

2023年05月12日

居民降杠杆下的经济新均衡与消费新时代

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：4月新增人民币贷款7183亿元，预期1.13万亿元，前值3.89万亿元；新增社会融资规模1.22万亿元，预期1.72万亿元，前值5.38万亿元。

● **信贷：4月信贷回落，居民差、企业强**

4月信贷环比降低，居民贷款边际转弱，企业中长期信贷保持韧性。4月新增人民币贷款7183亿元，同比多增734亿元，较近5年均值大幅少增。

结构特征：居民信贷较差、企业与非银贷款强，票据持续缩量。

原因：本次信贷总量回落的原因为居民端贷款需求边际放缓。居民中长贷的减少主因楼市遇冷、按揭贷款走弱。4月房地产销售量价齐缩，30大中城市商品房成交面积环比减少17个百分点，商品房价格同比也继续下探。而居民短贷低于季节性，与居民消费边际转弱、短贷在前两个月有所透支有关。2-3月个人消费贷款利率有所下调，前期支撑了居民短贷的边际回暖，但也透支了一定需求。企业中长期贷款再创新高，反映基建、制造业贷款平稳增长，经济仍在稳步恢复，企业对基建等中长期投资需求仍强。此外，本月非银贷款的高增也值得注意，或反映目前经济仍保持一定程度的资金“空转”。总体来看，4月信贷较一季度大幅下滑。从年内信贷节奏来说，4月本就为信贷小月，一季度的高强度信贷投放在二季度有所放缓相对合理，从需求角度也存在前期需求被透支的效应。基本面上看，基建维持较高景气度、制造业平稳增长支撑企业中长贷；服务消费强势修复未带来宽信用效果，而地产等动能偏弱，居民按揭贷款需求不足仍是宽信用阻碍。

● **社融：社融边际回落，人民币贷款和企业债券为主要拖累**

4月新增社融1.22万亿，环比大幅回落，同比多增2873亿元。2022年同期基数较低，虽然同比小幅多增，但较近5年同期均值少增7375亿元，弱于季节性。

社融结构方面，人民币及外币贷款、企业债券、未贴现票据较弱，委托+信托贷款、政府债券是支撑项。其中人民币贷款大幅低于季节性，是4月社融的主要拖累。直接融资较弱，企业债券、股票融资均同比少增。政府债券同比多增，节奏较前几年更为前置。委托与信托贷款同比共多增819亿元，或受金融地产“十六条”提振。票据呈现表外增加，表内大幅减少的特点，反映银行承兑缩减。但考虑4月票据利率下行，实体经济需求仍有待恢复。

总体看，一季度持续高增的社融在4月边际回落，除季节性因素外，本质还是居民信贷、企业直接融资下滑导致。我们曾多次提示，2023年宽信用的关键在居民端。经济修复主要动能落在消费，居民超额储蓄的释放路径需要密切关注。

● **经济修复关键在消费，需关注居民资产负债表困境**

4月M1同比5.3%，M2同比12.4%，M1-M2剪刀差小幅回升0.5个百分点，社融-M2回升0.3个百分点。M1同比较3月回升反映企业活跃度上升。企业存款受缴税影响，同比少增。财政存款增加5028亿元，同比多增，但2022年同期财政支出大幅增加，财政存款基数较低。

居民存款减少原因：首先，季节性来看，4月为居民存款流出月份。其次，节假日前夕居民有提现需求。2023年五一假期消费全面恢复，一定程度上能解释居民存款的大幅减少，也即储蓄倾向下降，用于假期消费。此外，从企业存款并未明显改善推断，居民存款没有充分转移至企业端，即可能仍有大量存款用来提前偿还房贷。

居民部门资产负债表存在以下特征：(1)居民对经济预期未充分扭转，超额储蓄释放缓慢、出现降杠杆倾向；(2)居民风险偏好降低，存款利率不断下行；(3)负债端成本较高，存量房贷利率与新增利率差距加大，导致部分贷款人选择提前还贷。我们认为，居民资产负债表面临一定问题，短期来看与楼市低迷、居民信心恢复仍需时间有关，随着经济复苏企稳，地产销售、消费意愿回升，居民超额储蓄将逐渐转向消费与投资。长期来看，地产占比下行、消费占比上行，前者由信用驱动、后者由收入驱动，这一转化过程可能面临居民端降杠杆，正如我们4月所见，居民存款减少，部分用于消费、部分用于偿还房贷，贷款端净融资下降。但当转型结束，居民资产负债表和经济增速均会迎来一个新的均衡，也将开启“消费新时代”。

● **风险提示：**国内疫情反复超预期，政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《核心通胀黏性或支撑美联储短期不降息——美国4月CPI点评—宏观经济点评》-2023.5.11

《出口增速或将延续“浅回落”——4月进出口数据点评—宏观经济点评》-2023.5.10

《国企改革与中特估值下的投资机会—宏观经济2023年中期投资策略》-2023.5.10

目 录

1、 信贷：4月信贷收缩，居民端需求回落，企业中长贷显韧性.....	3
2、 社融：社融边际回落，信贷为主要拖累.....	4
3、 存款：居民储蓄倾向边际减弱.....	5
4、 风险提示.....	6

图表目录

图 1： 4月信贷总量回落、居民企业呈现分化.....	3
图 2： 居民中长贷为历史同期较低水平.....	3
图 3： 企业中长贷保持韧性.....	4
图 4： 企业中长贷占比持续增长.....	4
图 5： 信贷和企业债券拖累社融增长.....	5
图 6： 4月票据利率下行.....	5
图 7： 居民存款大幅减少、财政存款增加.....	6
图 8： 体现提前还款的 RMBS 早偿率指数创新高.....	6
图 9： 4月房价继续下探.....	6
图 10： 商品房成交面积回落.....	6

1、信贷：4月信贷回落，居民差、企业强

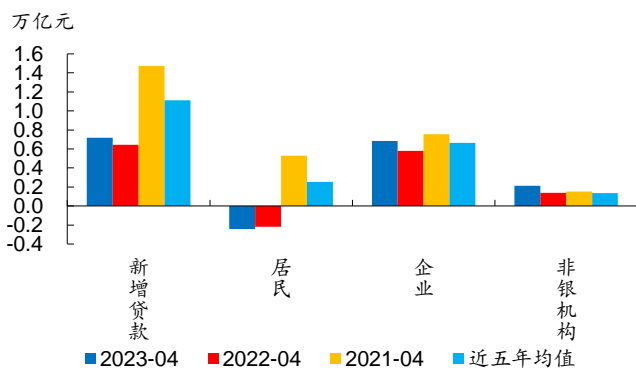
4月信贷环比缩减，居民贷款边际转弱，企业中长期信贷保持韧性。4月新增人民币贷款7183亿元，同比多增734亿元，较近5年均值大幅少增，仅高于2022年同期水平。居民贷款负增2411亿元，同比多减241亿元；企业贷款新增6839亿元，同比多增1055亿元。

结构特征：居民信贷较差、企业与非银贷款强，票据持续缩量。居民中长贷减少1156亿元，与2022年4月构成近10年居民中长贷仅两次的负增长，甚至比2022年4月多减842亿元。居民短贷减少1255亿元，同比少减601亿，比近5年均值少增1980亿元。考虑2022年同期基数较低，本次居民短贷数据欠佳。企业短贷、中长贷分别同比多增849、4017亿元，中长贷与过去5年均值相比仍多增2210亿元，体现其韧性仍强；短贷弱于过去5年均值水平。与偏弱的居民端贷款相对应的是，非银贷款增长则超出季节性，同比多增755亿，比过去5年均值多增1051亿元。表内票据增长依然低于季节性。

原因：本次信贷总量回落的原因主要是居民端贷款需求边际放缓。居民中长贷的减少主因楼市遇冷、按揭贷款走弱。4月房地产销售量价齐缩，30大中城市商品房成交面积环比减少17个百分点，商品房价格同比也继续下探，三线城市降幅更明显。而居民短贷低于季节性，与居民消费边际转缓、短贷在前两个月有所透支有关。为降低居民消费借贷成本，2-3月银行个人消费贷利率有所下调，在上月支撑了居民短贷的边际回暖，但也透支了一定需求。4月利率降低效应减弱，居民消费贷需求减少，短贷环比回落。企业中长期贷款再创新高，反映基建、制造业贷款平稳增长，经济仍在稳步恢复，企业对基建等中长期投资需求仍强。此外，本月非银贷款的高增也值得注意。非银机构贷款不属于实体经济范畴，4月为历史较高值，或反映目前经济仍保持一定程度的资金“空转”。

