

“降杠杆”的居民存款流向何方？

2023年4月金融数据点评

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

⊕事件：2023年5月11日，中国人民银行公布2023年4月份金融数据显示：2023年4月新增人民币贷款7188亿元，预期1.4万亿元，去年同期6454亿元；新增社融1.22万亿元，预期2万亿元，去年同期9453亿元；社融增速10%，前值10%；M2同比12.4%，前值12.7%；M1同比5.3%，前值5.1%。

⊕对此我们点评如下：

4月新增社融、信贷数据表现乏力，一方面是由于一季度信贷集中靠前发力，总信贷规模大致相当于2022年投放总量的50%，节奏明显快于往年同期40%左右的水平，对信贷项目储备形成一定透支作用。

但更需注意的是，4月信贷结构转弱，居民端再度转向“降杠杆”，其背后还是对于中长期收入预期的问题。叠加同日发布的通胀数据低于市场预期，反映出经济整体依然处在弱修复格局，内生动能仍待改善。

而居民存款自2022年2月以来同比首次转负，流出的储蓄是用于消费了吗？除去季节性影响外，我们认为其主要驱动因素更多是存款利率下行带来的居民“存款搬家”（理财配置需求在增加、提前还房贷规模较高），因此最终存款流向消费的规模可能较为有限。

往后看，政策方面，一季度经济总量复苏好于预期，因此短期政策更加趋于结构发力而非总量，更加侧重于当前经济向上修复过程中的薄弱环节、如居民消费和民间投资能否较快修复。因此，二季度信贷投节奏或整体弱于一季度。

⊕风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断

事件：

2023年5月11日，中国人民银行公布2023年4月份金融数据显示：

2023年4月新增人民币贷款7188亿元，预期1.4万亿元，去年同期6454亿元；

新增社融1.22万亿元，预期2万亿元，去年同期9453亿元；

社融增速10%，前值10%；M2同比12.4%，前值12.7%；M1同比5.3%，前值5.1%。

对此，我们的点评如下：

1. 居民转向“降杠杆”

4月新增人民币贷款7188亿人民币，预期14000亿人民币，前值38900亿人民币。分部门看，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；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；非银行业金融机构贷款增加2134亿元。

4月新增人民币贷款环比出现显著的季节性回落，同比在去年同期疫情冲击造成基数明显偏低的情况下，仅多增649亿元，显著低于过去五年同期均值水平。我们认为，其核心原因在于：

一方面，由于一季度信贷投放前置明显，会对信贷项目储备形成一定透支作用。同时在央行“保持信贷合理增长、节奏平稳”总基调的背景下，银行或在4月份适当放缓信贷投放节奏。年初以来，在政策面鼓励银行适度提前发力，以及经济回升预期等因素的带动下，一季度总信贷规模高达10.6万亿元，大约相当于2022年投放总量的50%左右，节奏明显快于往年同期40%左右的水平。而由于受信贷总体额度的约束下，会对银行会在二季度信贷投放节奏产生一定约束力。

另一方面，居民端融资需求转向负增，短期来看或是由于收入端的冲击，深层次原因则是居民端继续加杠杆的空间已经相对有限。

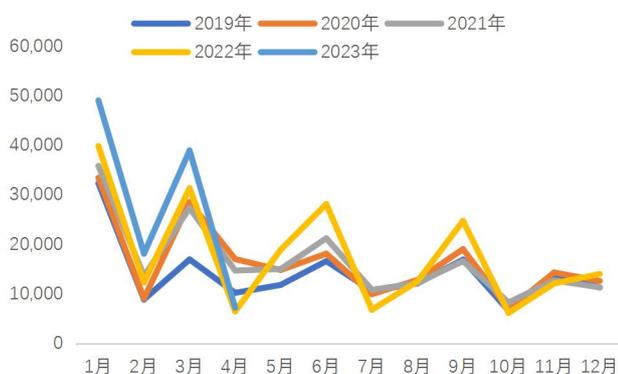
具体来看，4月居民贷款再度转为负增。其中，居民短贷负增1255亿元，同比少减601亿元，除去受季节性因素和信贷节奏调整影响外，4月份汽车销量同比、环比均出现下行，反映出当前居民端消费修复力度依然偏缓，居民消费倾向依旧偏谨慎。4月居民中长期贷款减少1156亿元，去年低基数下，同比多减842亿元，录得有数据统计以来单月最大跌幅。一方面直接对应了积压需求集中释放后，4月房地产市场的再度转冷，另一方面，更多体现出目前居民提前还房贷的现象依然在持续，4月RMBS房贷早偿率加速上升。

住户部门的贷款负增长，在历史上也只有5次，分别是2019年2月、2020年2月、2022年2月、2022年4月、2022年10月。之前几次居民贷款的负增长更多是由于疫情影响经济导致，而今年4月居民端再度转向“降杠杆”，说明居民继续加杠杆的动力还明显偏弱，其背后还是对于中长期收入预期的问题。

企业部门中长贷维持多增。4月企业短贷减少1099亿元，同比少减849亿元；4月企业中长贷新增6669亿元，同比多增4017亿元，相比于2021年也小幅多增64亿元。不过相比一季度的也出现了边际走弱。此外，尽管企业部门总量表现旺盛，但民营企业的投融资需求可能还偏低，信贷需求更多来自于政策导向下国、央企的推动。3月份民间固定资产投资累计同

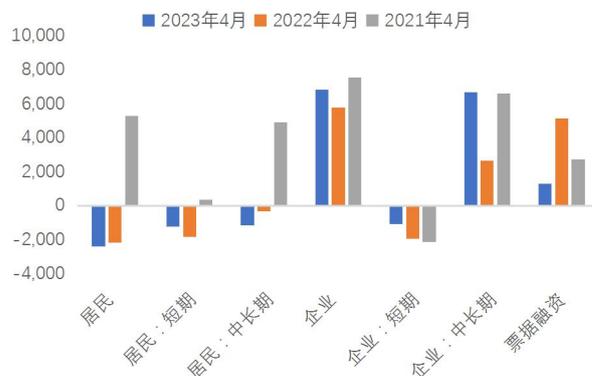
比还在 0.6% 的水平，相比整体投资的修复速度依然偏弱。此外，4 月票据融资新增 1280 亿元，同比少增 3868 亿元，且 4 月票据利率大幅下降，显示出银行发力售票，但是整体企业开票意愿不足，凸显库存去化周期下，当前企业经营的活力仍相对偏弱。

图 1：4 月新增信贷显著回落（亿元）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 2：4 月新增信贷分项情况（亿元）



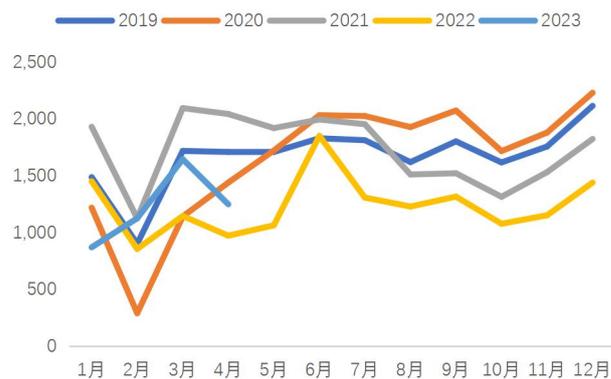
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 3：4 月早偿率显著上升（%）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 4：4 月 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

2. 社融总量表现乏力

4 月社融信贷超预期回落，新增社融 1.22 万亿元，低基数下同比多增 2729 亿元，相比 2021 年 4 月少增 6370 亿元，整体社融数据明显低与过去五年均值。社融同比增速 10.0%，较 3 月读数持平。具体来看，由于去年同期基数明显偏低，4 月社融各分项普遍实现同比多增，仅企业债券融资和股票融资同比有所少增。具体来看，其中对实体人民币贷款增量 4431 亿元，同比多增 729 亿元。表外三项融资规模减少 1145 亿元，但整体优于去年同期状况：委托贷款增加 83 亿元，同比多增 85 亿元；信托贷款增加 119 亿元，同比多增 734 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1374 亿元，同比少减 1210 亿元。

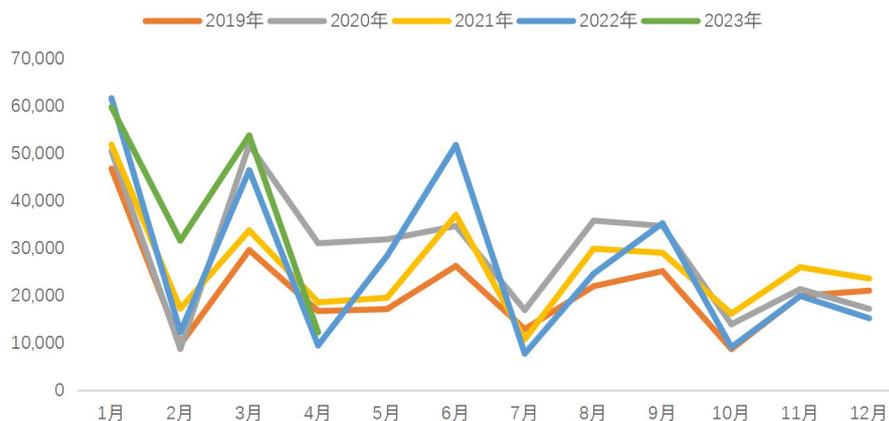
企业债方面，4 月企业债券融资新增 2843 亿元，同比少增 809 亿元，一方面，在化解地方政府债务的背景下，近期城投融资监管趋严，净融资有所下行，以及企业贷款利率依然偏低导致企业债券融资需求同比少增。

政府债方面，财政延续前值发力，持续对社融构成支撑。4 月政府债融资新增 4548 亿元，

同比多增 636 亿元。今年以来新增地方债发行节奏整体表现较为积极，对经济提供稳定的支持。

表外融资同比少减。其中，信托贷款和委托贷款同比正增长，反映出监管对于在合理范围内的表外融资需求的压降有所减弱。在表内票据贴现减少的情况下，未贴现银行承兑汇票较去年同期降幅收窄，同比少减 1210 亿元。

图 5：社融增量超预期回落（亿元）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 6：社融存量规模情况（%）



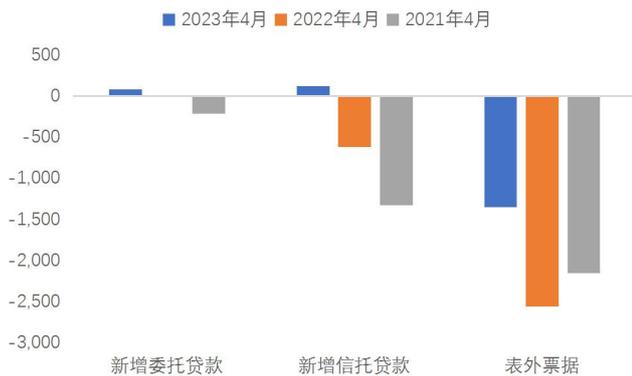
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 7：社融结构情况（亿元）



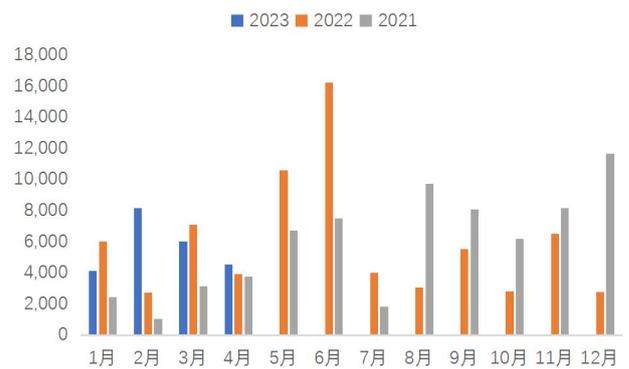
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 8：表外三项融资情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 9：政府债券延续前置发力（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

3. 居民存款转移去向哪里？

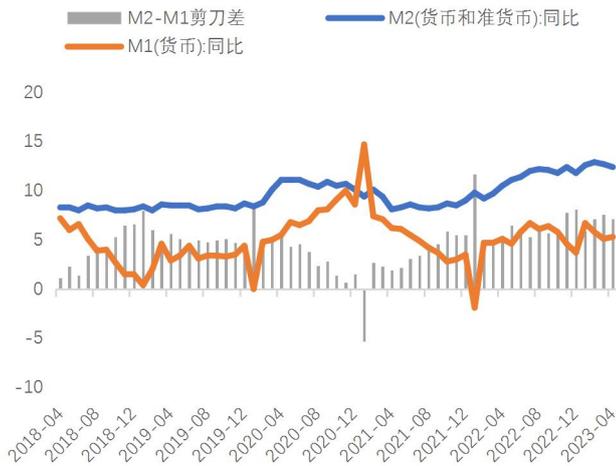
4 月份人民币存款减少 4609 亿元，同比多减 5524 亿元。其中，住户存款减少 1.2 万亿元，非金融企业存款减少 1408 亿元，财政性存款增加 5028 亿元，非银行业金融机构存款增加 2912 亿元。

具体来看，居民存款季节性减少 1.2 万亿元，同比多减 4968 亿元，自 2022 年 2 月以来同比首次转负，一方面，五一小长假，或促使居民部分存款转为消费，但我们认为其主要驱动因素更多是居民存款“搬家”的需求，最终存款流向消费的规模可能较为有限。

一方面，4 月以来多家中小银行下调挂牌存款利率，居民存款“搬家”。从我们跟踪的银行理财市场规模变动情况来看，4 月份银行理财存量规模自 2022 年 11 月份以来，首次转向正增长，根据普益标准数据统计，4 月理财存续规模较 3 月份增加接近 1.25 万亿元，其中现金管理型、固定收益型理财规模增量明显，4 月存续规模分别增加 6919 亿元和 5844 亿元左右。另一方面，4 月居民中长贷录得有数据统计以来单月最大跌幅以及房贷早偿率加速上升，显示出存款用于提前偿还房贷的规模依然较高。

4 月末 M2 同比增速为 12.4%，较上月回落 0.3 个百分点。一方面，4 月新增信贷投放量下降较大，存款派生相应减少，对 M2 支撑不强。另一方面，高基数效应也有一定影响。此外，4 月财政存款同比大幅多增以及居民存款减少也会对 M2 增速带来一定影响。4 月 M1 同比增速为 5.3%，较前值小幅上行 0.2 个百分点，但仍处于明显偏低水平。M1 与 M2 剪刀差收窄至 -7.1%，但仍处较高水平。

图 1: M2-M1 剪刀差有所收窄 (%)



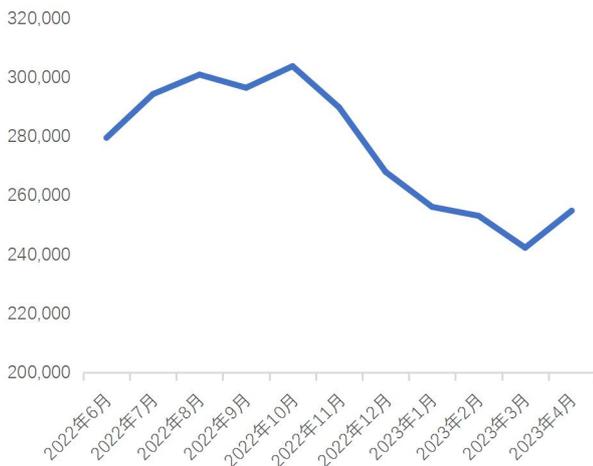
资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 2: M2 与社融存量增速情况 (%)



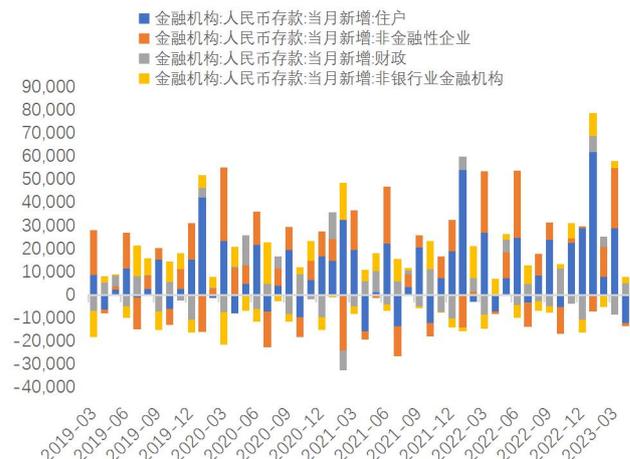
资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 10: 理财存续规模情况 (亿元)



资料来源: 普益标准, 华宝证券研究创新部

图 11: 非银、企业和居民部门存款情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

4. 总结

4月新增社融、信贷数据表现乏力,一方面是由于一季度信贷集中靠前发力,总信贷规模大致相当于2022年投放总量的50%,节奏明显快于往年同期40%左右的水平,对信贷项目储备形成一定透支作用。

但更需注意的是,4月信贷结构转弱,居民端再度转向“降杠杆”,其背后还是对于中长期收入预期的问题。叠加同日发布的通胀数据低于市场预期,反映出经济整体依然处在弱修复格局,内生动能仍待改善。

而居民存款自2022年2月以来同比首次转负,流出的储蓄是用于消费了吗?除去季节性影响外,我们认为其主要驱动因素更多是存款利率下行带来的居民“存款搬家”(理财配置需求在增加、提前还房贷规模较高),因此最终存款流向消费的规模可能较为有限。

往后看，政策方面，一季度经济总量复苏好于预期，因此短期政策更加趋于结构发力而非总量，更加侧重于当前经济向上修复过程中的薄弱环节、如居民消费和民间投资能否较快修复。因此，二季度信贷投节奏或整体弱于一季度。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告，本报告清晰准确的反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。