姜艺璇 联系人
jiangyixuan@tfzq.com

近期报告

1 《固定收益：四月决断后，五月怎么看？-天风总量每周论势 2023 年第 16 期》 2023-05-04

2 《固定收益：预期在前，曲线在后-五月资金面和债券市场策略展望》 2023-05-03

3 《固定收益：2022 年，城投财报表现如何？-信用债市场周报（2023-5-3）》 2023-05-03

内容目录

1. 实体经济数据	4
1.1. 预计 4 月工业增加值同比 11.5%	4
1.2. 预计 4 月固定资产投资累计同比约 6.9%	5
1.3. 预计 4 月社会消费品零售总额同比 22.6%	8
1.4. 预计 4 月 CPI 同比 0.3%，4 月 PPI 同比-3.6%	9
2. 进出口数据	10
2.1. 预计 4 月出口同比 4.29%	10
2.2. 预计 4 月进口同比 0%	12
3. 货币信贷数据	13
3.1. 预计 4 月新增信贷 1.35 万亿	13
3.2. 预计 4 月新增社融 1.8 万亿，M2 同比 12.8%	16
4. 小结	17

图表目录

图 1：生产 PMI 季节性	4
图 2：汽车轮胎开工率	4
图 3：涤纶长丝开工率	5
图 4：石油沥青装置开工率	5
图 5：4 月各项高频环比表现均值（百分点）	5
图 6：PMI 建筑业分项	6
图 7：基建投资与石油沥青装置开工率	6
图 8：沥青指数先升后降	6
图 9：水泥价格明显走弱	6
图 10：30 大中城市商品房成交面积（季节性，MA7）	7
图 11：螺纹钢/CRB 商品价格指数	7
图 12：PMI 新订单指数	7
图 13：制造业投资与企业生产经营活动预期	7
图 14：制造业投资与 BCI 指数	8
图 15：企业利润与制造业投资	8
图 16：服务业 PMI	8
图 17：乘用车零售	8
图 18：地铁出行与社零同比	9
图 19：地产销售与社零	9
图 20：4 月猪肉价格继续回落	9
图 21：蔬菜价格继续季节性下行	9
图 22：4 月螺纹钢价格大幅回落	10
图 23：4 月原油价格先升后降	10
图 24：分区域出口同比（%）	10

图 25: 分商品出口同比 (%)	10
图 26: 集装箱出口指数环比与出口环比 (% , MA (3))	11
图 27: 美欧经济景气度 (%)	11
图 28: 出口新订单 PMI 与出口环比 (%)	11
图 29: 韩国、越南与中国出口同比 (%)	12
图 30: 月度出口环比季节性 (%)	12
图 31: 进口环比与国内景气度 (%)	13
图 32: 月度进口环比季节性 (%)	13
图 33: 3 月信贷同比多增, 结构较好	13
图 34: 4 月国股票据利率-资金利率平均水平回落	14
图 35: 4 月半年期国股票据利率月末回升	14
图 36: 普惠小微贷款余额环比增加额	14
图 37: 企业短贷季节性	14
图 38: 4 月乘用车批发+零售与居民短贷显著正相关	14
图 39: 4 月服务业 PMI 情况	14
图 40: 30 大中城市商品房成交套数季节性	15
图 41: 30 大中城市商品房成交面积季节性	15
图 42: 4 月表外票据融资通常季节性回落	15
图 43: 4 月表内票据融资季节性上升	15
图 44: 新增人民币贷款季节性	16
图 45: 社融政府债券季节性	16
图 46: 新增信托贷款季节性	16
图 47: 新增委托贷款季节性	16
图 48: 新增社融季节性	17
图 49: 社融、M2 同比增速	17
表 1: 2023 年 4 月经济数据预测	4

表 1：2023 年 4 月经济数据预测

	202203	202204	202205	202206	202302	202303	202304E	202305E	202306E
CPI (%)	1.5	2.1	2.1	2.5	1.0	0.7	0.3	0.3	0.2
PPI (%)	8.3	8.0	6.4	6.1	-1.4	-2.5	-3.6	-3.5	-3.3
工业增加值 (%)	5.0	-2.9	0.7	3.9	18.77	3.9	11.5	8.1	4.9
固定资产投资 (%)	9.3	6.8	6.2	6.1	5.5	5.1	6.9	7.6	7.4
消费 (%)	-3.53	-11.1	-6.7	3.1	3.5	10.6	22.6	16.3	5.1
进口 (%，美元计价)	0.7	0.11	3.46	-0.08	4.2	-1.4	0	-2.26	-0.5
出口 (%，美元计价)	14.3	3.52	16.4	17.03	-1.3	14.8	4.29	-2.67	-7.27
新增贷款 (亿元)	31300	6454	18900	28100	18100	38900	13500	20000	33000
社会融资总量 (亿元)	46565	9327	28415	51926	31560	53800	18000	30000	56000
社融同比 (%)	10.5	10.2	10.5	10.8	9.9	10.0	10.52	10.53	10.52
M2 (%)	9.7	10.5	11.1	11.4	12.9	12.7	12.8	12.8	12.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

1. 实体经济数据

1.1. 预计 4 月工业增加值同比 11.5%

4 月国内经济修复放缓，工业生产活动景气度明显回落。

PMI 生产分项显著回落，指向 4 月工业生产明显走弱。4 月 PMI 生产指数回落 4.4 个百分点至 50.2%，拖累 PMI 约 1.1 个百分点。无论从绝对位置，还是相对 3 月的降幅来看，今年 4 月生产 PMI 均显著偏弱（仅略强于 2022 年同期），工业生产的确承压。

高频指标有所分化。4 月焦化企业开工率、钢厂高炉开工率、PTA 产能利用率环比改善，涤纶长丝开工率、汽车轮胎开工率、石油沥青装置开工率明显回落。

对比历年 4 月高频与工增环比走势来看，4 月汽车轮胎开工率、石油沥青开工率的环比变动与工增环比相关度较高。基于此，我们认为 4 月工增环比表现可能略强于 2019 年同期，但弱于 2021 年同期。

一季度供给端在政策着力下已有明显改善，后续工业生产修复的斜率还取决于需求侧。4 月央行新闻发布会也提及¹“实体经济生产、分配、流通、消费等环节的效应传导有一个过程，疫情反复扰动也使企业和居民信心偏弱，需求端存有时滞”。这也是 4 月供给有所回落的关键原因之一。

展望未来，政策力度决定需求侧修复动能，进而影响供给修复斜率和上限。4 月政治局会议²也提及了未来经济增长的客观困难，政策明确“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”、诉求在于“推动经济运行持续好转”。基于此，我们认为政策稳增长政策信号较为明确，工增大幅回落的可能性不大。

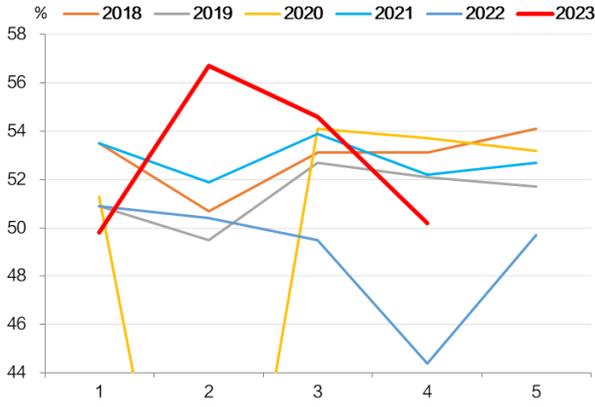
综合来看，同时考虑去年同期低基数影响，我们预计 4 月工增同比约 11.5%。

图 1：生产 PMI 季节性

图 2：汽车轮胎开工率

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4859566/index.html>

² http://www.gov.cn/yaowen/2023-04/28/content_5753652.htm



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 涤纶长丝开工率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 石油沥青装置开工率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 4 月各项高频环比表现均值 (百分点)

	2019/4/30	2021/4/30	2022/4/30	2023/4/30
开工率:焦化企业(100家):产能<100万吨:月:环比增加	1.12	-0.78	-1.94	3.02
开工率:焦化企业(100家):产能100-200万吨:月:环比增加	-2.78	-3.46	3.19	2.57
开工率:焦化企业(100家):产能>200万吨:月:环比增加	1.89	-3.07	0.37	2.85
唐山钢厂:高炉开工率:月:环比增加	5.64	-7.10	5.08	1.51
开工率:汽车轮胎:全钢胎:月:环比增加	1.03	-0.71	-2.39	-0.90
开工率:汽车轮胎:半钢胎:月:环比增加	1.76	0.06	-2.49	-0.87
开工率:涤纶长丝:江浙地区:月:环比增加	2.92	3.41	-11.78	3.97
PTA产业链负荷率:PTA工厂:月:环比增加	-2.57	-4.56	-3.20	3.86
开工率:石油沥青装置:月:环比增加	2.39	4.85	-1.60	3.64
唐山钢厂:产能利用率:月:环比增加	5.41	-6.92	7.30	1.93
工业增加值:定基指数:环比	-10.47	-9.45	-16.29	?