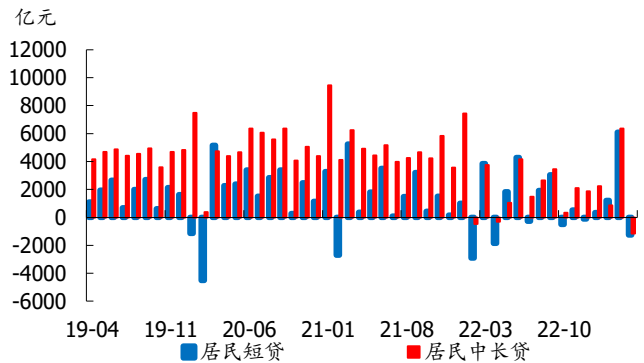
总体来看，4月信贷增长较一季度大幅缩水。从年内信贷节奏来说，4月本就为信贷小月，一季度的高强度信贷投放在二季度有所放缓相对合理，从需求角度也存在前期需求被透支的效应。基本面来看，基建维持较高景气度、制造业平稳增长支撑企业中长贷；服务消费强势修复未带来宽信用效果，而地产等动能偏弱，居民按揭贷款需求不足仍是宽信用阻碍。

图1：4月信贷总量回落、居民企业呈现分化

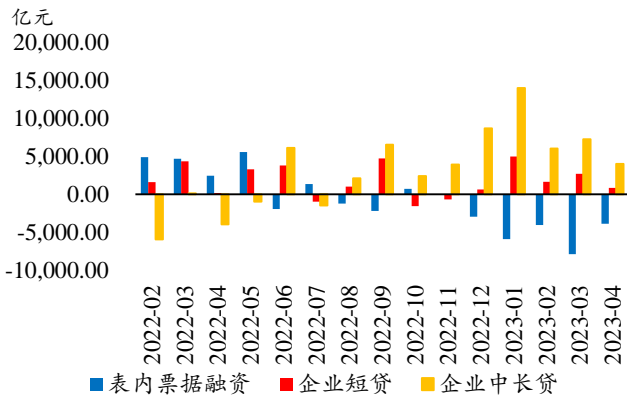


数据来源：Wind、开源证券研究所

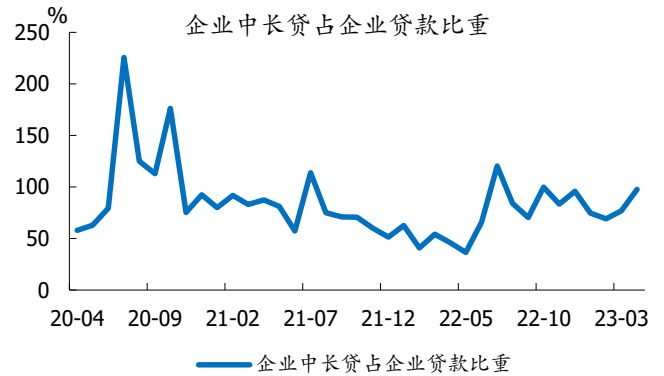
图2：4月居民中长贷为历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：企业中长贷保持韧性


数据来源：Wind、开源证券研究所，图中为同比多增量

图4：企业中长贷占比持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、社融：社融边际回落，人民币贷款和企业债券为主要拖累

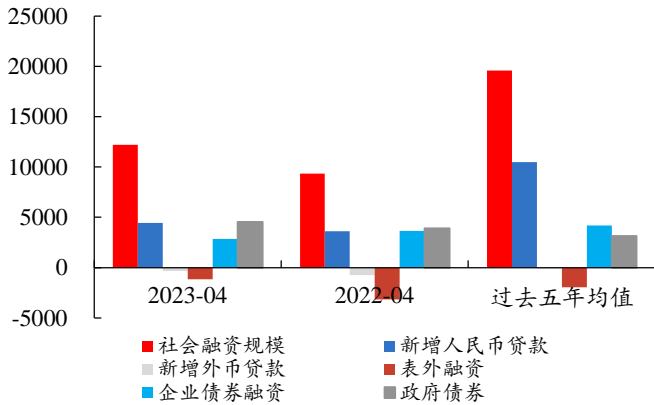
4月新增社融1.22万亿，环比大幅回落，同比多增2873亿元。2022年同期基数较低，虽然同比小幅多增，但较近5年同期均值少增7375亿元，弱于季节性。

社融结构方面，人民币及外币贷款、企业债券、未贴现票据较弱，委托+信托贷款、政府债券是支撑项。社融口径人民币信贷录得4431亿元，同比小幅多增，但2022年4月受疫情影响该数值仅为3616亿，同季节性相比本次人民币信贷大幅少增，因此是4月社融的主要拖累。直接融资较弱，企业债券同比少增809亿元，为近五年同期最低值。股票融资同比少增173亿元。政府债券净融资额4548亿元，同比多增636亿。2023年政府债券净融资较前几年更为前置，2020-2022年政府债券高点在3月、5-6月，但2023年提前至2月，预计5月政府债券环比增加，但同比或不及2022年同期净融资额。委托与信托贷款同比共多增819亿元，或受金融地产“十六条”提振。

票据呈现表外增加，表内大幅减少的特点。银行对票据的承兑继续缩减。但从票据利率和银行负债成本的关系来看，4月票据利率下行，而同业存单利率变动不大，或反映银行对票据投放的边际回升，实体经济需求仍有待恢复。

4月社融整体呈现强于2022年、但弱于历史同期水平的特征。结构方面，人民币贷款和企业债券为主要拖累，政府债券、表外融资较强。一季度持续高增的社融在4月边际回落。除季节性因素外，本质还是居民信贷、企业直接融资下滑导致。1-4月企业中长期贷款需求旺盛，基建维持高增，是经济持续恢复的基础。但居民信贷需求回暖并未持续，甚至出现降杠杆。我们曾多次提示，2023年宽信用的关键在居民端。经济修复主要动能落在消费，居民超额储蓄的释放路径需要密切关注。向后看，居民收入预期的实质性改善、房地产市场转暖、居民消费倾向回升等或是主要影响因素。

图5：信贷和企业债券拖累社融增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：4月票据利率下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、经济修复关键在消费，需关注居民资产负债表困境

4月M1同比5.3%，M2同比12.4%。4月M1-M2剪刀差小幅回升0.5个百分点，社融-M2回升0.3个百分点。居民存款减少1.2万亿，同比多减4968亿元，减少规模为近五年同期最高。财政存款增加5028亿元，同比多增，但2022年同期财政支出大幅增加，财政存款基数较低。M1同比较3月回升反映企业活跃度上升。

居民存款大幅减少有几个原因：首先，每年4月居民存款都会大幅流出，但本次显然超出季节性。其次，节假日前夕居民有提现需求，居民储蓄一般会流出。2023年五一假期消费全面恢复，多场景超2019年，一定程度上能解释居民存款的大幅减少，也即居民储蓄倾向边际减弱。此外，从企业存款并未明显改善推断，居民存款没有充分转移至企业端，即居民将存款转化为消费、投资的规模仍有限，再结合居民贷款较弱，据此判断可能仍有大量存款用于提前偿还房贷。

目前，居民部门资产负债表存在以下特征：

(1) **居民对经济预期未充分扭转，超额储蓄释放缓慢、出现降杠杆倾向。**居民可支配收入增长预期仍偏弱，场景恢复的背景下居民消费在逐步回暖，但房地产市场持续低迷，居民对房价悲观，购房需求疲弱。超额储蓄可能更多流向存量房贷，投资和消费恢复仍有较大空间。

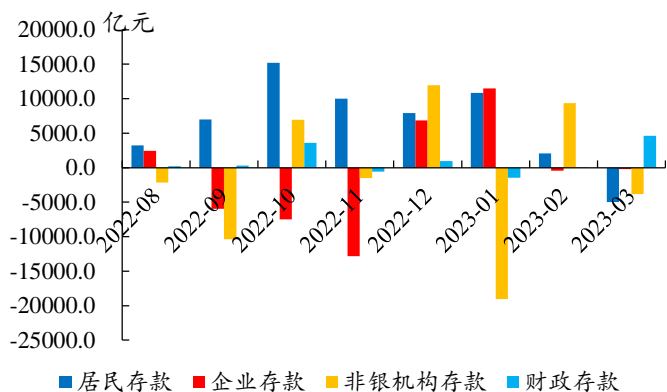
(2) **居民风险偏好降低，存款利率不断下行。**2022年理财破净等事件降低居民的风险偏好，居民资产端结构发生变化，存款占比上升，银行理财、股票、基金等有所下降。但存款利率持续下行，居民资产端收益率总体偏低。

(3) **负债端成本较高，存量房贷利率与新增利率差距加大。**房贷利率降至较低水平，但存量房贷利率不随新增利率调整。2022年以前的贷款人经历较大损失。叠加存款利率、其他投资收益率的下行，贷款人资产负债利率倒挂，在有足够资产的情况下，有一部分贷款人选择提前还贷。

我们认为，居民资产负债表面临一定问题，短期来看与楼市低迷、居民信心恢复仍需时间有关，随着经济复苏企稳，地产销售、消费意愿回升，居民超额储蓄将

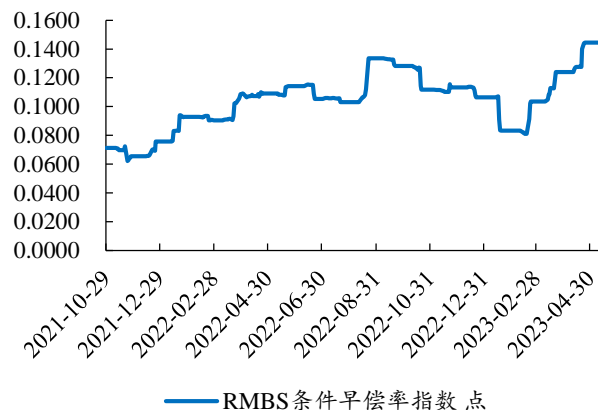
逐渐转向消费与投资。长期来看，地产占比下行、消费占比上行，前者由信用驱动、后者由收入驱动，这一转化过程可能面临居民端降杠杆，正如我们4月所见，居民存款减少，部分用于消费、部分用于偿还房贷，贷款端净融资下降。但当转型结束，居民资产负债表和经济增速均会迎来一个新的均衡，也将开启“消费新时代”。

图7：居民存款大幅减少、财政存款增加



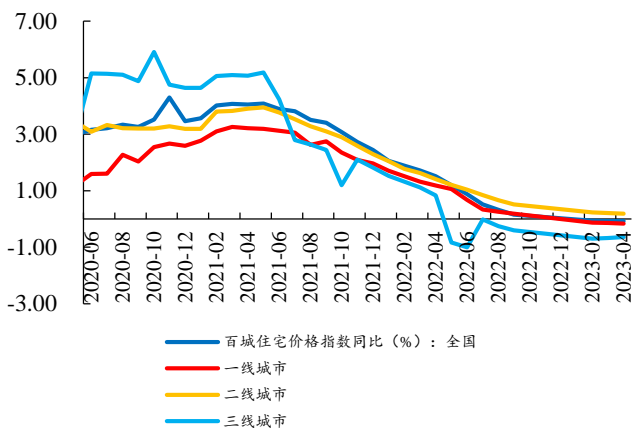
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：体现提前还款的RMBS 早偿率指数创新高



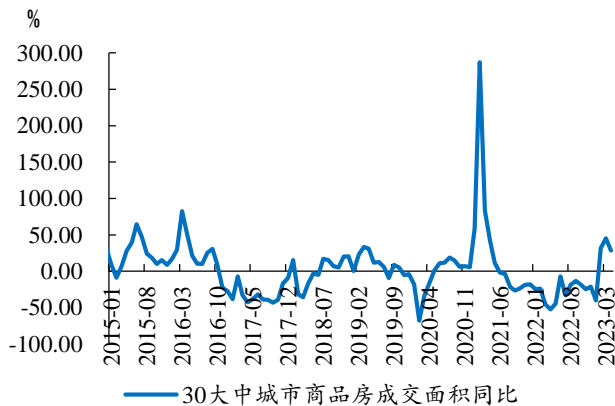
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：4月房价继续下探



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：商品房成交面积回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

国内疫情反复超预期，政策执行力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn