



宏观研究

【粤开宏观】大起大落金融数据的背后：4月金融数据解读

2023年05月11日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】理顺政府与市场关系，是提振信心的关键》2023-04-23

《【粤开宏观】政治局会议释放的八大信号》2023-04-28

《【粤开宏观】“美元霸权”与“去美元化”：国际货币体系视角》2023-05-03

《【粤开宏观】大类资产分析手册之一：黄金的定价逻辑与常见误区》2023-05-08

《【粤开宏观】银行协定存款和通知存款自律上限下调点评》2023-05-11

摘要

金融数据在一季度超预期高增之后，4月出现了明显回落。4月新增社会融资规模和人民币贷款分别为12200和7188亿元，均低于市场预期的17199和11354亿元，即使与历史同期水平相比，也明显偏弱。

一、金融数据大起大落是近年来的常态，主要体现为一季度金融数据开门红、4月迅速回落，这种现象是特定的政治经济现象，更多反映出政策靠前发力后但实体经济并未完全恢复的状态。

近年来我国经济受疫情冲击、外部供应链冲击等，为提振信心，同时让政策尽早发力，往往谋求一季度的开门红，因此项目开工率、金融信贷支持、财政发力都在一季度明显发力，各方面数据较好。从金融机构的角度，年初信贷额度充足、项目储备丰富、早放贷早收益，存在争取“开门红”的内在动力；从监管政策来看，监管部门要求金融机构更好地支持实体经济发展，银行考核压力增大，出现贷款冲量的行为。

但是其后实体融资需求低迷导致银行信贷在4月快速回落。4月新增信贷社融的回落幅度明显超过季节性水平，表明一季度的高增存在透支效应，信贷需求仍然偏弱，不足以平滑数据波动。

二、住户贷款负增长，居民消费和购房需求有待提振

4月住户贷款减少2411亿元，其中，短期贷款减少1255亿元，中长期贷款减少1156亿元，而往年同期住户贷款通常增加5000亿元以上。

首先，居民消费和购房需求低迷导致贷款需求不强。例如，“五一”假期，国内旅游人次和旅游收入分别恢复至2019年同期的119.09%和100.66%，人均旅游花费仅恢复至84.5%。居民购房需求在3月的集中释放后，4月也明显走软，30大中城市商品房成交面积低于2020和2021年同期水平。

其次，受投资理财收益率下行、存量房贷利率较高等因素影响，居民提前还贷现象增多。今年4月地产销售要好于去年同期，但住户新增中长期贷款却同比减少842亿元，与此同时，4月住户存款减少1.2万亿元，同比多减4968亿元。

三、政府和国企扩投资稳增长，民营经济信心仍不足

与往年同期相比，4月企（事）业单位短期贷款和中长期贷款增加，票据融资减少，贷款结构有所好转，其中或以国企贷款为主。一季度民间投资同比仅为0.6%，大幅低于固定资产投资总额的5.1%，制造业投资增速下行，均反映出民营经济对未来的信心仍不足，稳定经济主要依赖以基建投资为代表的政府和国企投资。4月制造业和建筑业PMI分别为49.2%和63.9%，与基建相关的建筑业的景气度显著高于制造业。

财政政策靠前发力，地方政府“开局即冲刺”，基建投资稳增长。4月新增政



府债券 4548 亿元，同比多增 636 亿元。今年专项债发行依然保持较快进度，4 月发行进度为 43.24%，高于去年的 38.41%，创近年来新高。

风险提示：外部冲击超预期、经济下行压力超预期



目 录

一、金融数据大起大落，政策发力与实体融资需求不足并存	4
二、住户贷款负增长，居民消费和购房需求有待提振	6
三、政府和国企扩投资稳增长，民营经济信心仍不足	7

图表目录

图表 1： 2023 和 2022 年新增社融均呈现一季度高增、4 月回落的特征	4
图表 2： 2023 和 2022 年新增贷款均呈现一季度高增、4 月回落的特征	5
图表 3： 票据转贴现利率和国债收益率均 1 月上升、4 月回落	5
图表 4： 假期旅游收入的恢复程度不及旅游人次	6
图表 5： 3 月房地产销售明显恢复，但 4 月再度回落	6
图表 6： 4 月住户存款同比明显减少	7
图表 7： 4 月企（事）业单位短期和中长期贷款同比增加，票据融资同比减少	8
图表 8： 2023 年新增专项债发行进度较快	8



一、金融数据大起大落，政策发力与实体融资需求不足并存

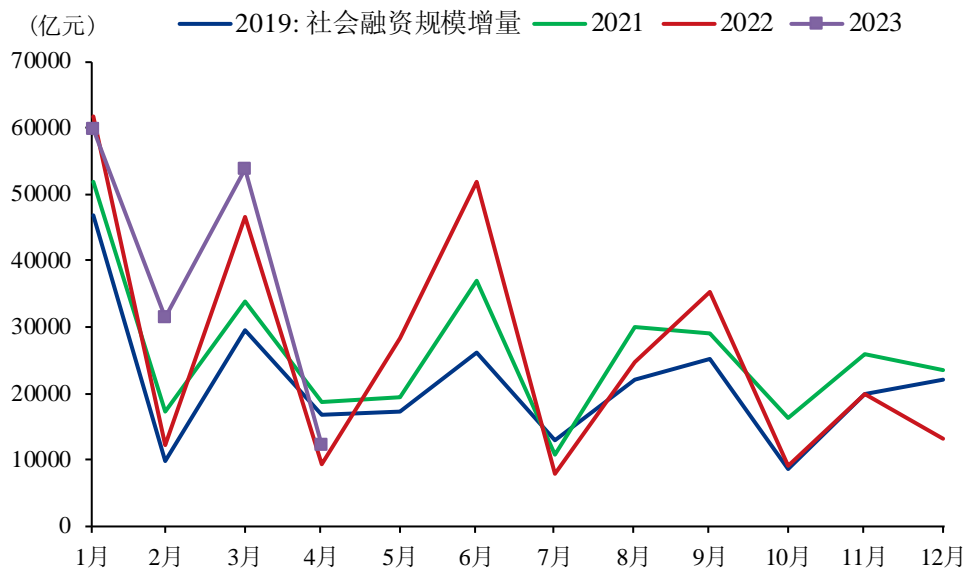
今年信贷社融数据的波动节奏与去年十分相似，均呈现出一季度超预期高增、4月又大幅回落的特征。今年一季度各月的新增社融和新增贷款表现都非常强劲，但4月却显著走弱，处于近几年同期的低位。若不是去年同期的低基数，4月新增社融和新增贷款同比都将出现负增长。

这背后是政策持续发力与实体融资需求不足共同作用的结果。

一方面，稳增长政策推动信贷社融在一季度超预期高增。从银行自身来看，年初信贷额度充足、项目储备丰富、早放贷早收益，存在争取“开门红”的内在动力；从监管政策来看，监管部门要求金融机构更好地支持实体经济发展，银行考核压力增大，出现贷款冲量的行为。

另一方面，实体融资需求低迷导致银行信贷在4月快速回落。4月新增信贷社融的回落幅度明显超过季节性水平，表明一季度的高增存在透支效应，信贷需求仍然偏弱，不足以平滑数据波动。

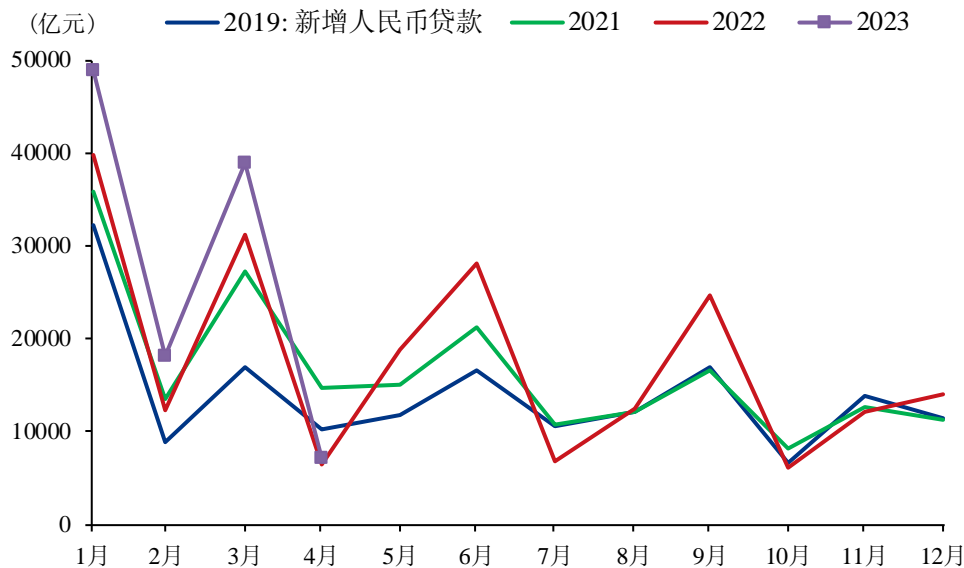
图表1：2023和2022年新增社融均呈现一季度高增、4月回落的特征



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：2023 和 2022 年新增贷款均呈现一季度高增、4 月回落的特征



资料来源：Wind、粤开证券研究院

债券市场和票据市场对此也有反映。1月票据转贴现利率和国债收益率均明显上升，市场预期经济迎来快速恢复。然而国债收益率自2月以来持续走弱，4月更是加速下探，表明市场对经济恢复前景仍存在疑虑；票据转贴现利率也在4月出现大幅下滑，表明实体经济的信贷需求较弱。

图表3：票据转贴现利率和国债收益率均1月上升、4月回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

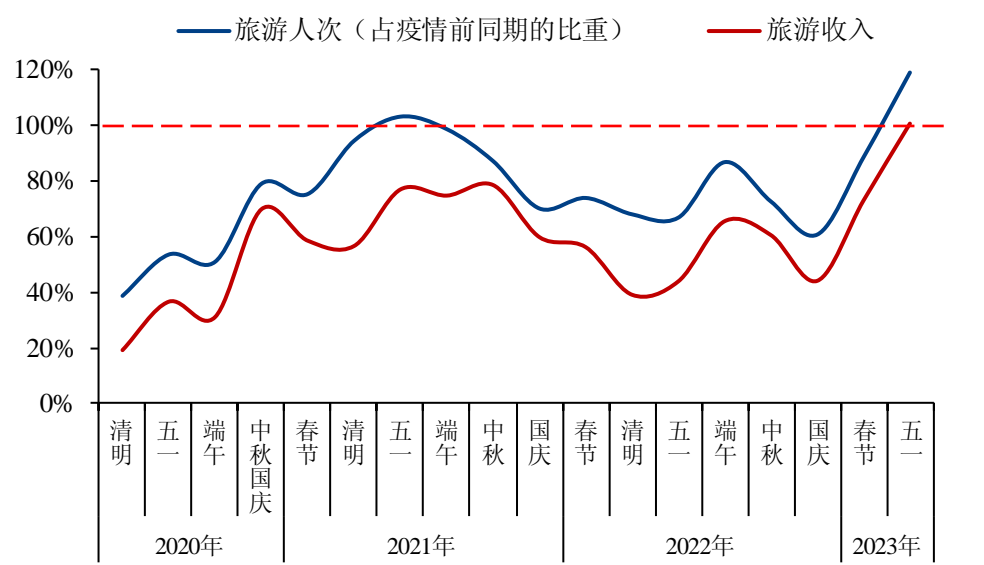


二、住户贷款负增长，居民消费和购房需求有待提振

4月住户贷款减少2411亿元，其中，短期贷款减少1255亿元，中长期贷款减少1156亿元，而往年同期住户贷款通常增加5000亿元以上。

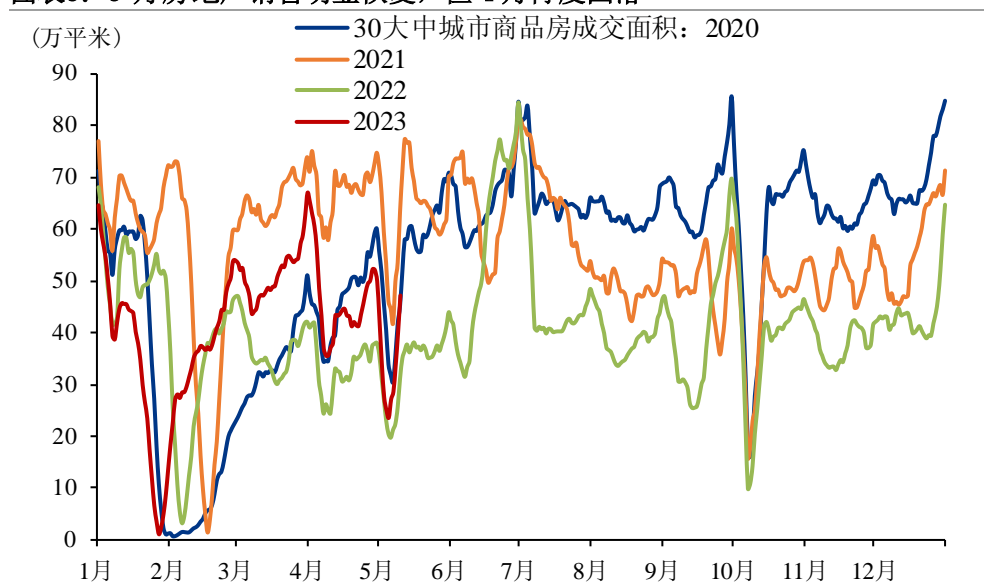
首先，居民消费和购房需求低迷导致贷款需求不强。例如，“五一”假期，国内旅游人次和旅游收入分布恢复至2019年同期的119.09%和100.66%，人均旅游花费仅恢复至84.5%，这还是在机票、住宿等价格大幅上涨的情况下，4月CPI旅游价格较2019年同期累计上涨了15.4%。居民购房需求在3月的集中释放后，4月也明显走软，30大中城市商品房成交面积低于2020和2021年同期水平。

图表4：假期旅游收入的恢复程度不及旅游人次



资料来源：文化和旅游部、粤开证券研究院

图表5：3月房地产销售明显恢复，但4月再度回落

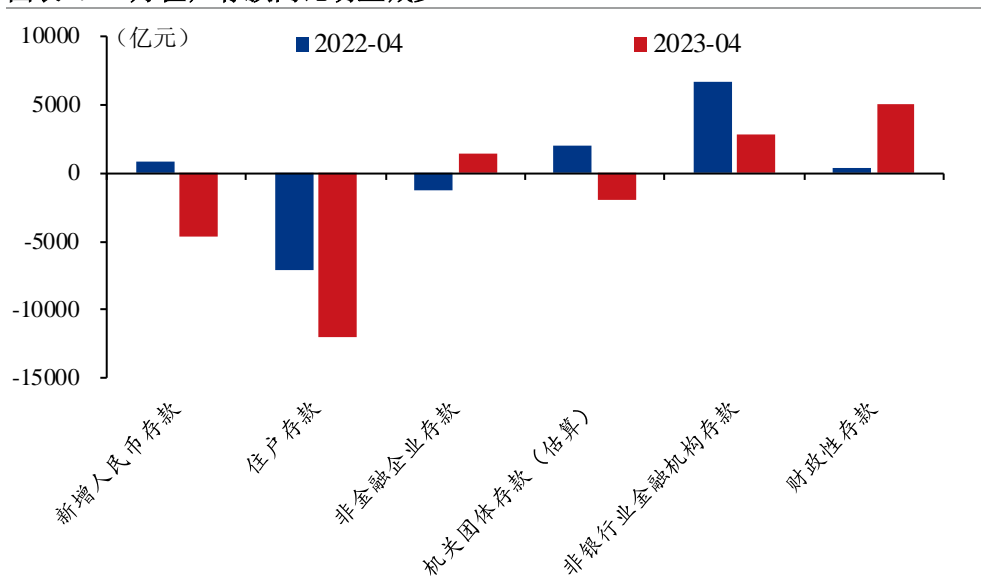


资料来源：Wind、粤开证券研究院



其次，受投资理财收益率下行、存量房贷利率较高等因素影响，居民提前还贷现象增多。居民手中留有一定的超额储蓄，在理财收益不足以覆盖房贷利息的情况下，居民选择提前还贷，降低月供压力。今年4月地产销售要好于去年同期，但住户新增中长期贷款却同比减少842亿元，与此同时，4月住户存款减少1.2万亿元，同比多减4968亿元。