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 预计 4 月固定资产投资累计同比约 6.9%

4 月建筑业 PMI 回落 1.7 个百分点至读数 63.9%，继续位于高位景气区间；建筑业 PMI 预期指数上行 0.4 个百分点至 64.1%。

一方面，宏观指标指向基建依然是投资端的重要支撑。4 月土木工程建筑业商务活动指数继续高于 70.0%，指向重大工程建设施工进度不断加快。

但另一方面，从微观高频角度观察，4 月石油沥青装置开工率环比有所回落，与沥青、水泥等基建投资相关的价格指标在 4 月下旬也均出现回落迹象。

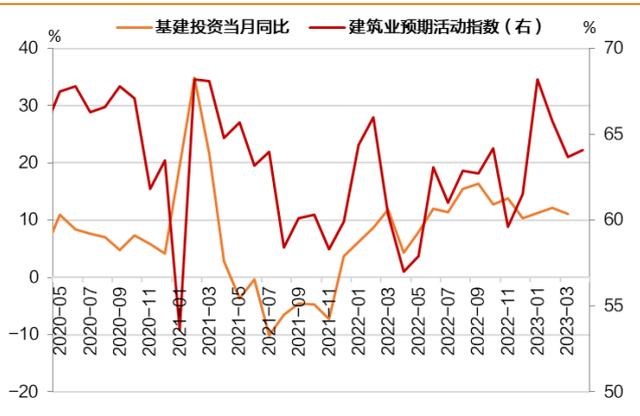
如何看待宏观数据表现的背离？我们认为可能与财务支出法核算方式下基建投资的计提与实物工作量的形成之间的时滞有关。参考 2022 年 2-5 月，石油沥青装置开工率大幅走弱，但同期基建投资同比增速维持相对高位。

且如果更细致地来看，沥青价格下行有原油价格下跌的影响，而水泥价格下跌主要由房建需求收缩，叠加雨水天气影响所致。百年建筑调研数据显示³，4 月基建用水泥需求继续上行至高位。

综合来看，专项债发行前置、前期信贷投放较为积极对在短期内对基建仍有支撑，高频指标环比虽有走弱迹象但实际受需求回落因素影响程度不大。基于此，我们认为 4 月基建投资大概率延续偏强运行。

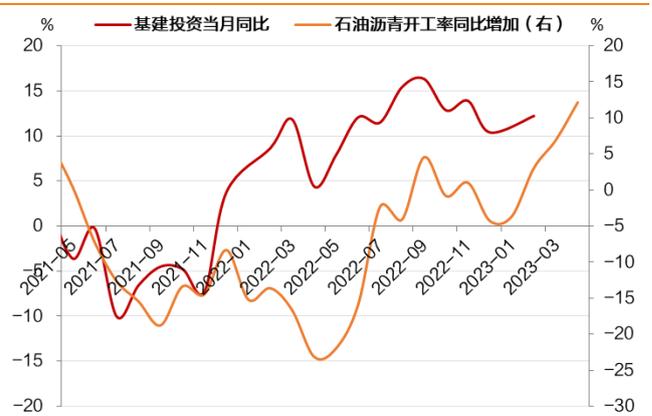
展望未来，项目施工景气度的持续性首先关注资金接续情况，其次还要关注可能的重大项目安排。例如，428 政治局会议⁴提到“加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造”“推进‘平急两用’公共基础设施建设”等。

图 6：PMI 建筑业分项



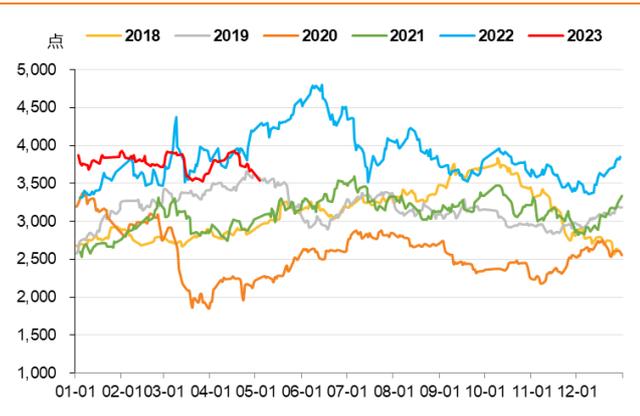
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：基建投资与石油沥青装置开工率



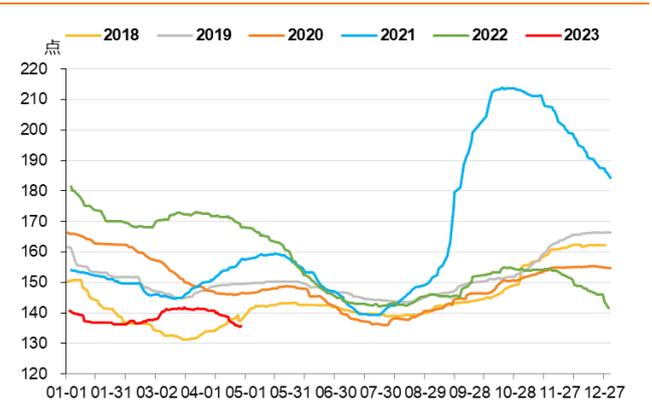
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：沥青指数先升后降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：水泥价格明显走弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

房地产方面，4 月螺纹钢量价表现偏弱，地产投资修复预计阶段性放缓。特别是 4 月商品房销售亦有明显回落，显示微观主体扩张动能再度走弱，对地产投资有所制约。

4 月商品房销售明显回落，30 大中城市商品房销售面积低于季节性水平。短期内销售回款走弱对房企而言难言利好，特别是对拿地、新开工环节的抑制作用预计进一步加大。观察土地出让高频数据，100 大中城市成交土地面积、溢价率维持低位波动，持续弱于季节性水平。

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/W3eEGLw7LMX-hljLEEZMGA>

⁴ http://www.gov.cn/yaowen/2023-04/28/content_5753652.htm

从高频角度观察，4月前置性指标螺纹钢/CRB 商品价格指数再度回落，螺纹钢价格大幅下行。基于此，我们预计当前地产修复动能大概率继续走弱。

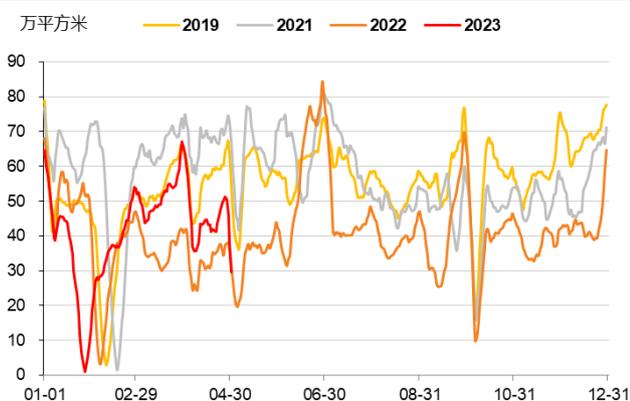
展望未来，地产销售和地产投资仍处于筑底阶段。

一方面，据经济日报公众号，毕竟政策引导的地产复苏并非“大起大落的复苏”，而是力求稳定⁵，那么大规模的需求侧增量政策就难有期待，政策引导大概率还是以保交楼、保障房等供给端政策为主。

在此背景下，资产负债表修复并非一蹴而就，地产销售出现反复是正常现象，2015年也有相似情形，我们认为如果30大中城市商品房销售能锚定在2019和2022年之间表现就相对积极。对于投资，需求侧政策力度有限、则房企资产负债表修复也相对缓慢，地产投资还处于筑底阶段，需要重点观察房企拿地的相关变化。

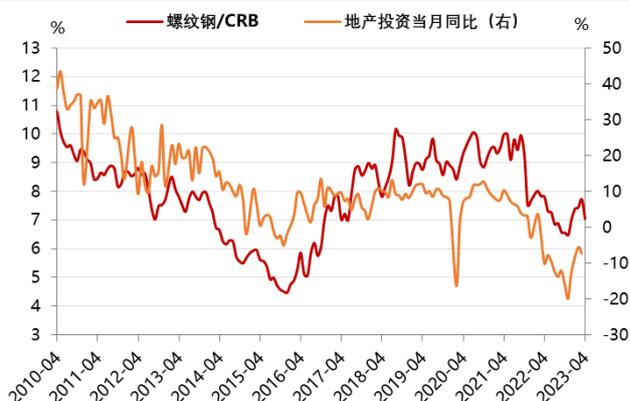
结合基数效应，我们判断二季度地产销售和地产投资同比仍可能保持小幅回升态势。

图 10：30 大中城市商品房成交面积（季节性，MA7）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：螺纹钢/CRB 商品价格指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

需求走弱、企业盈利能力负增长拖累制造业投资，但企业预期维持高位叠加政策引导下，制造业投资仍有一定支撑。

4月内外需双双走弱。4月新订单指数较回落4.8个百分点至48.8%，低于季节性水平，重回临界值以下。外需方面，前期订单回补带来一季度出口超预期，但在一次性的需求释放后，4月新出口订单指数下行2.8个百分点至47.6%。

制造业企业利润继续保持负增长。3月制造业企业利润累计同比降幅较1-2月有所收窄，但读数依然较弱，企业盈利能力尚未出现明显改善，对企业再投资能力的支撑依旧不足。

好的一面在于，企业经营预期小幅走弱、但绝对位置仍然较高。4月PMI生产经营活动预期指数较上月继续下行0.8个百分点至54.7%，BCI指数小幅回落0.13个百分点至58.81。

此外，政策支持依旧是核心支撑。央行一季度例会⁶中继续明确要增加制造业投资中长期贷款，支持科技创新、绿色发展等重点领域，支持加快建设现代化产业体系；4月28日政治局会议⁷中也重点提到新能源、人工智能等领域，货币信贷支持力度可能进一步提升。

综上，我们预计4月固定资产投资增速累计同比约为6.9%。

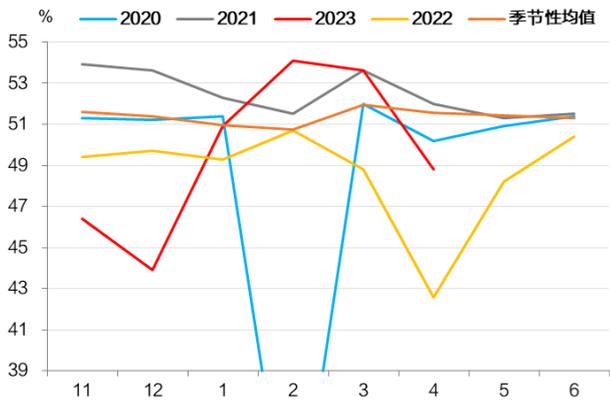
图 12：PMI 新订单指数

图 13：制造业投资与企业生产经营活动预期

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/eH6n4utHQM22Rux2nkZoag>。

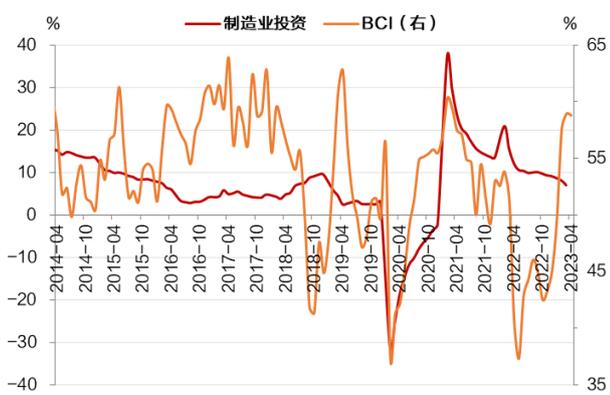
⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4853561/index.html>。

⁷ http://www.gov.cn/yaowen/2023-04/28/content_5753652.htm。

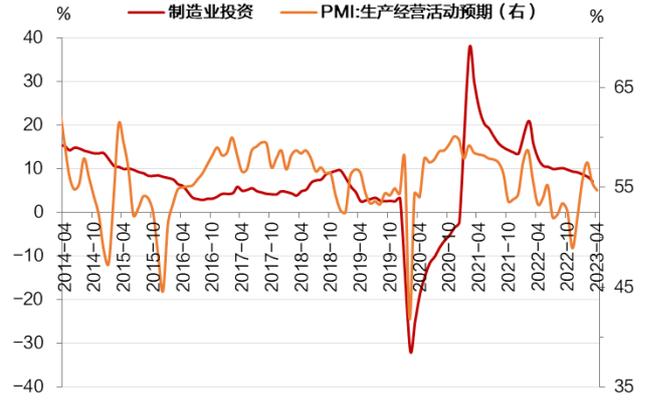


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：制造业投资与 BCI 指数

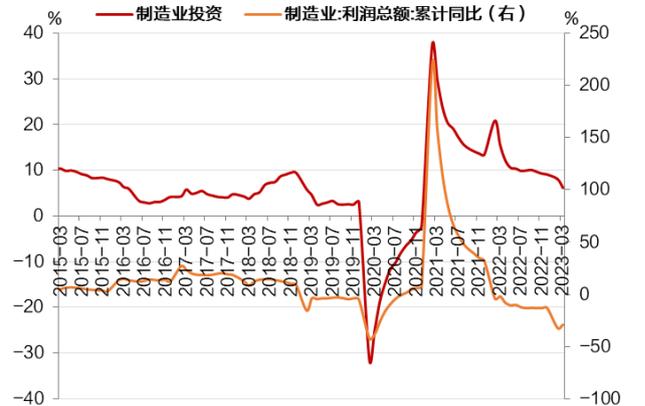


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：企业利润与制造业投资



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 预计 4 月社会消费品零售总额同比 22.6%

4 月服务业继续维持高景气度，但环比修复有所放缓。服务业商务活动指数为 55.1%，较上月小幅回落 1.8 个百分点。

受节假日出行需求提振，4 月与居民出行和消费密切相关的交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数继续扩张。在此基础上，我们预计居民出行对餐饮服务消费支撑作用较强，4 月餐饮收入分项大概率不弱。

汽车销售显著强于季节性，对社零有所支撑。根据乘联会公众号，3 月底大量地方性汽车销售刺激性政策陆续到期，4 月增量汽车促消费政策较少，对车市支撑作用进一步减退。但好的一面在于，4 月下旬上海及各地车展，以及车企继续降价促销对汽车消费有所提振。根据乘联会预测⁸，4 月狭义乘用车零售销量预计 157.0 万辆，环比-1.3%，预计强于季节性水平（剔除 2020、2022 年 4 月环比均值约为-11%）。

但 4 月地产销售亦明显回落，地产销售对地产后周期消费的刺激作用也有退减。

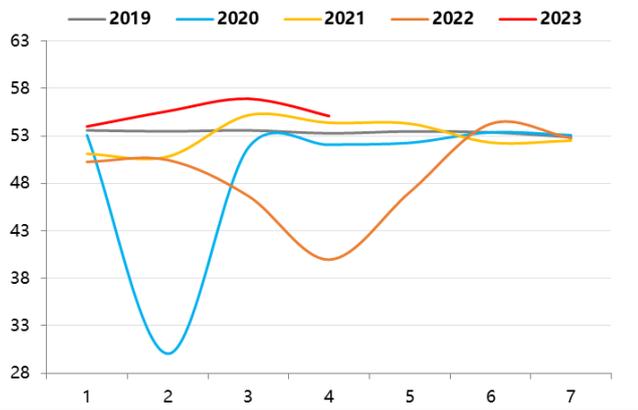
往后看，节假日需求集中释放后，后续居民消费修复的可持续性有待观察。未来的关键还在于政策支持。428 政治局会议明确⁹“要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费”。

综合来看，考虑去年同期低基数影响，4 月社零增速同比读数预计较强，约 22.6%。

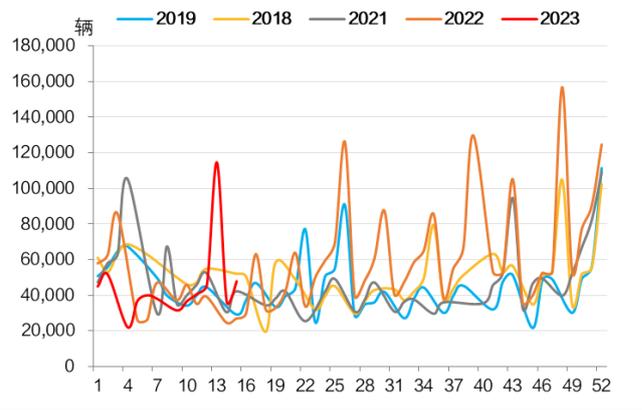
图 16：服务业 PMI

图 17：乘用车零售

⁸ https://mp.weixin.qq.com/s/YsJRCES7wu_xSWn4u_mS5Q
⁹ http://www.gov.cn/yaowen/2023-04/28/content_5753652.htm

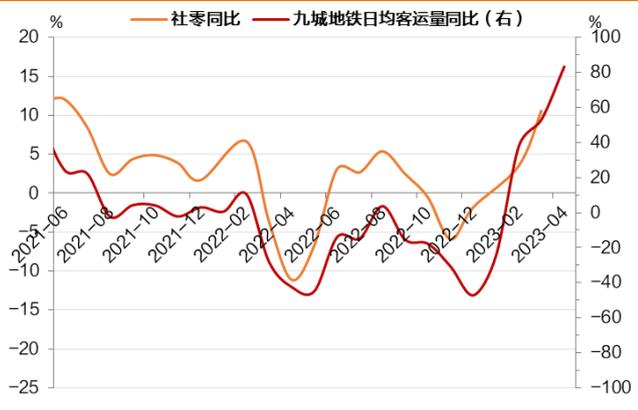


资料来源: Wind, 天风证券研究所



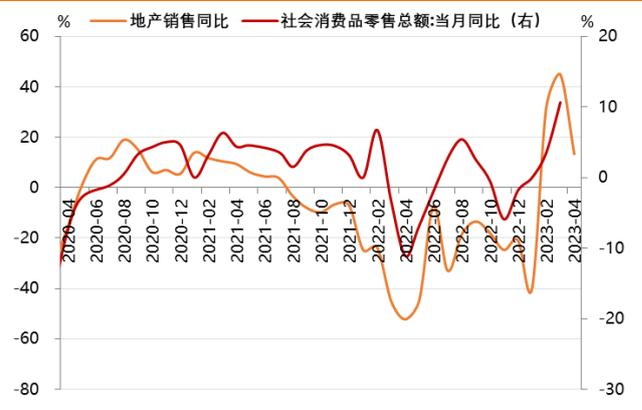
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 地铁出行与社零同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 地产销售与社零



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.4. 预计 4 月 CPI 同比 0.3%，4 月 PPI 同比-3.6%

4 月猪肉价格继续回落。一方面猪肉供给依然相对充足，商品猪出栏均重继续上升。另一方面，当前猪肉消费持续偏弱。

3 月以来蔬菜价格亦进入季节性下行通道，预计对 CPI 继续形成拖累。

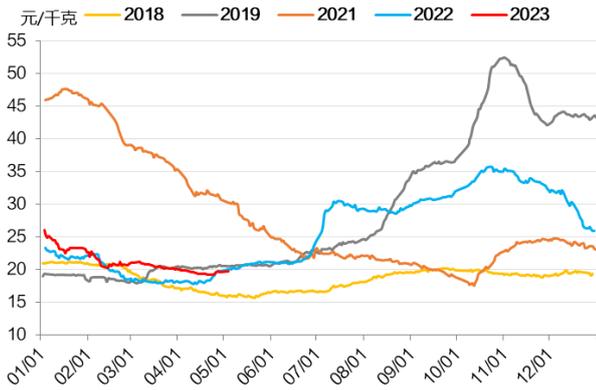
展望未来，考虑进入暑期猪肉消费需求大概率继续维持弱势，在此前提下，叠加养殖户逢高出栏情绪高涨，我们预计猪肉价或将延续震荡下行趋势。

需要注意的是，政策方面大力度的供给端调控行为可能对猪价有所支撑。4 月 19 日发改委召开新闻发布会提到将“及时开展中央猪肉储备调节工作，必要时加大工作力度，促进生猪市场平稳运行。”¹⁰

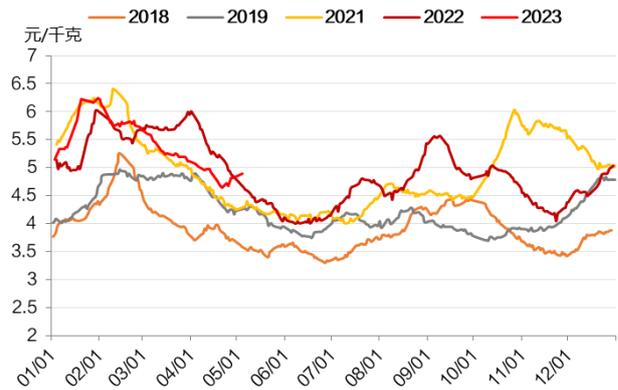
图 20: 4 月猪肉价格继续回落

图 21: 蔬菜价格继续季节性下行

¹⁰ <https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/wszb/qjzggw4yxfbh1/>



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

对于 PPI 而言，4 月出厂价格指数回落 3.7 个百分点至 44.9%，主要原材料购进价格指数回落 4.5 个百分点至 46.4%，我们预计 4 月 PPI 环比录得-0.6%，基数效应影响下，同比读数继续下行至-3.6%。

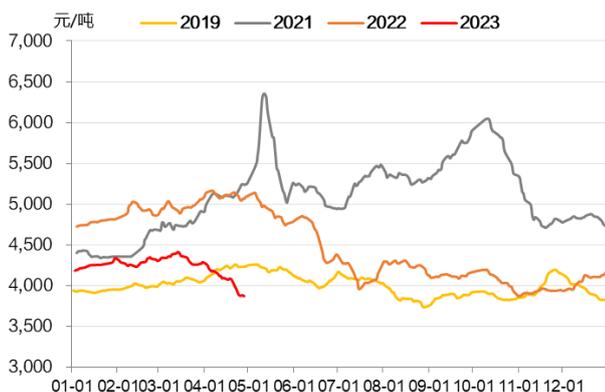
内部定价商品价格延续偏弱格局。内因方面，4 月投资链条消费价格明显下行，螺纹钢观测消费量持续低于季节性水平，螺纹钢价格大幅走弱；水泥价格超季节性下行；沥青价格在月末亦有回落，指向 4 月建筑施工有所放缓。此外，4 月煤炭价格季节性回落。

外因定价商品价格上行。受 4 月 opec 超预期减产对油价提振作用明显，4 月原油价格回升。

展望未来，PPI 大概率于二季度见底。一方面，去年 5 月 PPI 基数确实较低。另一方面，海外风险事件继续发酵，原油价格可能震荡偏弱，但内因定价商品有望回升，毕竟经济景气度大幅回落之下，政策支持力度有望增大，政治局会议¹¹继续强调政府投资的带动作用，以及提出城中村改造、“平急两用”、保障性住房等主要方面。

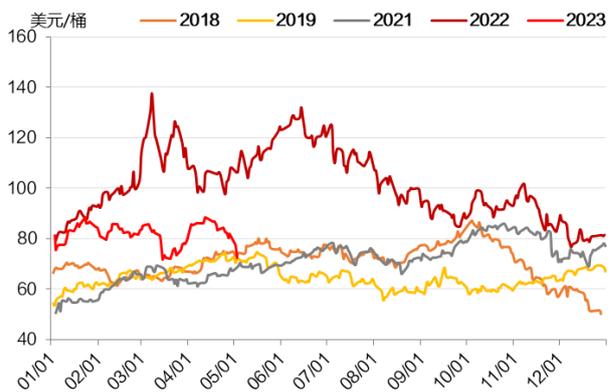
综合来看，我们预计 4 月 CPI 同比 0.3%，PPI 同比-3.6%。

图 22：4 月螺纹钢价格大幅回落



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23：4 月原油价格先升后降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 进出口数据

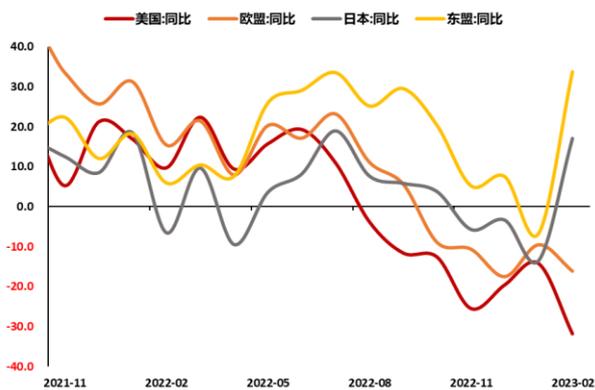
2.1. 预计 4 月出口同比 4.29%

2023 年 3 月我国出口增速超预期转正，按美元计价，我国出口金额 3155.89 亿元，同比 14.80%，环比 47.50%。

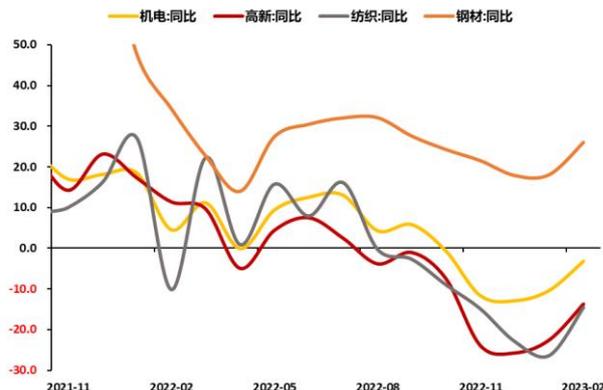
图 24：分区域出口同比 (%)

图 25：分商品出口同比 (%)

¹¹ http://www.gov.cn/yaowen/2023-04/28/content_5753652.htm



资料来源：WIND、天风证券研究所



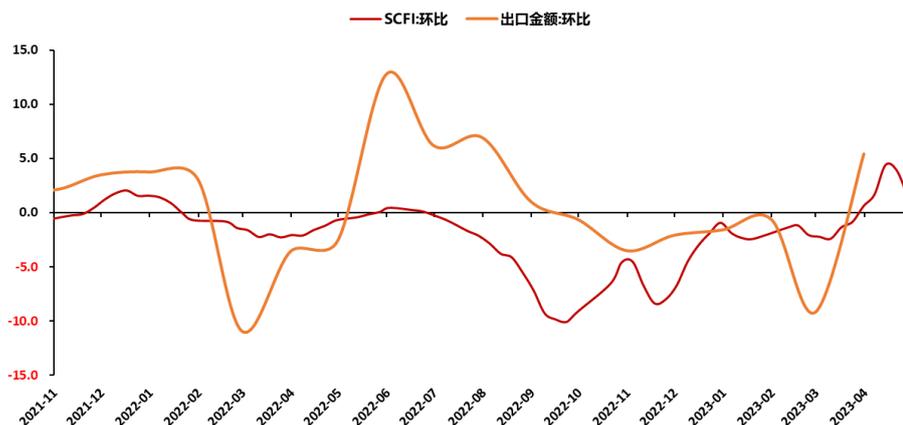
资料来源：WIND、天风证券研究所

4 月出口能否持续超预期改善？

(1) 港口生产数据

4 月 SCFI 环比由负转正，4 月上半月 SCFI 环比转正后继续上行，后半月回落。这可能反映了 4 月港口生产的持续改善，但改善势头相对温和。

图 26：集装箱出口指数环比与出口环比（%，MA（3））



资料来源：WIND、天风证券研究所

(2) 经济景气度指数

4 月美国制造业景气度反弹，4 月美国 Markit 制造业 PMI 提高 0.8 个百分点至 47.1%，Markit 制造业 PMI 提高 1 个百分点至 50.2%，服务业 PMI 提高 1.1 个百分点至 53.6%。

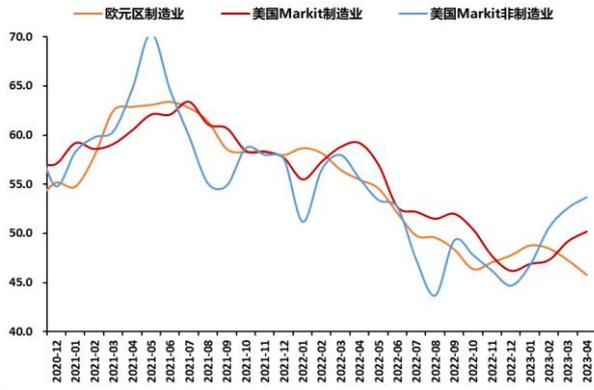
4 月欧洲制造业景气度回落，4 月欧洲制造业 PMI 降低 1.8 个百分点至 45.8%。

外需仍较为疲软，但环比有所改善。

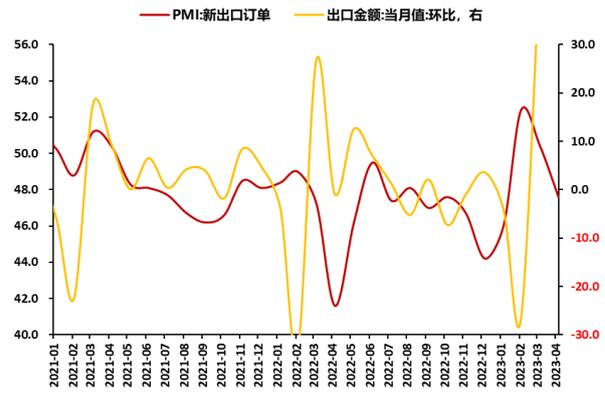
国内出口新订单回落，4 月国内 PMI 新出口订单回落 2.8 个百分点至 47.6%。

图 27：美欧经济景气度（%）

图 28：出口新订单 PMI 与出口环比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所



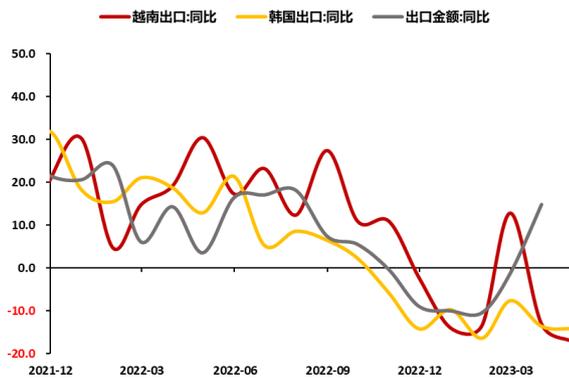
资料来源：WIND、天风证券研究所

(3) 韩国、越南出口与季节性

4月韩国越南出口下滑斜率放缓，4月越南出口同比降低近4个百分点至-17.2%，韩国出口同比降低超过0.6个百分点至-14.2%，下滑斜率均有所放缓。

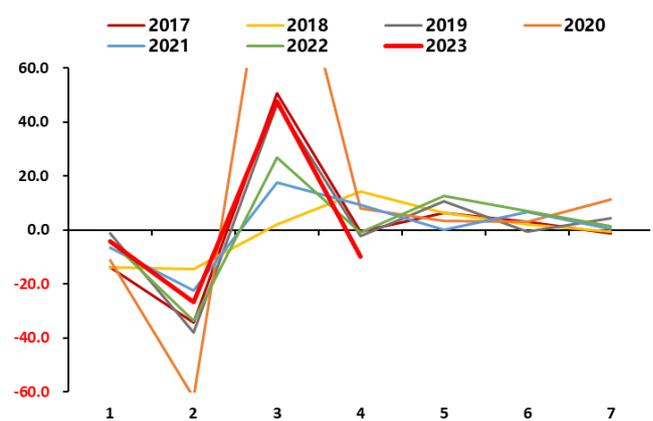
季节性观察，4月我国出口较3月基本持平。

图 29：韩国、越南与中国出口同比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 30：月度出口环比季节性 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

综合来看，4月出口环比方向还不明确，港口生产数据与海外景气度小幅改善，但韩国与越南出口仍未结束趋势性回落。

我们倾向于跟随港口生产数据的方向，原因是我们认为经济重启后的挤压订单还有待消化，港口生产数据暂时更能够反映出口变化。我们预计，4月出口环比可能稍强于季节性。

具体来看，我们预计，4月出口环比-10%，折合出口当月值 2840.3 亿美元，折合出口同比 4.29%。

展望后续，我们预计，外需持续扩张难度较大，挤压订单逐步消化后出口环比或稍弱于季节性。具体而言，我们预计，5月、6月环比分别为 5.0%、2.0%，折合出口同比分别为-2.67%与-7.27%。

2.2. 预计 4 月进口同比 0%

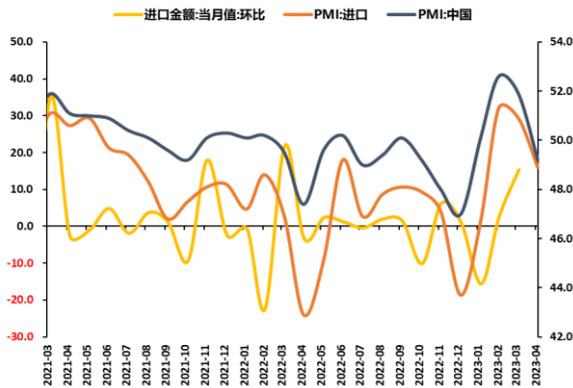
景气度观察，我国经济目前仍是软复苏态势，且复苏势头有所减弱，4月我国 PMI 降低 2.7 个百分点至 49.2%，我国 PMI 进口分项降低 2 个百分点至 48.9%。

