



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《做空、挤兑、破产、紧缩，平衡风险为上》 - 2023.05.05

宏观研究

恢复性反弹接近尾声，内生动能需外力提振

● 核心观点

4月通胀、金融数据公布，指向企业、居民部门融资需求同步弱化，经济在年初的恢复性动能收敛后，内生动能可能尚未顺利启动。当前金融数据宽而经济内生动能弱的环境，与2015年、2019年有一定的相似性。未来要有效启动经济内生动能，我们继续认为通过“投资——居民收入——消费”链条，可能是更为顺畅的路径。

投资建议：此时关注顺周期行业政策预期，尤其是产业链链主的“中”字头企业；而顺周期信心不足，宜看向未来，如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

● 风险提示：

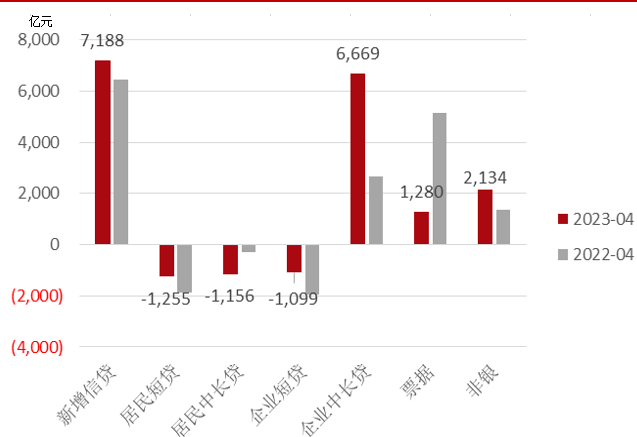
房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

图表目录

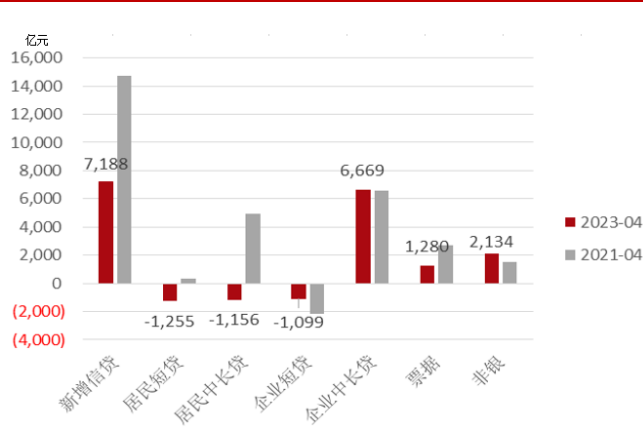
图表 1: 4 月信贷同比表面多增	4
图表 2: 4 月信贷较 2021 年同期对比	4
图表 3: 4 月社融同比增长	6
图表 4: 4 月社融较 2021 年同期对比	6
图表 5: M1 与 M2	6
图表 6: M1&M2 剪刀差与经济景气度	6

4月通胀、金融数据公布，指向企业、居民部门融资需求同步弱化，经济在年初的恢复性动能收敛后，内生动能可能尚未顺利启动。当前金融数据宽而经济内生动能弱的环境，与2015年、2019年有一定的相似性。未来要有效启动经济内生动能，我们继续认为通过“投资——居民收入——消费”链条，可能是更为顺畅的路径。具体如下：

融资需求显著弱化。4月新增信贷7188亿，表面来看同比多增734亿，维持了去年12月以来的同比正增长，但是这种增长的含金量并不高。一方面，4月同比增幅较一季度单月5000亿以上的规模明显收敛；另一方面，去年4月疫情反复、本身贷款投放偏低，比较基数较一季度明显回落。考虑信贷投放的季节性特征，可以与2021年比较来观察今年4月的实际贷款新增强弱。与2021年同期比较，4月新增信贷少增7512亿，而1、2、3月增幅分别为11600、4500、13200亿，4月信贷增长显著弱化。那么一个问题是，对于快速转弱的信贷，是商业银行信贷额度不足的原因？还是实体经济部门融资需求下行的原因？中国人民银行货币政策委员会2023年第一季度例会提到，要精准有力实施稳健的货币政策……全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作……保持信贷合理增长、节奏平稳。今年一季度新增信贷达到10.6万亿，创历史新高，信贷余额同比增速亦升至11.8%，较去年末提高0.7个百分点，前期信贷投放节奏的确偏快，在此基础上4月对信贷投放节奏做出调整是合理的。但是，由一季度同比高增快速回落，信贷明显已偏离“合理”增长的范围，因此，4月融资需求走弱应是主要原因。这与4月制造业PMI，尤其是大型企业PMI回落至荣枯线以下是一致的。

图表1：4月信贷同比表面多增


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：4月信贷较2021年同期对比


资料来源：Wind，中邮证券研究所

企业融资需求转弱，居民融资低位滑至负增。2023年以来企业与居民融资需求分化，企业融资需求较强的同时居民则持续偏弱，4月两部门融资需求均走弱。

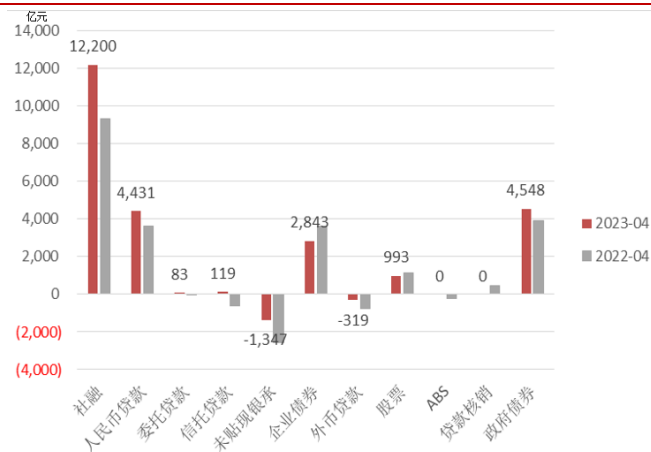
——4月企业中长贷增6669亿，同比多增4017亿，表面看企业中长贷似乎保持强劲，但与整体信贷投放存在相似的基数影响。与2021年比较，4月企业中长贷新增64亿，而1、2、3月则分别增长14600、100、7400亿，企业信贷增长转弱。同时，4月票据融资新增1280亿，为今年以来首次正增长，票据由腾出贷款额度的工具转变为冲占贷款规模的工具，亦指向企业融资需求转弱。另外，4月PPI同比下降3.6%，较3月降幅扩大1.1个百分点，连续第4个月下行。值得关注的是，4月PPI环比下降0.5%，在2、3月环比零增长后再度降至负区间。据国家统计局测算，在4月份3.6%的PPI同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为-2.6个百分点，上月为-2.0个百分点；新涨价影响约为-1.0个百分点，上月为-0.5个百分点。反映在基数偏高的影响以外，4月工业品新涨价动力偏弱。其中，黑色、有色、石化板块价格压力普遍恶化。库存压力则持续存在，4月PMI产成品库存分项为49.4%，维持在偏高水平。因此，4月经济景气下行导致价格下行压力加大、库存偏高，引发企业融资需求转弱。

——4月居民中长贷负增1156亿，同比多减842亿，2022年4月后居民中长贷增长持续减速，如果与2021年同期相比，4月居民中长贷同比少增6072亿。4月30大中城市商品房成交面积同比增长31%，较3月45%放缓，商品房市场成

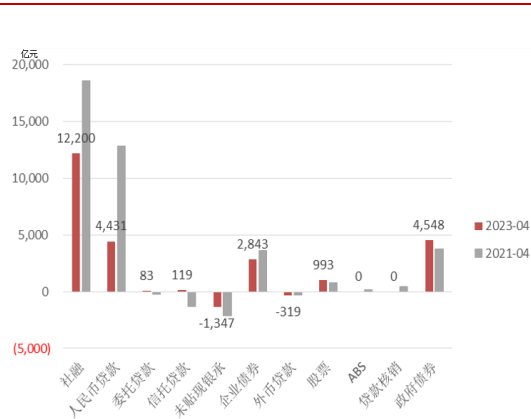
交回落是居民中长贷负增的主要原因。4月居民短贷负增1255亿。居民短贷在3月一度高增超6000亿，但是与2022年的企业中长贷类似，今年以来居民短贷月度间增长的稳定性较差，反映其高增主要受到供给端信贷政策发力推动，而实际融资需求持续偏弱。从通胀数据观察，4月居民消费需求疲软。4月CPI同比上涨0.1%，较3月放缓0.6个百分点。4月食品、能源CPI同比分别为0.4%、-10.4%，猪价低位下行、油价回落拖累通胀读数。4月核心CPI同比0.7%，与3月持平，持续在较低水平运行。据国家统计局测算，在4月份0.1%的CPI同比涨幅中，上年价格变动的翘尾影响约为0.3个百分点，比上月回落0.4个百分点；新涨价影响约为-0.2个百分点，上月为0。反映即使抛开猪周期、原油价格输入性因素的影响，需求整体仍然弱势。但是，4月乘用车市场零售163.0万辆，同比增长55.5%，环比增长2.5%，是自2010年以来仅有的两次环比正增长之一。4月汽车价格战热度逐渐消退，经销商恐慌心态逐步稳定，消费者恢复理性消费，观望情绪得以缓解，前期压抑的需求有所释放，叠加“五一”小长假出行用车需求增长，带动购车消费前置，整体车市延续3月底的态势，企稳修复。4月居民消费融资需求与汽车销售的修复走势出现分化，可能反映了其他品类的消费愈加疲弱。

财政政策存发力空间。4月社融增1.22万亿，同比多增2873亿，社融同比增速维持10%，但同样受到去年低基数影响。与2021年同期比较，4月社融少增6370亿，而1-3月分别多增7982、14317、20038亿，信贷投放的低增是社融的最大拖累。同时企业债券同比少增809亿，亦是拖累因素。而4月政府债券融资4548亿元，同比多增636亿，小幅度对冲了贷款低增长，反映当前政策支撑项仍在，但不敌市场内生融资需求的消退。另外，4月存款下降4609亿元，受到信贷、社融低增，派生存款减少的影响。财政存款新增5028亿，同比多增4618亿，财政存款的波动亦有明显的季节性，季度首月往往正增长，为季度末月财政政策的发力蓄积空间。4月M2同比降至12.4%，环比降0.3个百分点，M1同比5.3%，环比微升0.2个百分点，M1同比与M2同比的剪刀差走扩0.5个百分点。企业存款新增1408亿，M1同比上行反映企业活期存款增长。一种可能性是企业资金活期化程度提高，但是这似乎与经济景气回落、企业融资需求转弱不符；另一种可

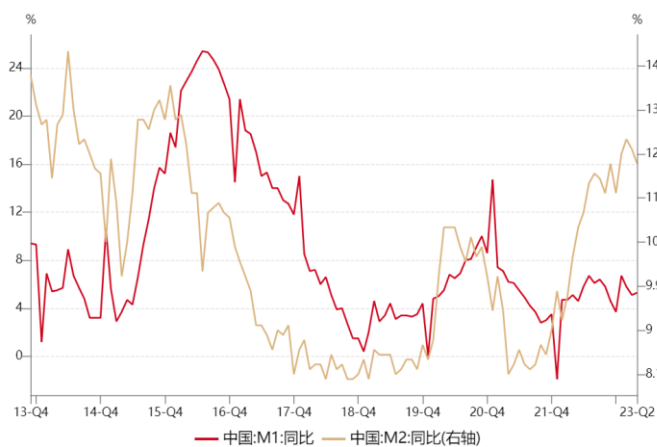
能性是企业避险需求上升。历史来看，M1 与 M2 同比剪刀差相对于经济增长存在同步性，整体来看 M1 与 M2 同比剪刀差仍处于 2021 年以来的下行趋势中，后续能否触底反弹有待观察。

图表3：4月社融同比增长


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：4月社融较2021年同期对比


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：M1 与 M2


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：M1&M2 剪刀差与经济景气度


资料来源：Wind，中邮证券研究所

理财需求回温。4月居民存款减少1.2万亿，在连续5个月的高增后转负。这与2021年4月相似。2021年4月房地产市场热度较高，商品房销售当月同比增19.2%，同时70大中城市二手住宅价格指数同比涨幅达到3.4%；同时A股市场走势良好，上证指数2月突破3700点，带动当时居民存款流入基金、房地产市场。今年4月虽然房地产市场成交降温，但是债券市场获得较好收益，带动银行理财产品收益改善，可能引发居民存款向基金、理财产品转移。据21世纪经

济报道，近日，相关部门下发通知，要求各银行控制通知存款、协定存款利率加点上限。对于通知存款利率，国有大行不能超过基准利率 0.1 个百分点，其他银行不能超过基准利率 0.2 个百分点。通知存款、协定存款纳入自律上限调整，有助于减缓银行高息揽储的竞争压力，推动存款成本的整体下移。而这一调整可能导致存款利率与其他金融产品收益率差距扩大，加速理财需求释放，并加速 4 月出现的存款转移。

结合 4 月通胀数据和金融数据来看，4 月社融增速维持近期以来较高水平的同时，经济内生动能疲软。这与 2015 年、2019 年具有一定的相似性。2015 年贷款余额同比由 2014 年末的 13.6% 升至 15.4% 高位，而经济并未见到明显起色，GDP 名义同比由 2014 年四季度的 7.8% 降至 2015 年四季度的 6.5%，中采制造业 PMI 亦降至荣枯线以下。2019 年社融同比增速由 2018 年末的 10.3% 升至 2019 年 6 月 11.2%，经济则反复波动，GDP 名义同比由 2018 年四季度的 9.9% 降至 2019 年四季度的 7%，中采制造业 PMI 大部分月份处于收缩区间。而化解 2015 年、2019 年症结的焦点在于提振投资，2015 年开始的三去一降一补供给侧结构性改革，通过去产能、去库存推动了工业和房地产业的改善，拉动实体经济复苏。2018 年则出台支持设备更新改造新政（调整设备器具扣除企业所得税政策），推动制造业投资扩张。2020 年上半年央行三次降准（含 2 次定向降准）、2 次降息，5 年期 LPR 累计下调 15bp，叠加前期居民超额储蓄的释放，带动房地产市场启动。因此，针对当前经济内生动能疲软的症结，我们认为盘眼仍在房地产。如政策能助力房地产市场回归健康发展轨道、提振制造业投资扩张，进而拉动居民收入增长，促进消费动能修复，则前期大量投放的信贷有望转化为经济复苏的有效动能。

综上，投资建议：此时关注顺周期行业政策预期，尤其是产业链链主的“中”字头企业；而顺周期信心不足，宜看向未来，如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048