图表6：4月住户存款同比明显减少



资料来源：Wind、粤开证券研究院

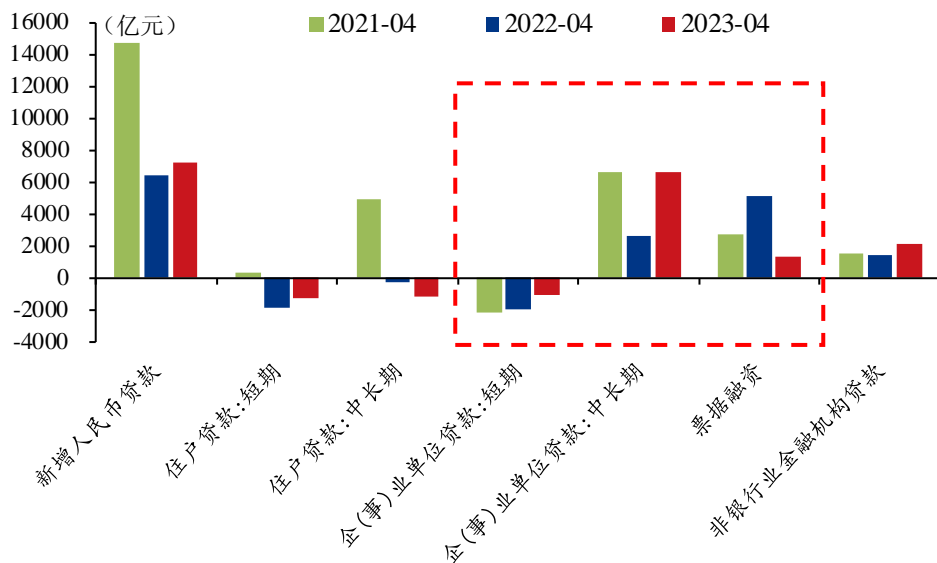
三、政府和国企扩投资稳增长，民营经济信心仍不足

4月企（事）业单位贷款增加6839亿元，其中，短期贷款减少1099亿元，中长期贷款增加6669亿元，票据融资增加1280亿元。与往年同期相比，短期贷款和中长期贷款增加，票据融资减少，贷款结构有所好转，其中或以国企为主。一季度民间投资同比仅为0.6%，大幅低于固定资产投资总额的5.1%，制造业投资增速下行，均反映出民营经济对未来的信心仍不足，稳定经济主要依赖以基建投资为代表的政府和国企投资。4月制造业和建筑业PMI分别为49.2%和63.9%，与基建相关的建筑业的景气度显著高于制造业。

财政政策靠前发力，地方政府“开局即冲刺”，基建投资稳增长。4月新增政府债券4548亿元，同比多增636亿元。今年专项债发行依然保持较快进度，4月发行进度为43.24%，高于去年的38.41%，创近年来新高。

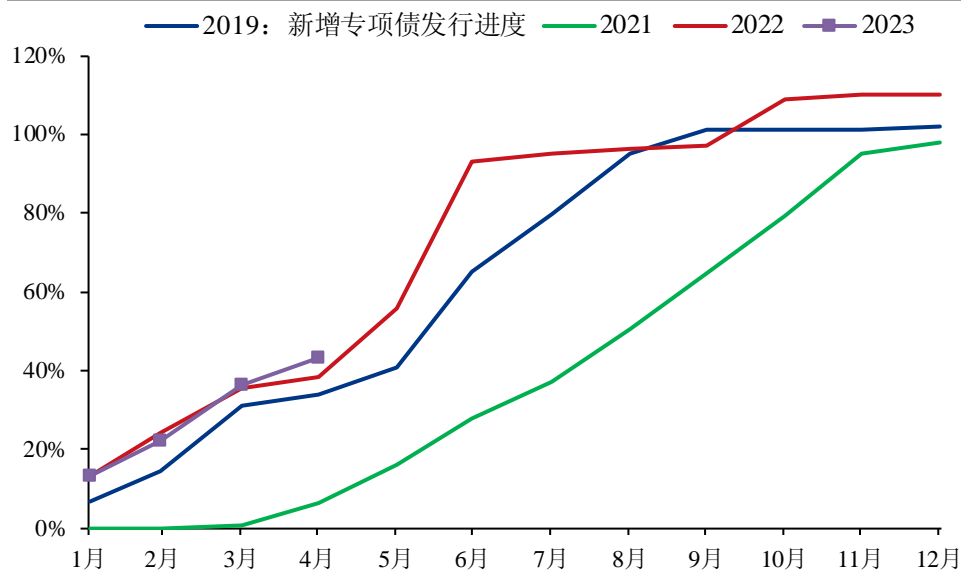


图表7：4月企（事）业单位短期和中长期贷款同比增加，票据融资同比减少



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表8：2023年新增专项债发行进度较快



资料来源：Wind、粤开证券研究院

4月M2同比增长12.4%，较上月回落0.3个百分点。其一，贷款创造存款，融资需求不足，存款派生自然乏力；其二，居民部门提前还贷，银行体系资产端收缩，负债端的存款货币同步减少；其三，4月是缴税大月，存款从实体部门流向政府部门，政府性存款同比多增，但不计入M2中。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com