季节性考虑，4月进口通常小幅收缩。

考虑到国内经济持续弱复苏，但出口生产仍在复苏，我们预计，4月进口环比或持平于季节性。具体而言，我们预计，4月进口环比-2.0%，折合同比 0%。

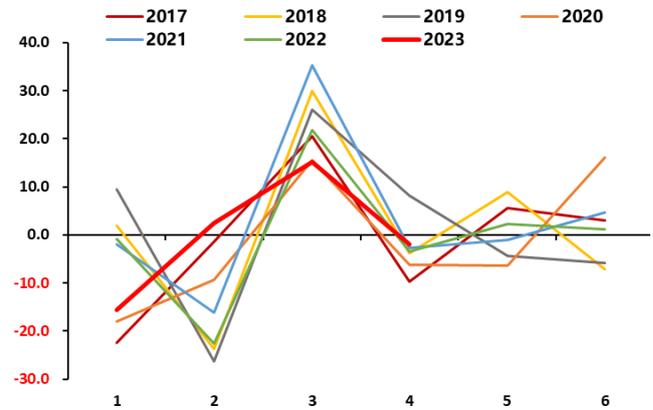
展望后续，我们预计，国内经济大概率仍是弱复苏态势有望延续，进口环比或转为稍弱于或季节性。具体而言，我们预计 5 月、6 月进口环比分别为 0%与 3%，折合进口同比分别为 -2.26%与 -0.50%。

图 31：进口环比与国内景气度（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 32：月度进口环比季节性（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

3. 货币信贷数据

3.1. 预计 4 月新增信贷 1.35 万亿

3 月信贷投放延续开门红，总量超预期且结构较好，居民、企业的短贷和中长贷均同比多增，票据融资大幅同比多减。

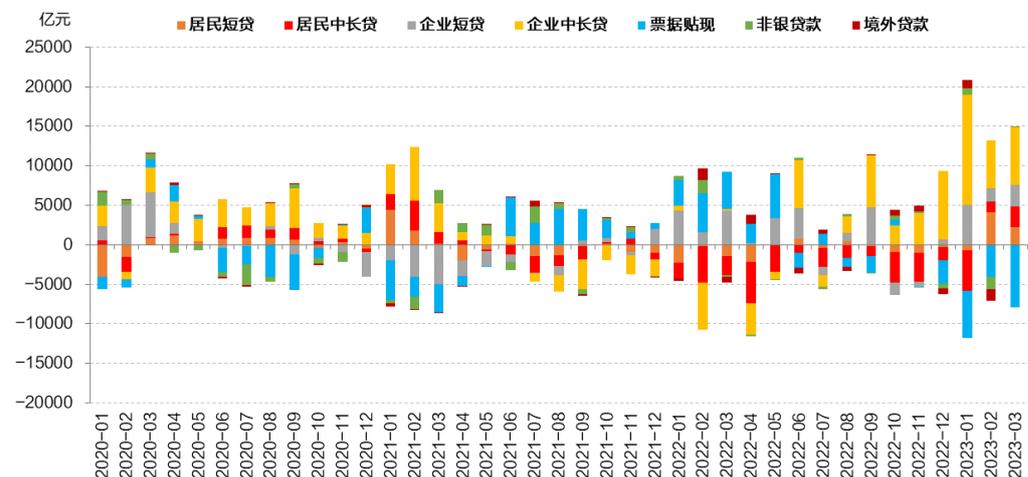
进入 4 月，社融信贷大概率有所回落。一方面，4 月是投放小月，新增社融信贷环比回落符合季节性，且今年 4 月经济景气边际回落，商品房销售环比下降，也有一定指向意义。

从票据利率角度观察，4 月票据利率总体下行，也符合 4 月信贷环比回落的季节性特征，但最后一周票据利率回升，表明月内融资需求可能并不差。（团队前期报告《月底票据利率回升，4 月信贷不弱》，20230428）

在“信贷合理增长、节奏平稳”的诉求下，政策继续引导投放制造业和基础设施建设，我们预计企业中长贷依旧是主要支撑；此外服务消费动能较高，居民短贷也有一定支撑；企业短贷、居民中长贷环比预计显著下滑，但同比大概率保持多增。

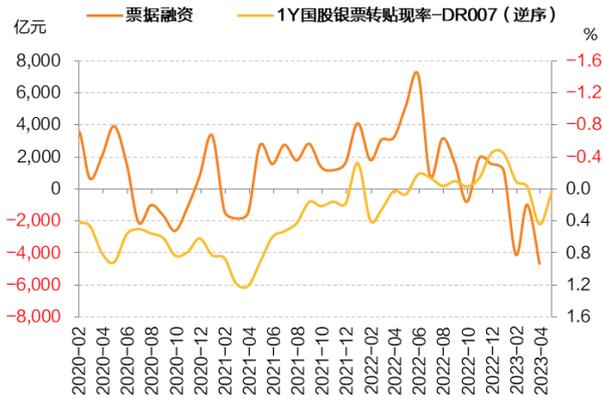
整体来看，我们预计，4 月新增信贷 1.35 万亿，同比多增约 7000 亿元；5 月、6 月新增信贷 2 万亿和 3.3 万亿元。

图 33：3 月信贷同比多增，结构较好



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：4 月国股票据利率-资金利率平均水平回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：4 月半年期国股票据利率月末回升



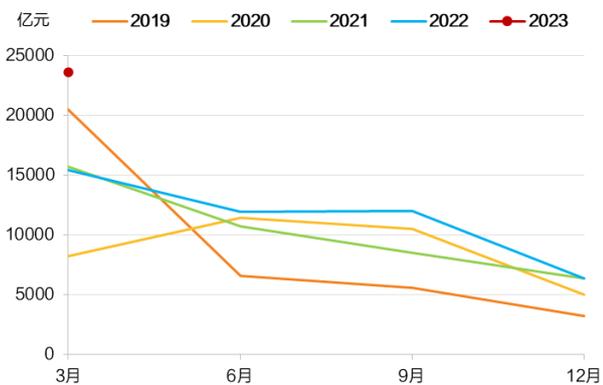
资料来源：Wind，天风证券研究所

4 月新增企业短贷绝对水平可能在 0 附近，但大概率继续超季节性、保持同比多增。

一方面，今年以来企业经营压力仍然较大、对短期资金需求不减，但开年以来新增票据融资始终为负，企业短贷是补充流动资金的主要方式；另一方面，商业银行增加企业短贷投放也符合政策引导的方向，例如一季度新增普惠小微贷款 23600 亿元，显著超季节性。因此，我们判断后续企业短贷大概率依然会超季节性。

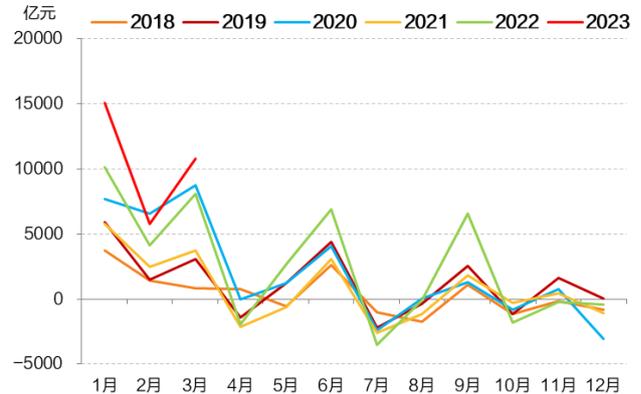
但需要注意的是，2019 年以来 4 月新增企业短贷均为负值，据此估算，今年 4 月新增企业短贷可能在 0 附近。

图 36：普惠小微贷款余额环比增加额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：企业短贷季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

企业中长贷方面，关键还是在于政策支持，基建和制造业信贷依旧是主要支撑，房地产企业保交楼和保障房贷款也有一定贡献。

政策明确加快现代化产业体系的同时，强调“进一步加强部门间政策协调”¹²，也就意味着货币信贷、财政贴息补贴、产业规划等政策协同发力，引导产业结构调整、通过基础设施建设创造新的消费和投资场景、构建房地产业发展新模式，其中货币信贷要充分发挥引导经济结构调整的功能，因此我们判断企业中长贷投放进度依旧较快。

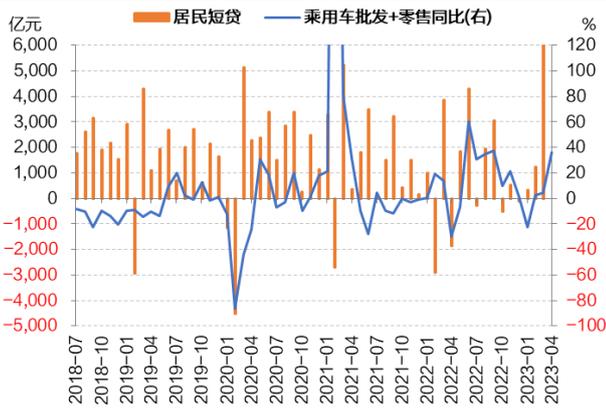
观察居民短贷，环比或季节性回落，但大幅同比多增的可能性较高。

基数效应下汽车消费同比冲高，销售绝对量虽有小幅回落，但与 2019 年和 2021 年接近；服务业 PMI 仍维持高位，预计服务业消费持续景气；同时，2023 年初以来住户经营性短贷同比多增，个体经营活动等资金需求也维持高位。

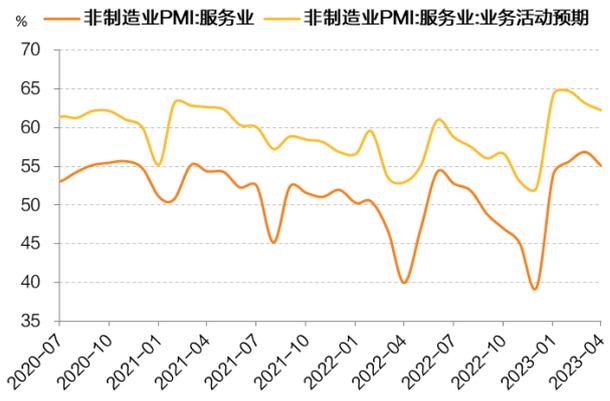
图 38：4 月乘用车批发+零售与居民短贷显著正相关

图 39：4 月服务业 PMI 情况

¹² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4853561/index.html>。



资料来源：Wind，天风证券研究所



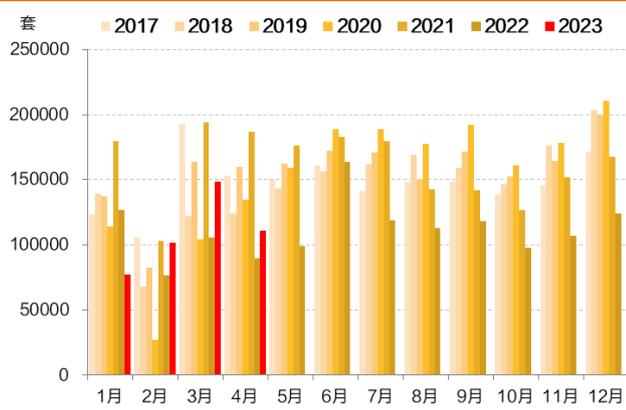
资料来源：Wind，天风证券研究所

从居民中长贷来看，考虑到去年低基数，居民中长贷大概率同比多增，可能略高于 2018 年读数。

4 月商品房成交套数和成交面积环比走弱、同比回升，同时考虑到 3 月信贷投放可能有季末冲量行为、对 4 月有一定透支，叠加提前还款行为，住房贷款大概率显著回落，相比于 2018-2021 年有一定落差。

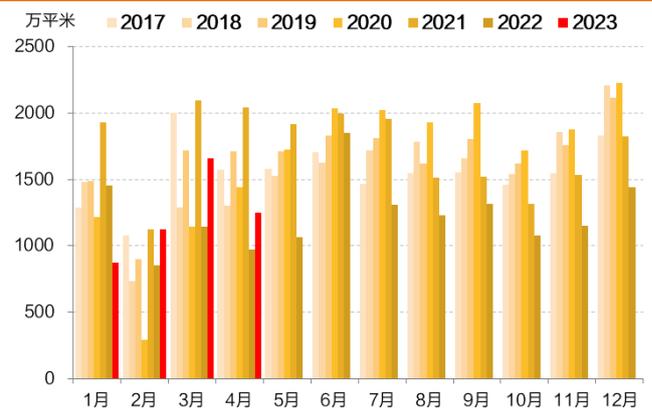
不过考虑到住户中长期经营性贷款在 2023 年初以来持续高增，因此居民中长贷读数可能不弱于 2018 年。

图 40：30 大中城市商品房成交套数季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

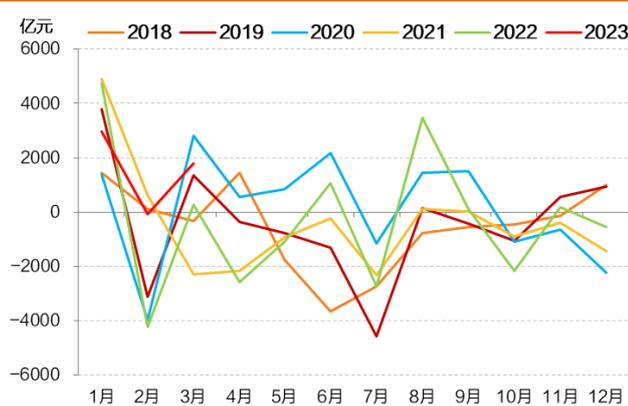
图 41：30 大中城市商品房成交面积季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

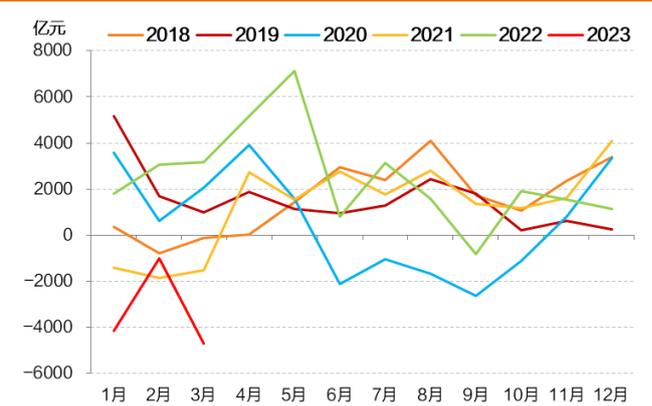
观察票据融资规模，4 月表外票据融资通常季节性回落，表内票据融资季节性上升。考虑到 2023 年一季度表内票据持续为负、4 月票据转贴利率总体下行，我们预期 4 月表内票据融资大概率环比多增、同比少增，表外票据融资大概率环比少增、同比多增。

图 42：4 月表外票据融资通常季节性回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

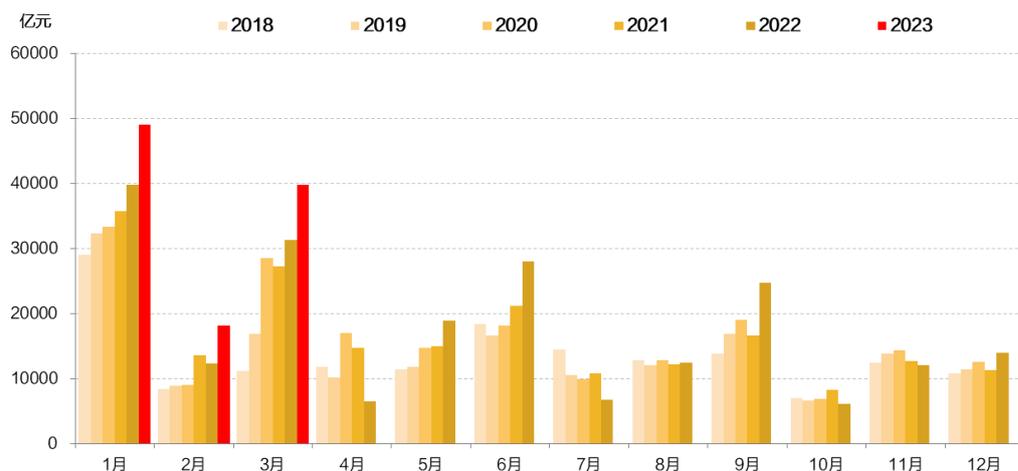
图 43：4 月表内票据融资季节性上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

综合来看，我们预计 4 月新增贷款规模约 1.35 万亿，结构保持较好状态。

图 44：新增人民币贷款季节性



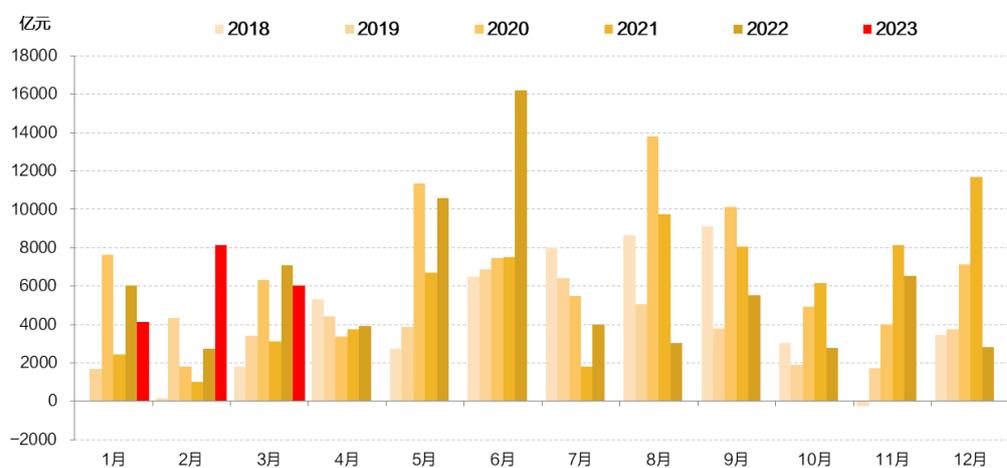
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 预计 4 月新增社融 1.8 万亿，M2 同比 12.8%

结合 Wind 数据统计，我们预计：

- (1) 4 月政府债券净融资约为 4700 亿元；
- (2) 4 月企业债券净融资约为 2300 亿元；
- (3) 4 月信贷资产支持证券净融资规模约为-100 亿元。

图 45：社融政府债券季节性

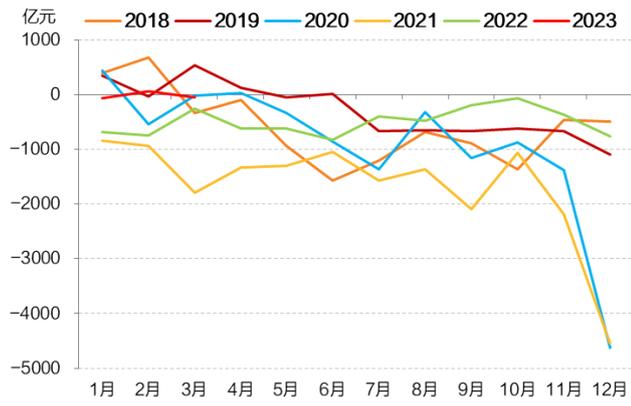


资料来源：Wind，天风证券研究所

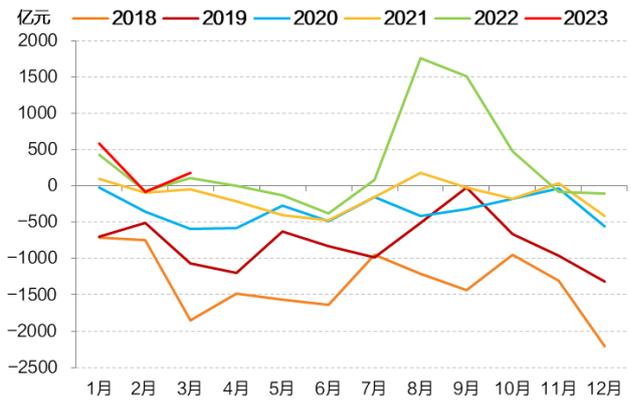
非标融资方面，2023 年一季度压降力度低于过去两年，4 月仍然存在经济修复压力，非标压降力度可能维持较低水平。我们预计 4 月信托贷款压降 500 亿元、委托贷款压降 100 亿元。

图 46：新增信托贷款季节性

图 47：新增委托贷款季节性



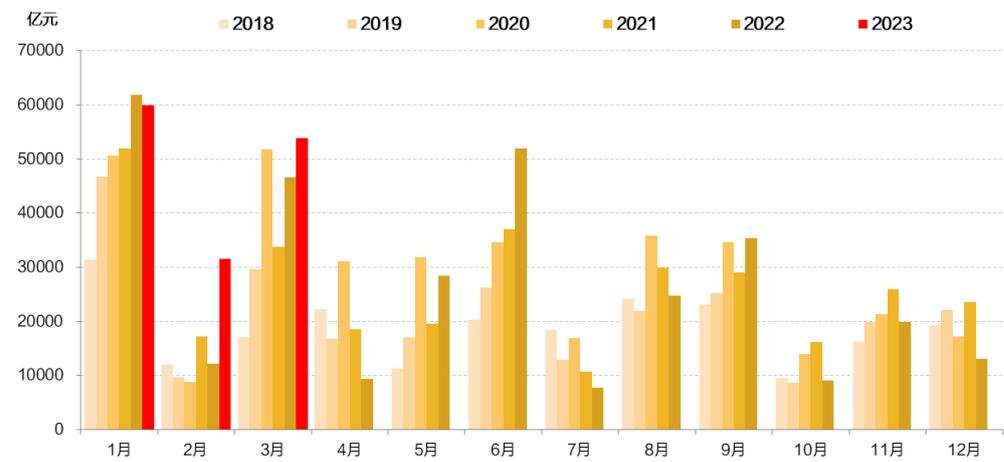
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

综合来看,我们预计 2023 年 4 月新增社融约为 1.8 万亿元,社融余额增速至 10.52%左右;5 月、6 月新增社融分别约为 3.0 万亿、5.6 万亿元,社融余额同比 10.53%、10.52%

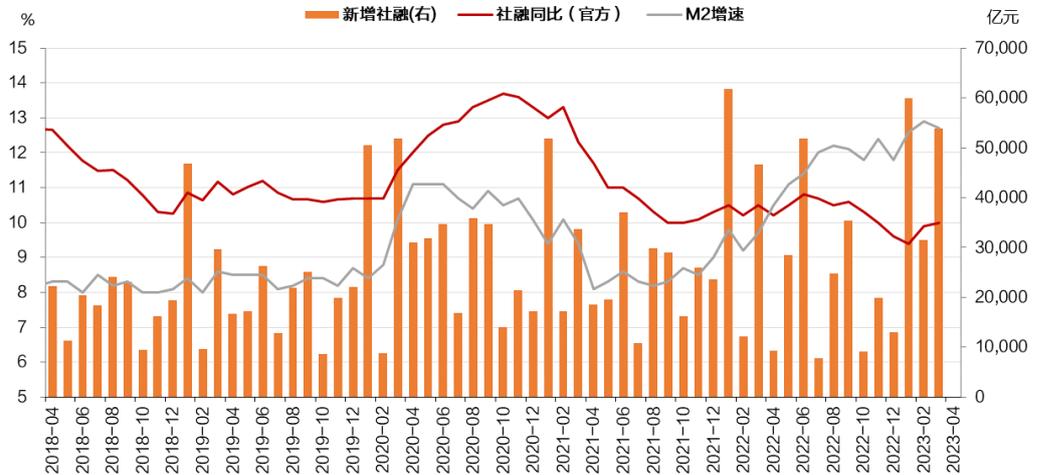
图 48: 新增社融季节性



资料来源: Wind, 天风证券研究所

M2 增速方面,考虑社融增速提高和政府债发行影响,我们预计 4 月 M2 增速为 12.8%;5 月、6 月 M2 同比约 12.8%、12.9%。

图 49: 社融、M2 同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 小结

一季度开门红过后，4月经济景气度回落，结构继续分化。其中消费、基建投资和制造业投资是主要支撑，而地产和出口有所走弱。

具体来看，我们预计4月工增同比11.5%，固定资产投资累计同比6.9%，社会消费品零售总额同比22.6%，CPI同比0.3%，PPI同比-3.6%。

我们预计4月出口同比4.29%，进口同比0%。

我们预计4月新增信贷约1.35万亿，新增社融约1.8万亿，M2同比增速12.8%。

4月数据回落，需要客观看待。毕竟当前宏观图景仅仅是资产负债表修复的开始，一季度冲量过后，基本面阶段性反复是正常现象。参照央行的表述，政策注重从供给端发力，但实体经济生产、分配、流通、消费等环节的效应传导有一个过程，疫情反复扰动也使企业和居民信心偏弱，需求端存有时滞，疲弱的地产和存在回落风险的出口是有效需求不足的核心映射。

资产负债表弱修复，经济演绎的核心就在于政策，4月政治局会议仍然致力于“推动经济运行持续好转、内生动力持续增强”，也强调当前经济回升向好的关键在于恢复和扩大需求。

我们预计政策发力的载体仍然是信贷社融，所以4月信贷社融的总量与结构情况值得债券市场关注。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com