

4月份信贷偏弱，三季度货币空间打开

2023年4月金融数据分析

核心内容：

- **社融和信贷回落显示需求偏弱** 4月份社会融资规模1.22万亿，环比大幅回落。2023年4月社融增速和信贷增速基本平稳，但鉴于2022年4月份我国正经历疫情封控，4月份社融和信贷表现偏弱。
- **4月份社会融资中各项表现均偏弱** 首先，社融统计信贷资金仅有4431亿元，这意味着金融机构发放的贷款大幅下滑。4月金融机构新增人民币贷款7188亿，4月份企业从其他渠道的贷款增加较为明显，政策性金融工具在起作用。其次，未贴现银行承兑汇票-1347亿元，企业生产活动仍然相对低迷。再次，直接融资相对平稳。企业债券融资2843亿，非金融企业境内股票融资993亿。最后，政府融资增加4548亿元，政府债券融资显示政府发债速度平稳，政府投资较为克制。
- **4月信贷环比大幅回落** 4月份环比下降幅度为81.5%，这一数值处于过去9年的最低值，相较历史平均水平偏离幅度较大，反映当前实体经济融资需求不够强劲。二季度与一季度走反，这种信贷偏弱的态势是否会延续是观察的重点。
- **居民信贷负增长可能是短期消费走弱叠加提前还贷所致** 4月份居民贷款在3月数据创两年新高的背景下，短期贷款和长期贷款均出现负增长。短期贷款的负增长主要由于1季度消费的集中释放使4月出现短暂的消费需求疲软，汽车、手机、装修等消费需求阶段性减弱。中长期贷款负增长，一方面和地产销售有关，侧面印证4月房地产市场高频数据销售端的环比走弱，另一方面可能存在部分居民提前还贷，存量贷款减少。
- **从企业信贷来看，4月份出现环比回落，但当前时点不宜过度悲观** 银行贷款投放意愿仍强，3月底降准后银行的流动性紧张已得到缓解，基建、地产、制造业等行业依然保持较强的融资需求。
- **M1增速回升可能是暂时** 4月份M1增速回升、M2增速回落。企业存款增速上行受到了基数影响，M1回升可能是暂时现象。4月M2减少6066亿，其中居民存款减少1.2万亿元。存款本月并未成为M2减少的主要原因，可能是企业或者居民增加了购买金融产品。
- **央行三季度货币空间打开** 稳固对实体经济的可持续支持力度仍是央行货币政策的重要取向。货币三角平衡关系很可能在二季度末被打破：1、5月份美联储加息后预计不再加息，这会缓解汇率压力。2、二季度通胀偏弱运行会加重市场通缩担忧。3、二季度社融信贷数据会季节性回落，货币投放数量不再会制约价格工具。因此央行三季度货币政策空间打开。

风险提示：实体需求不足的风险、社融增速不及预期的风险

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

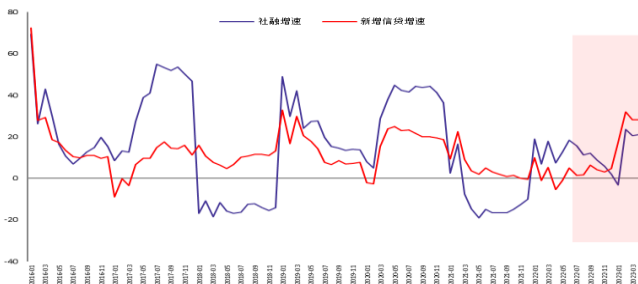
分析师登记编码：S0130522110001

一、社融和信贷回落显示需求偏弱

2023年4月份社会融资规模1.22万亿，同比增加2873亿，环比大幅回落。23年4月社融增速和信贷增速基本平稳，但鉴于2022年4月份我国正经历疫情封控，4月份社融和信贷表现偏弱。

