

回归弱现实 ——2023年4月金融数据点评

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

投资要点

- 4月新增社融和人民币贷款分别为1.22万亿、7188亿，明显低于Wind统计的市场预期值1.72万亿和1.14万亿，**金融数据再度印证政治局会议所提到的“内生动力不足”**。在经历一季度的持续超预期后，金融数据回归弱现实。
- 4月社融同比多增**2873亿**，结构上看有**两大亮点**：**一是**非标融资的拖累明显减弱，尤其是新增信托贷款和委托贷款，是2018年1月以来两者的增量首次同时为正，或是源于压降力度减弱；**二是**直接融资同比缩量，但和基建相关的城投债+专项债净融资，同比多增近2400亿。我们认为，上述两个亮点本质上都是因为当前稳增长对基建投资要较高诉求。
- **4月信贷明显降温**。其中，4月居民**短期贷款**减少1255亿，除季节性走弱外，可能也和短期经营性贷款需求下降有关。4月居民**中长期贷款**减少1156亿，和房地产销售走弱的趋势一致。**企业中长期贷款**连续9个月同比多增，可能原因包括投资的资金需求有惯性、为重大项目解决配套贷款、服务业疫后恢复中长期贷款同比高增。今年票据融资首次取代**企业短贷**，或表明实体企业的融资意愿开始收缩。
- **M2同比回落，M1同比回升**。M2同比回落除基数影响外，可能也和居民资产从存款流出有关。4月新增的财政存款同比多增了4618亿，表明4月财政支出力度可能偏弱。用M1-M0来表征企事业单位活期存款，其同比从4.1%提高至4.3%，表明企业资金有所活化，但改善程度并不明显。
- **综合近期发布的多个官方数据来看，经济已步入弱修复阶段，“内生动力不足”将体现得更明显**。不过低基数下，二季度GDP同比有望达到8%左右，强刺激概率较小。短期除了推动预期改善，进而提高居民消费和企业投资的意愿外，可能还有必要通过结构性货币政策工具支持重点领域和薄弱环节，以及落实4月政治局会议中的相关部署。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

相关报告

图表目录

图表 1: 最近两年 4 月的社融及其主要分项	- 3 -
图表 2: 近两个月新增信贷和主要分项的规模	- 4 -

一季度央行货币政策委员会例会要求“信贷合理增长、节奏平稳”，4月票据利率除月末外持续走低，市场已下调了对4月社融和信贷的预期。实际值比预期的更低，4月新增社融和人民币贷款分别为1.22万亿、7188亿，明显低于Wind统计的市场预期值1.72万亿和1.14万亿，金融数据再度印证政治局会议所提到的“内生动力不足”。在经历一季度的持续超预期后，金融数据回归弱现实。

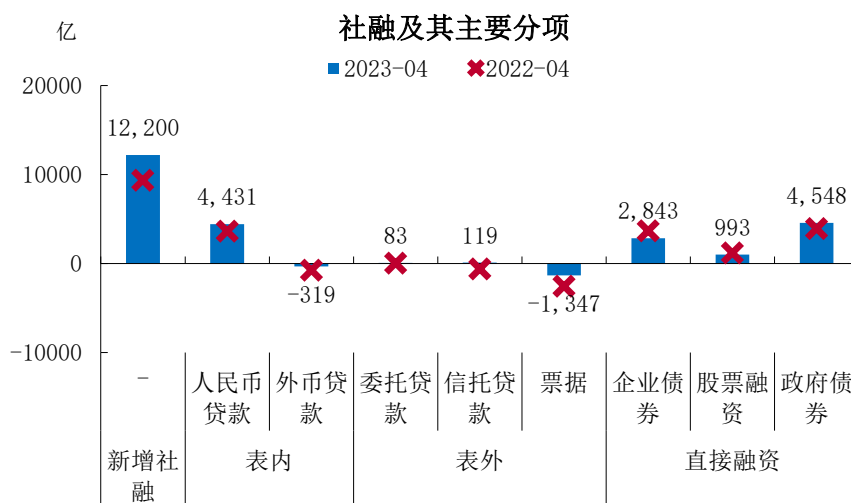
4月社融同比多增2873亿，结构上看有两大亮点：

一是非标融资的拖累明显减弱。4月新增信托贷款和委托贷款分别为119亿、83亿，是2018年1月以来两者的增量首次同时为正，或是源于压降力度减弱（本质上可能还是因为稳增长对基建投资有较高诉求），合计同比多增819亿。4月新增未贴现承兑汇票为-1314亿，和信贷需求不足下，表内票据融资今年首次增加所带来的替代有关。不过由于去年4月长三角地区疫情蔓延、融资需求弱，今年4月未贴现承兑汇票仍同比少减1210亿。

二是直接融资中，仅政府债券同比多增，它贡献了4月社融同比增量的22%。4月新增政府债券4548亿，同比多增636亿。剔除政府债券后，4月存量社融的两年平均同比为9.3%，要弱于上月的9.5%。

4月新增股票融资和企业债券融资，分别同比少增173亿、少增809亿。不过4月Wind口径城投债净融资同比多增402亿，地方政府专项债券净融资同比多增1983.21亿。在直接融资缩量的情况下，和基建相关的城投债、专项债放量，反映了当前稳增长对基建投资有较高诉求。这在4月PMI数据中也有所印证，4月建筑业PMI仍处于63.9的高景气区间。

图表1：最近两年4月的社融及其主要分项



来源：WIND，中泰证券研究所

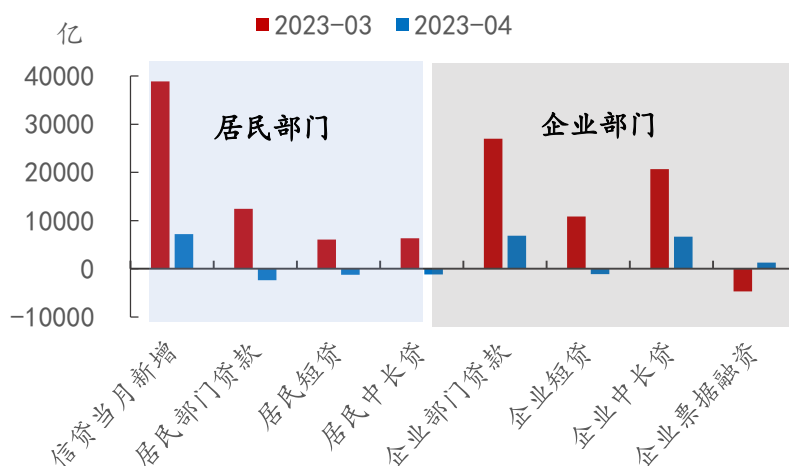
在经历了3月史上同期最强信贷后，4月信贷明显降温。4月新增人民币信贷仅7188亿元，其中居民部门贷款再度收缩，减少了2411亿元，企业部门贷款新增6839亿元。

居民信贷中，4月新增的短期和中长期居民信贷都为负。其中，4月居民短期贷款减少1255亿，除季节性走弱外，可能也和短期经营性贷款需求

下降有关。今年一季度，住户短期经营贷款和短期消费贷款分别增加了 6971 亿、682 亿，可见短期经营贷款是今年一季度增量的主体。4 月居民短期贷款环比下降，可能原因和企业信贷一样，经历了一季度的天量信贷后，贷款需求下降。

4 月居民中长期贷款减少 1156 亿，同比多减 842 亿。居民中长期贷款走弱，反映了积压购房需求在一季度释放后，地产销售 4 月开始放缓。30 大中城市商品房成交面积同比，从上月的 45.0% 下降至 28.4%。它的走势和全国商品房成交面积同比较为同步，预计 4 月全国商品房成交面积同比将低于 3 月的 -3.5%。

图表 2：近两个月新增信贷和主要分项的规模



来源：WIND，中泰证券研究所

4 月金融数据最大的亮点在于，企业中长期信贷连续第 9 个月同比多增。不过今年票据融资首次取代企业短贷，可能表明实体企业的融资意愿开始收缩。

4 月新增企业信贷 6839 亿，其中新增中长期信贷 6669 亿，同比多增 4017 亿，但增量较上月下降 3235 亿。**企业中长期贷款持续多增**，一是因投资需求下，对中长期贷款有惯性需求；二是去年通过政策性开发性金融工具为重大项目补充资本金后，今年的重点可能在于解决配套贷款；三是疫后服务业恢复，今年一季度服务业（不含房地产业）中长期贷款增长 16.1%。

今年 4 月，企业短期贷款下降 1099 亿，年内首次转负；企业票据融资 1280 亿，年内首次增长。通常企业短贷与票据融资有一定的替代性，在实际融资需求不足时，企业用低息票据取代短贷。此外，企业新增短贷+票据融资从 3 月的 6128 亿锐减至 181 亿，亦能表明企业融资意愿不足。

M2 同比回落，M1 同比回升。4 月 M2 同比 12.4%，前值 12.7%。M2 同比回落除基数影响外，可能也和股票上涨、理财暴雷平息后，居民资产从存款流出有关，4 月居民存款减少 1.2 万亿，同比多减了近 5000 亿。4 月新增财政存款 5028 亿，同比多增 4618 亿，表明 4 月财政支出力度可能偏弱。4 月 M1 同比 5.3%，较上月提高 0.2 个百分点。用 M1-M0 来表征企事业单位活期存款，其同比从 4.1% 提高至 4.3%，表明企业资金有所活化，但改善

程度并不明显。

从4月官方PMI、物价和金融数据等来看，经济已步入弱修复阶段，“内生动力不足”将体现得更明显。不过低基数下，二季度GDP同比有望达到8%左右，强刺激的概率较小，4月政治局会议关于稳增长的着墨也较少。短期除了推动预期改善，进而提高居民消费和企业投资的意愿外，可能还有必要通过结构性货币政策工具支持重点领域和薄弱环节，并根据4月政治局会议的部署，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造，以及在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设等。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。