

## 本不固，枝难荣

## ——4月金融数据点评

## 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**社融不及预期，居民部门再现净偿还。**4月社融新增规模不及预期，同比仍为多增，环比少增量处于历史同期的偏高水平。**居民信贷、企业债券融资是社融低于预期的主要拖累项，背后是居民购房需求的转弱及企业融资的结构性调整。**具体结构来看，4月社融及信贷数据呈以下特点：**第一，企业发债偏弱，政府债券融资相对稳定。**在央行对信贷的窗口指导下，银行给企业的贷款非常充裕，利率也一直处于极低的水平，这替代了企业发债融资的需求。所以企业中长期贷款对发债融资的替代性在本月延续。政府债券融资同比多增，或主要受到新增专项债的拉动，今年财政前置发力明显。**第二，表外融资持续改善。**委托贷款及信托贷款同比多增，未贴现银行承兑汇票同比少减对本月社融形成一定贡献。**第三，居民和企业信贷表现分化。居民端再现净偿还。**中长期贷款更是录得自2007年有统计数据以来的最低值。居民部门加杠杆活动的降温源于本月其购房需求的走弱、提前偿债意愿的增加以及商品消费的较缓修复。**企业中长贷则持续同比高增。**企业融资需求旺盛对于投资将有一定推动作用。**第四，“脱实向虚”特征凸显。**本月非银行业金融机构新增人民币贷款同比及环比均多增，显示出一定的“脱实向虚”特性，但考虑到5月5日二十届中央财经委员会第一次会议中提出“要坚持以实体经济为重，防止脱实向虚”，后续政策或将引导资金更多流向实体，非银新增贷款走高可能不具有持续性。

**居民存款由增转降，M2同比超预期回落。**4月M2同比相比上月收窄0.3个百分点且同样低于市场预期。一个是去年同期M2基数走高，更重要的是本月M2的确弱于上月，基于分部门存款角度，4月住户、非金融企业存款新增均为负值，尤其是居民新增存款，在2022年11月持续正增以来首次转负，可能与本月居民部门以存款偿债有关。而实体部门与政府部门存款增量分化，除了财政存款之外，其他三个部门本月新增存款规模环比、同比均出现不同程度的下降，边际来看，本月财政支出的力度可能有所下降。M1同比增长5.3%，增速相比上月加快了0.2个百分点，但仍然位于较低水平，再次印证生产经营还待修复。M1-M2增速差收敛0.5个百分点至-7.1%。

**需求不足，政策加码必要性增强。**4月金融数据与通胀数据均不及市场预期，关键还是在于“内生动力还不强，需求仍然不足”这一根本性

**问题仍待解决。**在一季度金融机构投放高峰及积压需求集中释放近尾声之后，市场对于社融及信贷新增规模的收缩已有一定预期，但是4月生产、消费等有效融资需求走弱程度超出估计，提供的信贷扩张动能不足，尤其是地产购置降温，造成居民部门中长期贷款新增规模的大幅下滑，这一现实增强了政策加码刺激的必要性。从政府表态来看，一方面，4月政治局会议政策定调虽较平稳，但也提出财政政策及货币政策“形成扩大需求的合力”，意味着政策存在相机抉择的空间。另一方面，2023年一季度金融统计数据新闻发布会上央行提出下阶段货币政策要“稳固对实体经济的可持续支持力度”，“巩固拓展经济向好的势头”。综合来说，在目前宏观经济仍处恢复阶段且多项数据已然显示复苏动能不足的情况下，拉动内需的政策有望继续推出以促进增强经济内生增长动力。

**风险提示：**政策不及预期。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. 社融不及预期，居民部门再现净偿还 .....	5
3. 居民存款由增转降，M2 同比超预期回落 .....	7
4. 需求不足，政策加码必要性增强 .....	8

## 图表目录

图表 1: 4 月新增社融不及市场预期.....	5
图表 2: 企业发债偏弱.....	6
图表 3: 政府债融资相对稳定.....	6
图表 4: 4 月信贷新增规模明显低于市场预计.....	7
图表 5: 居民部门信贷环比明显走弱.....	7
图表 6: 企业部门信贷同比持续扩张.....	7
图表 7: 4 月 M2 同比超预期回落.....	8

## 1. 数据

4月社会融资规模新增 1.22 万亿元，市场预期 (Wind, 下同) 1.72 万亿元，前值 5.38 万亿元。

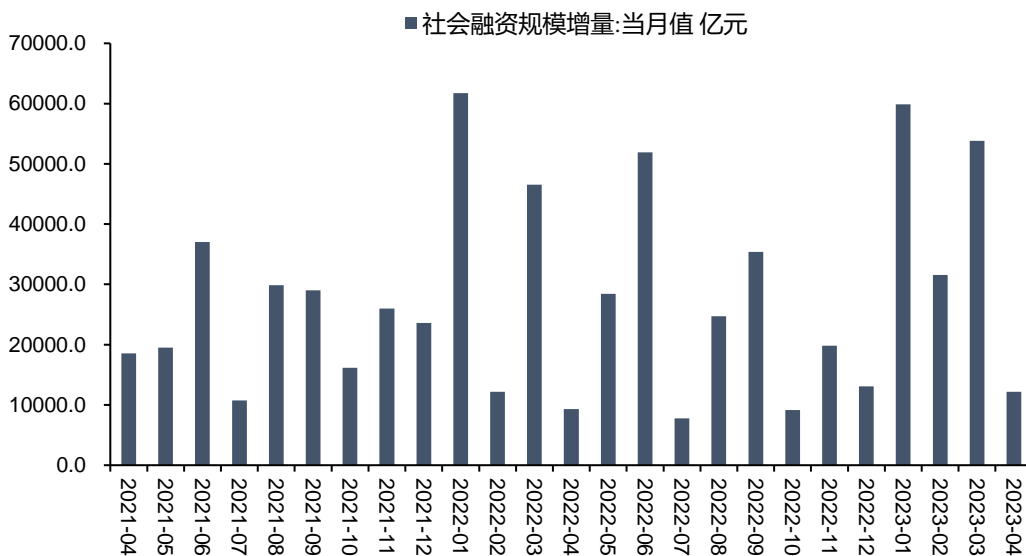
4月人民币贷款新增 7188 亿元，市场预期 1.13 万亿元，前值 3.89 万亿元。

4月 M2 同比增长 12.4%，市场预期 12.6%，前值 12.7%。

## 2. 社融不及预期，居民部门再现净偿还

4月社融新增规模不及预期，因去年低基数，同比仍为多增。相比上月则出现季节性回落，环比少增的量处于历史同期的偏高水平。居民信贷、企业债券融资是社融低于预期的主要拖累项，背后是居民购房需求的转弱及企业融资的结构性调整。

图表 1：4月新增社融不及市场预期

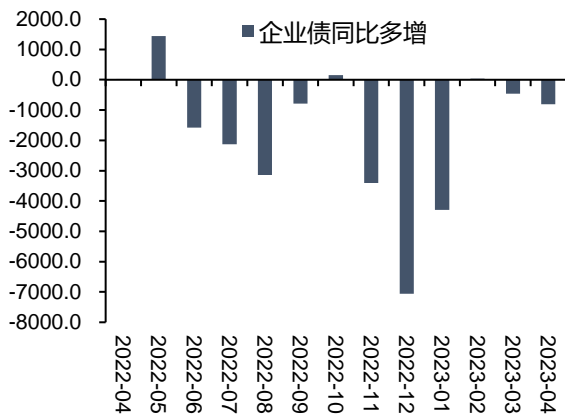


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体结构来看，4月社融及信贷数据呈以下特点：

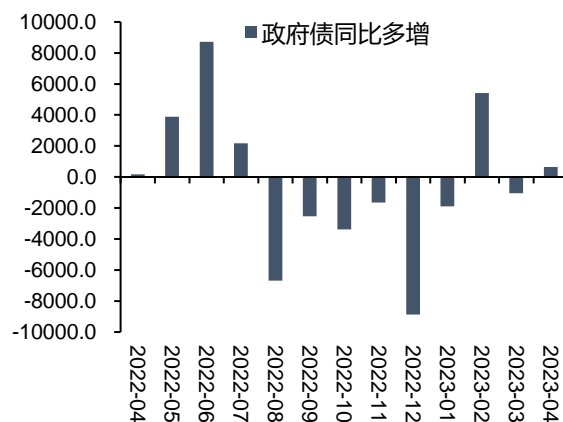
**第一，企业发债偏弱，政府债券融资相对稳定。**4月份企业债券融资 2843 亿元，同比少增 809 亿元，环比少增 445 亿。在央行对信贷的窗口指导下，银行给企业的贷款非常充裕，利率也一直处于极低的水平，这替代了企业发债融资的需求。所以企业中长期贷款对发债融资的替代性在本月延续。政府债券融资方面，4月政府债券融资虽环比下降，但依旧同比多增 636 亿元，根据 4月发债情况来看，本月政府债融资额的同比增加或主要受到新增专项债同比多发的拉动。今年 1-4月新增专项债及一般债的发行进度快于去年（分别为 42.7%、45.9%，2022年 1-4月则分别为 38.4%、40.1%），财政前置发力特征明显，这也相应了挤占后续发力的空间，之后发行速度或相对放缓。

图表 2: 企业发债偏弱



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 政府债融资相对稳定



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

**第二，表外融资持续改善。**4月份委托贷款及信托贷款分别新增83、119亿元，各自同比多增85、734亿元。未贴现银行承兑汇票新增-1347亿元，低基数下同比少减1210亿元。环比而言，信托由负转正，相比上月多增164亿元。整体而言，本月表外融资延续改善趋势，也对本月社融形成一定贡献。

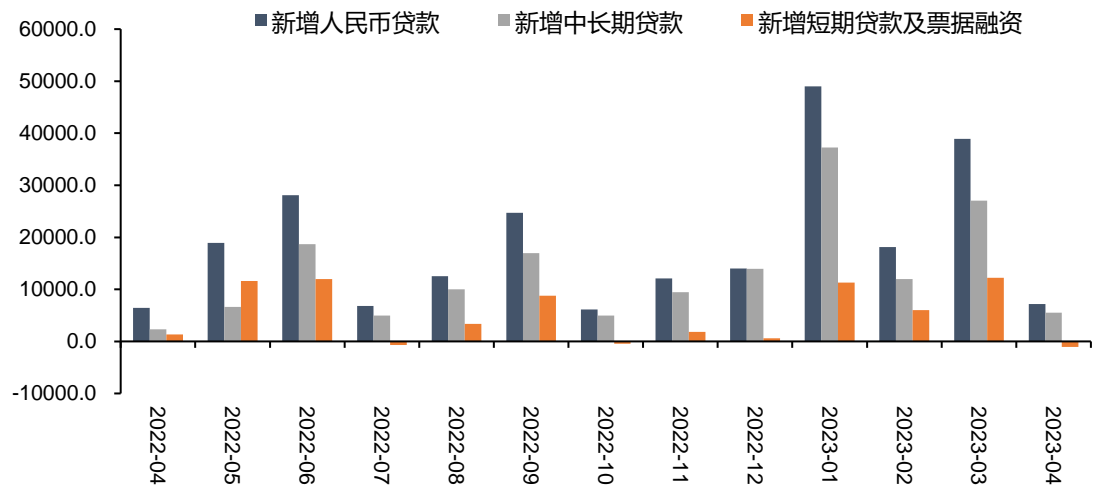
**第三，居民和企业信贷表现分化。居民端再现净偿还，企业中长贷则持续同比高增。**4月新增人民币贷款7188亿元，表现大幅低于预期，也是本月社融新增规模明显收缩的主要原因之一。同比多增734亿元，环比少增31712亿元。从结构上来看，居民部门贷款同比及环比均有所收缩，企业部门则加杠杆依旧。

居民端，本月新增贷款-2411亿元，自去年10月以来再度出现净偿还，短期及中长期均为负增，居民中长期贷款更是录得自2007年有统计数据以来的最低值。环比上月，居民部门新增贷款少增14858亿元。短期较上月少增7349亿元，中长期环比少增7504亿元，同比多减842.3亿元。居民部门加杠杆活动的降温可能源于本月其购房需求的走弱、提前偿债意愿的增加以及商品消费的较缓修复。4月高频数据显示商品房成交相比上月有所降温，这对应着中长期贷款新增规模的偏弱表现，在脉冲性释放之后，本月居民购房需求有所回落，对中长期贷款规模的拉动也不及一季度。本月居民存款由增转降，但以汽车为代表的商品消费并未出现明显修复，“五一”假期出行人均支出较2019年还有差距，结合短贷规模来看，本月居民可能更多以存款偿还债务，进行去杠杆而非转化为消费或购房。

企业端，本月企业新增人民币贷款6839亿元，环比虽有缩量但同比依旧高增，多增1055亿元（3月同比多增2200亿元），其中中长期贷款同比多增4017亿元，企业融资需求旺盛对于投资将有一定推动作用。短期融资方面，本月票据融资及短期贷款新增规模边际变化“一起一落”，前者新增量则由负转正，环比多增5967亿元，后者则为“净偿还”，这与本月未贴现银行承兑汇票的环比少增相对应，也可在4月走低的票据利率中得到验证。表明本月企业可能存在以票据融资替代短期贷款的情况。

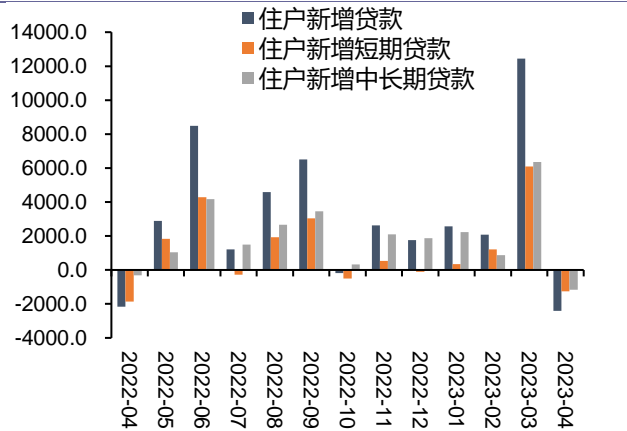
**第四，“脱实向虚”特征凸显。**本月非银行业金融机构新增人民币贷款2134亿元，同比多增755亿元，环比多增2513亿元，显示出一定的“脱实向虚”特性，但考虑到5月5日二十届中央财经委员会第一次会议中提出“要坚持以实体经济为重，防止脱实向虚”，后续政策或将引导资金更多流向实体，非银新增贷款走高可能不具有持续性。

图表 4：4 月信贷新增规模明显低于市场预期



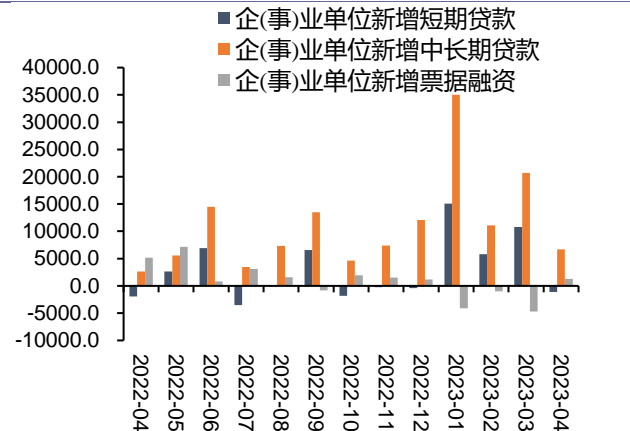
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 5：居民部门信贷环比明显走弱



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 6：企业部门信贷同比持续扩张



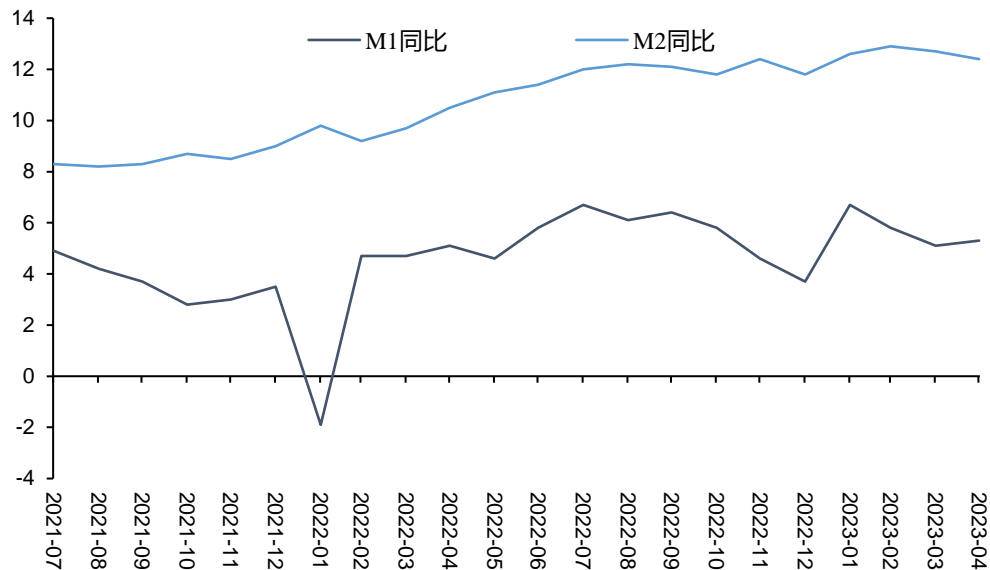
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

### 3. 居民存款由增转降，M2 同比超预期回落

4 月 M2 同比录得 12.4% 的同比增速，相比上月收窄 0.3 个百分点且同样低于市场预期。一个是去年同期 M2 基数走高，更重要的是本月 M2 的确弱于上月，基于分部门存款角度，4 月住户、非金融企业存款新增均为负值，尤其是居民新增存款，在 2022 年 11 月持续正增以来首次转负，可能与本月居民部门以存款偿贷有关。而实体部门与政府部门存款增量分化，除了财政存款之外，其他三个部门本月新增存款规模环比、同比均出现不同程度的下降，边际来看，本月财政支出力度可能有所下降。M1 同比增长 5.3%，增速相比上月加快了 0.2 个百分点，但仍然位于较低水平，再次印证生产经营还待修复。M1-M2 增速差收敛 0.5 个百分点至 -7.1%。



图表 7：4 月 M2 同比超预期回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

#### 4. 需求不足，政策加码必要性增强

4 月金融数据与通胀数据均不及市场预期，**关键还是在于“内生动力还不强，需求仍然不足”这一根本性问题仍待解决**。在一季度金融机构投放高峰及积压需求集中释放接近尾声过后，市场对于社融及信贷新增规模的收缩已有一定预期，但是 4 月生产、消费等有效融资需求走弱程度超出估计，提供的信贷扩张动能不足，尤其是地产购置降温，造成居民部门中长期贷款新增规模的大幅下滑，这一现实增强了政策加码刺激的必要性。从政府表态来看，一方面，4 月政治局会议政策定调虽较平稳，但也提出财政政策及货币政策“形成扩大需求的合力”，意味着政策存在相机抉择的空间。另一方面，2023 年一季度金融统计数据新闻发布会上央行提出下阶段货币政策要“稳固对实体经济的可持续支持力度”，“巩固拓展经济向好的势头”。综合来说，在目前宏观经济仍处恢复阶段且多项数据已然显示复苏动能不足的情况下，拉动内需的政策有望继续推出以促进增强经济内生增长动力。

**风险提示：**政策不及预期。



## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。