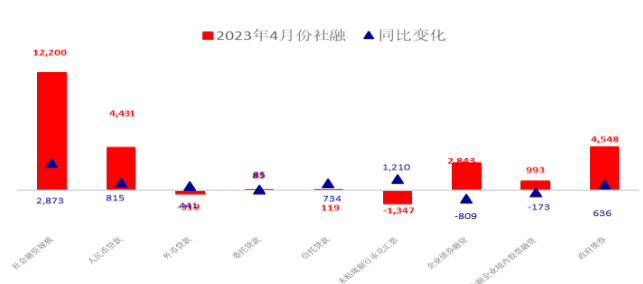
4月份社会融资中各项表现均偏弱。首先，社融统计信贷资金仅有4431亿元，这意味着金融机构发放的贷款大幅下滑。4月金融机构新增人民币贷款7188亿，4月份企业从其他渠道的贷款增加较为明显，政策性金融工具在起作用。其次，未贴现银行承兑汇票融资-1347亿元，企业生产活动仍然相对低迷。再次，直接融资相对平稳。企业债券融资2843亿，非金融企业境内股票融资993亿。最后，政府融资增加4548亿元，政府债券融资显示政府发债速度平稳，政府投资较为克制。

图1：社融增速回升、信贷增速回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2：社融各部门变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图3：企业债融资同比增速提升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图4：影子银行贷款增速回落（%）

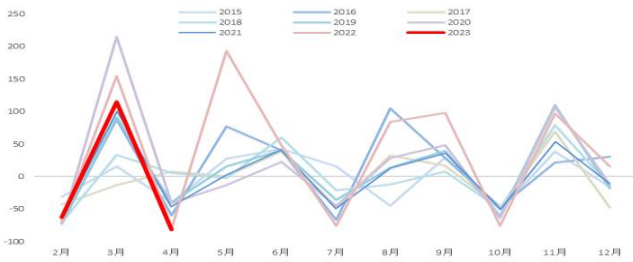


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

信贷1季度表现超预期的背景下，4月出现环比大幅回落，并带动社融出现环比大幅回落。今年社融和信贷的环比大幅回落有一定的季节性特征，但也显示了信贷需求偏弱。在一季度银行大规模投放信贷的背景下，4月份往往会出现阶段性的项目减少，属于季节性的投放节奏的原因，今年4月份也同样存在季节性的原因。但今年4月份环比下降幅度为81.5%，这一数值处于过去9年的最低值，相较历史平均水平偏离幅度较大，反映当前实体经济融资需求不够强劲。二季度与一季度走反，这种信贷偏弱的态势是否会延续是观察的重点。

预计二季度新增社融在8万亿左右。鉴于央行对经济增长的支持，2023年全年新增社融预计在34万亿以上，社融存量规模同比增速约在10%，新增信贷在23.7万亿左右，新增信贷增速约在8%左右。

图 5：金融机构人民币贷款环比季节性回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：4 月人民币贷款环比增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、居民信贷负增长可能是短期消费走弱叠加提前还贷所致

2023 年 4 月份新增信贷增速回落，其中居民信贷减少 2411 亿，企业贷款仅有 6893 亿元。

从居民信贷来看，4 月份居民贷款在 3 月数据创两年新高的背景下，短期贷款和长期贷款均出现负增长。其中，居民短期贷款-1255 亿元，中长期贷款-1156 亿元。我们认为居民短期贷款的负增长主要由于 1 季度消费的集中释放使 4 月出现短暂的消费需求疲软，汽车、手机、装修等消费需求阶段性减弱。而居民中长期贷款负增长，一方面和地产销售有关，侧面印证 4 月房地产市场高频数据销售端的环比走弱，另一方面可能存在部分居民提前还贷，存量贷款减少。

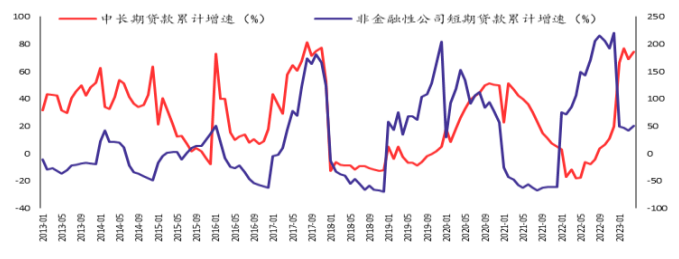
从企业信贷来看，4 月份出现环比回落。但当前银行贷款投放意愿强劲，3 月底降准后银行的流动性紧张已得到缓解，基建、地产、制造业等行业依然保持较强的融资需求。我们认为当前时点不宜过度悲观。

图 7：居民中长期贷款增速回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：企业贷款同比增速回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

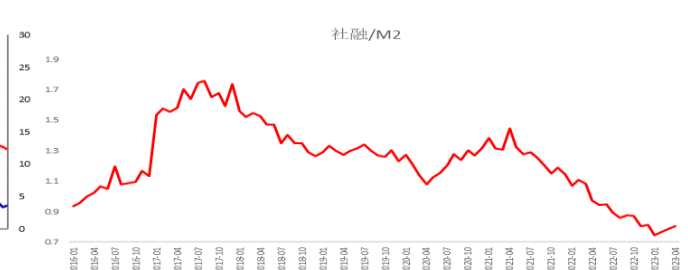
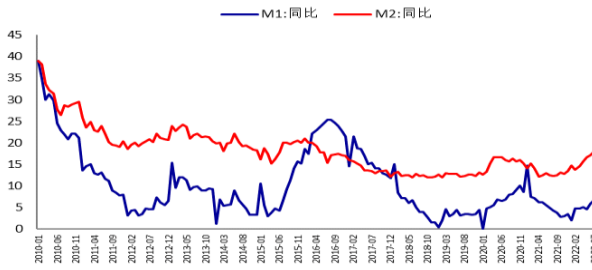
三、M1 增速回升可能是暂时

4 月份 M1 增速回升、M2 增速回落。4 月份 M1 同比增速 5.3%，比上月上升 0.2 个百分点。企业存款增速上行受到了基数影响，M1 回升可能是暂时现象。

4 月份 M2 增速 12.4%，比上月减少 0.3 个百分点。4 月 M2 减少 6066 亿，其中居民存款减少 1.2 万亿元。企业存款减少 1408 亿，非银行金融机构存款增加 2912 亿元。存款本月并未成为 M2 减少的主要原因，可能是企业或者居民增加了购买金融产品。

图 9：M1 增速回升、M2 增速回落（%）

图 10：社融/M2 继续上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、央行三季度货币空间打开

央行在 2023 年一季度金融统计数据有关情况新闻发布会对于今年全年的金融数据的判断和预期是，“稳健的货币政策要精准有力，稳固对实体经济的可持续支持力度，保持广义货币供应量和社融规模增速与名义经济增长基本匹配，巩固拓展经济向好的势头，更好地服务中国式现代化。预计 2023 年信贷投放以及社融规模的增长将保持平稳。”在此背景下，我们认为稳固对实体经济的可持续支持力度，巩固拓展经济向好势头仍是当前央行货币政策的重要取向，在推动企业综合融资成本降低的背景下，3 月降准后企业的流动性压力已得到基本缓解，稳增长政策会推动银行对于政策引导行业积极投放。

我们对于当前央行货币政策的分析使用货币三角框架，即汇率-利率-通胀框架。

汇率：进入 5 月，人民币汇率在 6.9 之上波动，现阶段仍然有压力。此趋势可能在 6 月份以后会有所改善，即对于中国经济运行的担忧将减弱。央行在二季度美联储稳定之前慎用利率工具。

通胀：2 季度后物价偏弱运行，全年物价可能均处于较低的状态。4 月份 CPI 的运行显示消费疲软，市场对于通缩的担忧上行。

利率：一季度社融和信贷创出历史新高，在货币投放数量大幅上行的情况下，利率工具的启动就显得较为困难。在基数影响下，二季度各项经济指标增速会快速上行，央行仍然在观察期。

货币三角平衡关系很可能在二季度末被打破：1、5 月份美联储加息后预计不再加息，这会缓解汇率压力。2、二季度通胀偏弱运行会加重市场通缩担忧。3、二季度社融信贷数据会季节性回落，货币投放数量不再会制约价格工具。因此央行三季度货币政策空间打开。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

唐璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn