

2023年05月11日

## 实体部门负债增速或已触顶

## 主题报告

### 4月金融数据综述

#### 投资要点

- ◆ 第一，实体部门4月末债务余额同比增速录得10.1%，略高于前值10.0%，基本符合预期。结构方面，政府和非金融企业负债增速略高于前值，家庭负债增速则趋于平稳。非金融企业负债方面，以余额增速衡量，中长期贷款、短期贷款和非标均有不同程度上升，信用债和票据则有所下行。我们认为今年财政前置以及由其引发的实体部门负债增速或已在4月触顶，未来仍将按照稳定宏观杠杆率的目标，向名义经济增速靠拢，现有高频数据显示，5月政府和实体部门负债增速大概率转头回落。按照两会目标，今年底政府部门负债增速大约在10%，今年名义经济增速目标在大约7%。我们维持之前的观点，非金融企业将成为引导实体部门负债增速下行的核心部门。以非金融企业中长期贷款余额增速为具体标的，基于2020年疫情冲击后，其与社融和实体部门负债增速见顶的时滞，我们认为，本轮非金融企业中长期贷款余额增速的顶部将出现在今年4月左右。
- ◆ 第二，具体来看，家庭部门4月负债增速录得5.9%，前值5.9%；其中中长期贷款余额同比增长4.6%，前值4.8%，短期贷款余额同比增长9.9%，前值9.4%。我们认为，后续家庭部门负债增速或维持区间震荡，对应房地产亦整体平稳。
- ◆ 第三，政府部门负债增速4月录得11.5%，前值11.2%。按目前发债数据计算，5月末政府负债增速或有所下行。
- ◆ 第四，非金融企业负债增速4月录得11.3%，前值11.2%。从结构上来看，贷款余额增速趋于平稳；中长期贷款余额增速上升0.5个百分点至18.1%，或已触顶，短期贷款和非标（信托贷款、委托贷款、未贴现票据）余额同比增速亦有上升；信用债和票据余额同比增速则有所下行。4月PPI同比增速有所下行，部分与去年基数有关，剔除掉基数效应，我们预计其未来或低位震荡，难以拐头上行，后续非金融企业融资意愿很难主动改善。
- ◆ 第五，金融机构方面，还需后续数据验证，但根据现有数据，4月货币政策边际上较3月或基本平稳。我们维持之前的观点，2022年8月降息是一轮扩张周期的终结，而非新一轮宽松周期的开启；2022年11月底货币政策或已收敛到位，今年有望维持震荡中性。
- ◆ 第六，资产配置方面，3月最后两周和4月第一周，经济短暂回落，政策再度轻微加力，市场重复了1月的逻辑和走势，4月第二周开始上述逻辑出现逆转。目前市场主线已非常清晰。股债性价比向债券偏，权益风格向价值偏；在经济增速转头下行或政策重新扩张之前，都不必改变上述判断。中期来看，我们对国家资产负债表两端的判断没有变化，影响市场的核心变量是负债端收敛，资产端实际产出只要没有下行，就会挤压包括商品和各类金融资产在内所有资产的价格，因此目前不存在任何一类资产价格具备持续上升的基础，我们可以讨论的更多是配置和结构行情。具体而言，上证50代表的价值板块或可逢低介入；债市配置窗口开放，久期策略占优，重申去年底我们对今年十年债收益率的区间判断，即2.6%-2.9%。
- ◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松

分析师

罗云峰

SAC执业证书编号：S0910523010001

luoyunfeng@huajinsec.com

#### 相关报告

4月进出口数据点评 2023.5.9

2023年4月信用债市场跟踪 2023.5.2

地方债发行计划半月报-2023年二季度地方债发行计划已披露 16315亿元 2023.5.2

4月PMI点评-关注内需走势 2023.4.30

信用债近期事件点评 2023.4.21



## 内容目录

一、4月金融数据综述 .....	3
二、风险提示 .....	6

## 图表目录

表 1: 各部门债务情况 (贷款加债券) .....	3
表 2: 各部门债务情况 (贷款、债券加非标) .....	4
表 3: 货币供给同比 .....	4
表 4: 各部门存款余额同比 .....	4

## 一、4月金融数据综述

我们拆解的数据显示，考虑非标后，实体部门4月末债务余额同比增速录得**10.1%**，略高于前值**10.0%**，基本符合预期。结构方面，政府和非金融企业负债增速略高于前值，家庭负债增速则趋于平稳。非金融企业负债方面，以余额增速衡量，中长期贷款、短期贷款和非标均有不同程度上升，信用债和票据则有所下行。我们认为今年财政前置以及由其引发的实体部门负债增速或已在4月触顶，未来仍将按照稳定宏观杠杆率的目标，向名义经济增速靠拢，现有高频数据显示，5月政府和实体部门负债增速大概率转头回落。按照两会目标，今年底政府部门负债增速大约在**10%**，今年名义经济增速目标在大约**7%**。我们维持之前的观点，非金融企业将成为引导实体部门负债增速下行的核心部门。以非金融企业中长期贷款余额增速为具体标的，基于**2020**年疫情冲击后，其与社融和实体部门负债增速见顶的时滞，我们认为，本轮非金融企业中长期贷款余额增速的顶部将出现在今年**4**月左右。

具体来看，政府部门负债增速4月录得**11.5%**，前值**11.2%**。按目前发债数据计算，5月末政府负债增速或有所下行。非金融企业负债增速4月录得**11.3%**，前值**11.2%**。从结构上来看，贷款余额增速趋于平稳；中长期贷款余额增速上升**0.5**个百分点至**18.1%**，或已触顶，短期贷款和非标（信托贷款、委托贷款、未贴现票据）余额同比增速亦有上升；信用债和票据余额同比增速则有所下行。4月**PPI**同比增速有所下行，部分与去年基数有关，剔除掉基数效应，我们预计其未来或低位震荡，难以拐头上行，后续非金融企业融资意愿很难主动改善。家庭部门4月负债增速录得**5.9%**，前值**5.9%**；其中中长期贷款余额同比增长**4.6%**，前值**4.8%**，短期贷款余额同比增长**9.9%**，前值**9.4%**。我们认为，后续家庭部门负债增速或维持区间震荡，对应房地产亦整体平稳。

金融机构债务余额同比增速方面，4月份有所上升；不过，在我们观察的广义金融机构债务规模中该数据占比约三成，还需关注后续广义金融机构债务数据。根据现有数据，4月货币政策边际上较3月或基本平稳。我们维持之前的观点，**2022**年8月降息是一轮扩张周期的终结，而非新一轮宽松周期的开启；**2022**年11月底货币政策或已收敛到位，今年有望维持震荡中性。

表 1：各部门债务情况（贷款加债券）

		2022/12	2023/01	2023/02	2023/03	2023/04
家庭	债务余额（万亿元）	74.9	75.2	75.4	76.6	76.4
	同比	5.4%	4.5%	5.3%	5.9%	5.9%
政府	债务余额（万亿元）	83.3	83.9	84.8	85.7	86.3
	同比	9.7%	9.7%	10.5%	11.2%	11.5%
非金融企业	债务余额（万亿元）	146.8	151.3	152.9	155.5	156.1
	同比	13.3%	13.5%	13.4%	12.7%	12.6%
金融机构	债务余额（万亿元）	48.4	48.1	48.6	48.8	49.7
	同比	7.9%	7.7%	5.8%	5.1%	7.6%
全社会	债务余额（万亿元）	353.3	358.5	361.7	366.6	368.6
	同比	9.9%	9.8%	9.9%	9.9%	10.2%
实体	债务余额（万亿元）	305.0	310.4	313.1	317.8	318.8
	同比	10.3%	10.2%	10.6%	10.6%	10.7%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 2：各部门债务情况（贷款、债券加非标）

		2022/12	2023/01	2023/02	2023/03	2023/04
家庭	债务余额（万亿元）	74.9	75.2	75.4	76.6	76.4
	同比	5.4%	4.5%	5.3%	5.9%	5.9%
政府	债务余额（万亿元）	83.3	83.9	84.8	85.7	86.3
	同比	9.7%	9.7%	10.5%	11.2%	11.5%
非金融企业	债务余额（万亿元）	164.4	169.4	170.9	173.7	174.2
	同比	11.2%	11.4%	11.7%	11.2%	11.3%
金融机构	债务余额（万亿元）	48.4	48.1	48.6	48.8	49.7
	同比	7.9%	7.7%	5.8%	5.1%	7.6%
全社会	债务余额（万亿元）	371.0	376.6	379.7	384.8	386.6
	同比	9.2%	9.1%	9.3%	9.3%	9.8%
实体	债务余额（万亿元）	322.6	328.4	331.1	336.0	336.9
	同比	9.4%	9.3%	9.9%	10.0%	10.1%

资料来源：Wind，华金证券研究所

货币供给方面，4月M2同比增长12.4%，低于前值12.7%。分结构来看，政府存款余额增速高于前值；M0、家庭、非金融企业和非银金融机构存款余额增速则均低于前值。合并来看，实体部门存款余额同比增速与前值基本持平。

表 3：货币供给同比

	2022/12	2023/01	2023/02	2023/03	2023/04
M0 同比	15.3%	7.9%	10.7%	11.0%	10.7%
实体部门存款余额同比	12.1%	12.8%	13.9%	13.2%	13.2%
非银金融机构存款余额同比	8.3%	13.2%	5.1%	9.0%	6.3%
M2 同比	11.8%	12.6%	12.9%	12.7%	12.4%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 4：各部门存款余额同比

	2022/12	2023/01	2023/02	2023/03	2023/04
家庭	17.4%	17.2%	18.3%	18.0%	17.7%
政府	-0.7%	0.7%	-1.7%	-1.9%	6.6%
非金融企业	6.8%	7.9%	9.1%	8.7%	8.6%
非银金融机构	6.6%	11.9%	3.1%	7.3%	5.5%

资料来源：Wind，华金证券研究所

数据显示，按照最新口径，总规模为360.0万亿的社融余额4月末同比增长10.0%，前值10.0%。我们测算的总规模为368.6万亿的贷款加债券余额4月末同比增长10.2%，前值9.9%；进一步加入委托贷款、信托贷款、未贴现票据三项非标融资后，4月末总债务余额为386.6万亿，同比增长9.8%，前值9.3%。

从结构上看，4月非金融企业贷款加债券余额同比增速低于前值；如果加入信托贷款、委托贷款和未贴现票据三项非标融资，则略高于前值。4月家庭部门债务余额同比增速稳定在5.9%；政策层面“房住不炒”的指导目标未变，后续家庭部门负债增速或维持区间震荡，对应房地产亦

整体平稳。政府部门债务余额同比增速 4 月录得 11.5%，高于前值 11.2%，存款余额增速亦大幅上升，显示 4 月财政边际上或已开始趋稳甚至小幅收敛。金融机构方面，目前我们能观察到的金融机构债务约为 50 万亿，占广义金融机构债务规模的约三成，因此其代表性较差，根据现有数据，我们倾向于判断 4 月广义金融机构债务余额同比增速或低于前值。

货币供给方面，M2 同比增速低于前值，缴准基数余额环比下降，M0、财政存款环比双双上升，结合央行公开市场操作和同业存单数据分析，4 月超额备付金率或与 3 月基本相当。4 月非银金融机构存款余额同比增速有所下降，其负债同比增速则有上升，合并来看其流动性压力有所增加。家庭存款余额同比增速略有下降，去杠杆下的后续变化值得关注；非金融企业活期存款储备同比增速小幅上升；财政存款余额同比增速则大幅上升，政府债务余额同比增速亦有所上升。合并来看，4 月财政边际上或已开始趋稳甚至小幅收敛。

### （1）4 月实体部门存款余额同比增速平稳，非银金融机构存款余额同比增速下降。

4 月 M2 同比增长 12.4%，前值 12.7%；M0 同比增长 10.7%，前值 11.0%。剔除掉 M0 之后，4 月存款余额同比增长 12.4%，前值 12.8%。我们考虑计入 M2 的存款，4 月底非银金融机构存款余额同比增长约 6.3%，前值增长 9.0%；家庭和非金融企业存款余额同比增长约 13.2%，前值 13.2%。

4 月 M1 同比增长 5.3%，前值同比增长 5.1%。剔除掉 M0 之后，4 月非金融企业活期存款余额同比增长 4.3%，前值同比增长 4.1%。

分部门来看，4 月底家庭存款余额同比增长 17.7%，前值 18.0%；4 月底非金融企业存款余额同比增长 8.6%，前值 8.7%；4 月底政府存款余额同比增长 6.6%，前值同比下降 1.9%。4 月底非银金融机构存款余额同比增长 5.5%，前值增长 7.3%。

### （2）4 月实体部门负债增速小幅上升。

家庭部门 4 月负债增速录得 5.9%，前值 5.9%；其中中长期贷款余额同比增长 4.6%，前值 4.8%，短期贷款余额同比增长 9.9%，前值 9.4%。我们认为，后续家庭部门负债增速或维持区间震荡，对应房地产亦整体平稳。

非金融企业负债增速 4 月录得 11.3%，前值 11.2%。从结构上来看，贷款余额增速趋于平稳；中长期贷款余额增速上升 0.5 个百分点至 18.1%，或已触顶，短期贷款和非标（信托贷款、委托贷款、未贴现票据）余额同比增速亦有上升；信用债和票据余额同比增速则有所下行。4 月 PPI 同比增速有所下行，部分与去年基数有关，剔除掉基数效应，我们预计其未来或低位震荡，难以拐头上行，后续非金融企业融资意愿很难主动改善。

4 月非银金融机构贷款余额同比增长 23.3%，前值同比增长 13.0%；综合考虑贷款和债券，我们估算的数据显示，4 月底非银金融机构债务余额同比增长 2.0%，前值同比下降 2.5%。4 月底银行（含政策银行）债券余额同比增长 8.1%，前值同比上涨 5.8%。综合来看，4 月底金融机构负债同比增长 7.6%，前值同比上涨 5.1%。目前我们能观察到的金融机构债务约为 50 万亿，占广义金融机构债务规模的约三成，因此其代表性较差，根据现有数据，我们倾向于判断 4 月广义金融机构债务余额同比增速或低于前值。

不考虑债务置换影响，政府部门负债增速 4 月录得 11.5%，前值 11.2%。按目前发债数据计算，5 月末政府负债增速或有所下行。

贷款和债券合计，4 月末全社会负债余额同比增长 10.2%，前值 9.9%；其中实体部门负债同比增长 10.7%，前值 10.6%。进一步加入委托贷款、信托贷款、未贴现票据三项非标融资，4 月末全社会负债余额同比增长 9.8%，前值 9.3%；其中实体部门负债同比增长 10.1%，前值 10.0%。

4 月末家庭和非金融企业贷款中的中长期贷款占比 67.2%，前值 67.1%。

## 二、风险提示

- 1、经济失速下滑
- 2、政策超预期宽松

## 分析师声明

罗云峰声明，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.cn](http://www.huajinsec.cn)