

## 地产再冷，凸显基建

## 事件点评

### 金融数据速评（2023.4）

#### 投资要点

- ◆ **居民加杠杆如期大幅降温，企业中长贷仍大力支持基建。**4月新增信贷仅7188亿，尽管同比仍小幅多增734亿，但较之一季度月均多增7500多亿的热度已经明显降温，低于市场预期。三大特征：一、上个月突进的居民贷款如预期未能持续，但降温速度比去年同期上海和多地封控期间的居民去杠杆速度还快；二、企业中长贷仍对基建投资形成坚定支持，4月新增高达6669亿，同比多增超4000亿。三、疫情持续缓和令企业短期类贷款融资需求迅速降温。我们在3月金融数据点评报告《沙盘推演：居民部门重新加杠杆的蝴蝶效应——金融数据速评（2023.3）》中曾指出，年初以来地产需求的改善更接近积压需求的集中释放，居民部门不会由此迅速扭转去杠杆为重新加杠杆趋势，4月数据验证了这一判断。
- ◆ **社融中除信贷外企业债券也相对较弱，政府债券融资速度稳定。**4月社融新增1.22万亿，同样低于预期。除人民币信贷偏冷这一最大的拖累之外，企业债券也低于预期超2000亿，而同时政府债券融资速度较为稳定。基建投资趋势稳健，而融资结构由居民债务为主、企业债务为辅的地产投资则重回降温通道。
- ◆ **M2增速小幅回落，理财产品重获青睐开始部分替代居民超额存款。**4月M2同比增速回落0.3个百分点至12.4%，连续第二个月下行。本月财政持续修复蓄力，形成一定的信用收缩效应。此外居民、非银存款分别同比少增近5000亿和约3800亿，显示随着债市持续走牛，过去5个季度积累的居民超额存款（比超额储蓄更精确的一个概念）4月比较明显的向理财产品市场流出，理财对存款重新开始形成合理的替代效果。M1仍处于较低中枢，显示地产需求和企业经营活跃度仍然一般。
- ◆ **地产市场再度趋冷，基建投资政策重要性进一步凸显，货币政策立场仍将坚持中性偏松，降准降息都是可以期待的技术性操作。**我们在上个月的金融数据点评报告中指出，3月居民信贷的突进式高增可能反映了地产积压需求集中释放的尾部效应，可持续性是比较弱的，4月金融数据中居民部门再度转为去杠杆的表现，与地产需求4月以来的快速降温是相匹配的，由此显示在城镇化速度整体放缓的当前阶段，房地产市场跷跷板效应明显，一线城市仍有小幅的人口流入动能以支撑相对稳定的房价，但二三线城市普遍的人口流出压力和仍然较高的地产库存都意味着我们不应再对今年的地产需求过度乐观。年初以来全国土地市场成交也较为平淡，房地产市场供需两侧预计今年都是跌幅收窄的格局而非迅速转增。地产独木难支的同时，服务消费复苏速度未超预期，金融市场确定性明显改善之前，中高收入群体的收入预期很难支持可选商品消费高增，这也就凸显出今年基建投资作为政策外生手段对于稳增长和中低收入人群就业和收入预期改善的重要性。由此我们再度强调对于货币政策今年坚持中性偏松的重要判断，近期无论债市的进一步走强还是股票市场对于银行估值和存贷款利差修复预期的积极响应都是与这一判断相一致的。我们维持全年降准100BP、每季度25BP的预测不变，维持下半年1Y LPR和MLF利率下调20-30BP，5Y LPR下调10-15BP的预测不变。
- ◆ **风险提示：**基建投资稳增长力度不及预期。

分析师

张仲杰

SAC执业证书编号：S0910515050001  
zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 相关报告

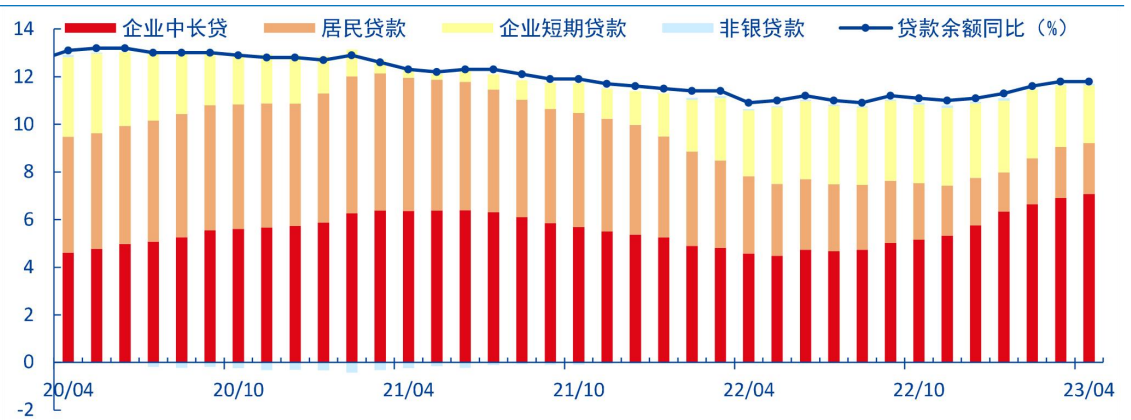
- 进出口数据点评（2023.4）-越过山丘，谁更脆弱？ 2023.5.9
- 华金宏观·双循环周报（第8期）-财经委强调产业链完整安全，美非农再超预期 2023.5.7
- 美联储FOMC会议点评（2023.5）-鲍威尔的不可能三角 2023.5.4
- 五一假期国内外宏观综述 2023.5.3
- PMI点评（2023.4）-促内需迫在眉睫，去库存长路漫漫 2023.4.30



## 一、居民加杠杆如期大幅降温，企业中长贷仍大力支持基建。

4月新增信贷仅7188亿，尽管同比仍小幅多增734亿，但较之一季度月均多增7500多亿的热度已经明显降温，低于市场预期。结构上三大特征：其一是上个月突进的居民贷款如预期未能持续，但降温速度也比我们预期更快，4月居民长、短期贷款分别净减少1156亿和1255亿，合计同比多减241亿，比去年同期上海和多地封控期间的居民去杠杆速度还快。其二是企业中长贷仍对基建投资形成坚定支持，4月新增高达6669亿，同比多增超4000亿。其三是疫情持续缓和令企业短期类贷款融资需求迅速降温，企业短贷+票据融资4月合计仅增181亿，同比少增3000亿以上。我们在3月金融数据点评报告《沙盘推演：居民部门重新加杠杆的蝴蝶效应——金融数据速评（2023.3）》中曾指出，年初以来地产需求的改善更接近积压需求的集中释放，居民部门不会由此迅速扭转去杠杆为重新加杠杆趋势，4月数据验证了这一判断。

图1：贷款余额同比及贡献结构（%）

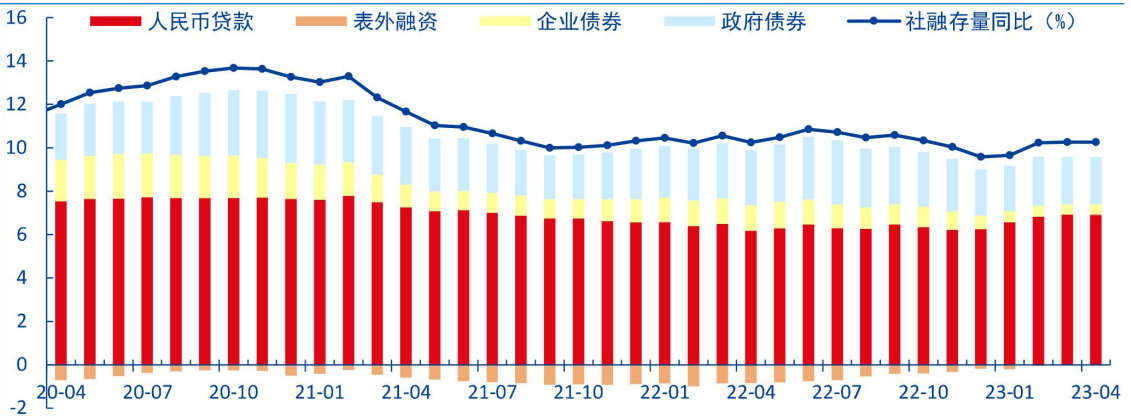


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、社融中除信贷外企业债券也相对较弱，政府债券融资速度稳定。

4月社融新增1.22万亿，同比多增2873亿，同样低于预期。除人民币信贷偏冷这一最大的拖累因素之外，企业债券新增2843亿也低于预期超2000亿，而同时政府债券新增4548亿同比多增600多亿，融资速度较为稳定。企业债券融资中城投债是最大类别，其与政府债券、企业中长贷合计表现来看，指向基建投资趋势稳健，而融资结构由居民债务为主、企业债务为辅的地产投资则重回降温通道。表外融资等其他分项4月符合预期。

图2：社融存量同比及贡献结构（%）

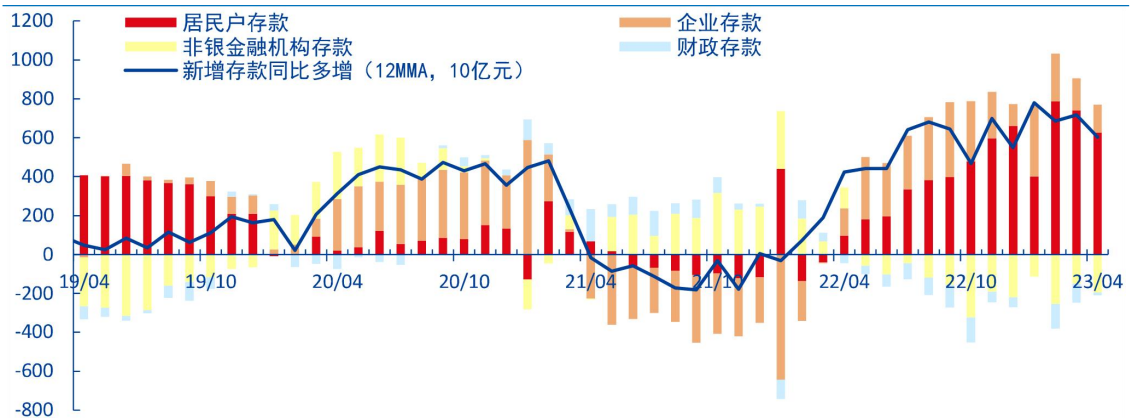


资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、M2 增速小幅回落，理财产品重获青睐开始部分替代居民超额存款。

4 月 M2 同比增速回落 0.3 个百分点至 12.4%，连续第二个月下行。本月财政持续修复蓄力，抵消货币流动性的财政性存款同比多增 4681 亿，形成一定的信用收缩效应。此外，居民、企业、非银金融机构存款合计同比少增近 9000 亿，少增幅度大于信贷偏弱的程度，其中居民、非银存款分别同比少增近 5000 亿和约 3800 亿，显示随着债市持续走牛，过去 5 个季度积累的居民超额存款（比超额储蓄更精确的一个概念）4 月比较明显的向理财产品市场流出，理财对存款重新开始形成合理的替代效果。M1 同比稍有改善至 5.3%，但仍处于去年以来的较低中枢水平附近，显示地产需求和企业经营活跃度仍然一般。

图 3：新增存款 12 个月平均及结构（10 亿元）



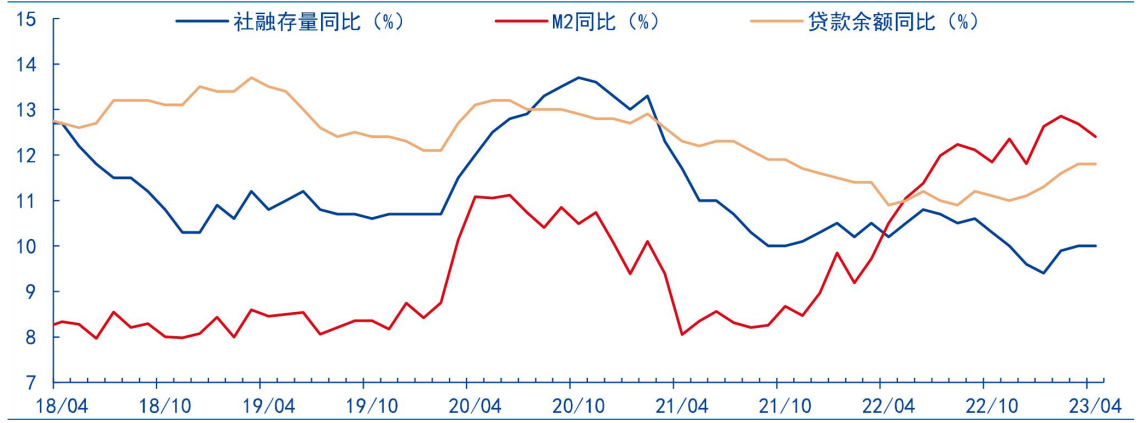
资料来源：Wind，华金证券研究所

### 四、地产市场再度趋冷，基建投资政策重要性进一步凸显，货币政策立场仍将坚持中性偏松，降准降息都是可以期待的技术性操作。

我们在上个月的金融数据点评报告中指出，3 月居民信贷的突进式高增可能反映了地产积压需求集中释放的尾部效应，可持续性是比较弱的，4 月金融数据中居民部门再度转为去杠杆的表现，与地产需求 4 月以来的快速降温是相匹配的，由此显示在城镇化速度整体放缓的当前阶段，房地产市场跷跷板效应明显，一线城市仍有小幅的人口流入动能以支撑相对稳定的房价，但二三线城市普遍的人口流出压力和仍然较高的地产库存都意味着我们不应对于今年的地产需求过度乐观。年初以来全国土地市场成交也较为平淡，房地产市场供需两侧预计今年都是跌幅收窄的格局而非迅速转增。地产独木难支的同时，服务消费复苏速度未超预期，金融市场确定性明显改善之前，中高收入群体的收入预期很难支持可选商品消费高增，这也就凸显出今年基建投资作为政策外生手段对于稳增长和中低收入人群就业和收入预期改善的重要性。由此我们再度强调对于货币政策今年坚持中性偏松的重要判断，近期无论债市的进一步走强还是股票市场对于银行估值和存贷款利差修复预期的积极响应都是与这一判断相一致的。我们维持全年降准 100BP、每季度 25BP 的预测不变，维持下半年 1Y LPR 和 MLF 利率下调 20-30BP，5Y LPR 下调 10-15BP 的预测不变。

**风险提示：**基建投资稳增长力度不及预期。

图 4: 贷款余额、社融存量同比与 M2 同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)