

部门一冷一热

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023年05月14日

投资摘要:

4月企业和居民社融增量出现分化,在居民开始缩表时,企业部门中长期贷款仍然保持增长趋势,且存款活化程度提升。考虑未来的出口压力和房地产市场回暖尚需时日,我们认为需求端对企业当下水平的融资需求缺乏有效支撑,因此导致4月信贷出现量增价减的现象。站在当下时点,除服务业外,未来美国和国内需求均不容乐观,由此带来的信贷供需不平衡和就业压力或将提升需求端政策加力的必要性。

4月社融整体偏弱

- 4月新增社融弱于17-21年,低基数作用下增速仍偏低。4月当月新增社会融资规模1.2万亿元,同比多增2873亿元,但若去除基数影响与2017-2021年相比,当月增量则处于低位。社融存量360万亿元,同比增长10%,同样考虑低基数的作用,4月与上月持平的增速则显偏低。
- 一季度信贷前置发力叠加融资需求趋弱拖累4月社融表现。今年信贷前置的力度较大,一季度新增社融14.5万亿元,绝对值为有史以来最高;乐观假定2023年社融存量增长10%,则一季度增量占全年增量的42%,占比也为有史以来最高。前期信贷的过快投放导致了4月增量的边际转弱。国股银票转贴现利率自4月以来持续下行,“价格”下降指示实体融资需求弱化。
- 人民币贷款和政府债券继续支持新增社融规模。新增社融的主要贡献项仍然是人民币贷款和政府债券,4月新增人民币贷款4431亿元,同比多增815亿元;新增政府债券4548亿元,同比多增636亿元,连续4个月当月新增超4000亿元。

居民和企业部门表现分化

- 中长期贷款增量保持稳定。从期限结构来看,4月金融机构口径新增中长期人民币贷款5513亿元,同比多增3175;短期及票据贷款下降1074亿元,同比多减2418亿元。短期及票据贷款中,居民户短期贷款下降1255亿元,在去年低基数的影响下同比少减601亿元。
- 企事业单位和居民部门人民币贷款一增一减。从部门来看,4月金融机构口径企业新增人民币贷款6839亿元,同比多增1055亿元。居民部门新增人民币贷款减少2411亿元,同比多减241亿元。今年以来,居民的出行、餐饮需求不断释放,但扩表意愿与去年同期相比进一步减弱。根据日本90年代初的经验,在资产负债表受到冲击后,居民加杠杆意愿的修复时间或超预期。
- 居民部门开始缩表,企业中长期贷款增量仍有支撑。4月金融机构口径居民部门中长期人民币贷款减少1156亿元,同比多减842亿元,较3月增量出现大幅收缩。今年地产销售和二手房销售在经历了3月的短暂修复后4月再次环比走弱,缺乏购房需求的支撑,居民中长期贷款难有显著增长。与中长期贷款情况类似,居民部门短期贷款减少1255亿元,同比少减601亿元,贷款消费意愿较弱。4月企业部门中长期贷款新增6669亿元,同比多增4017亿元,短期贷款和票据新增181亿元,同比少增3019亿元。

政府债券发行保持积极力度

- 政府债券前置发力。4月新增政府债券4548亿元,同比多增636亿元。今年前4月各月政府债券发行额均保持在4000亿元以上,累计发行额达2.3万亿元,同比多增3114亿元,发行节奏相对提前。目前我国经济复苏斜率有下降的趋势,欧美货币紧缩的影响开始在需求端显现,使未来出口压力仍有加重隐患。但去年2季度各项经济指标基数较低,经济同比增速应有保证。在这样的背景下,我们预期政府债券发行节奏或在2季度适当放缓,为下半年对冲大概率出现的出口下行和内需不振留出政策空间。

广义货币增速提升

- M2-M1、M2-社融剪刀差收窄。4月M2同比增长12.4%,前值12.7%;M1同比增长5.3%,前值5.1%。M2与M1增速差值缩小说明企业活期存款增速较高,企业预期未来经营情况边际好转。4月M2增速与社融增速差值为2.4%,较上月收窄0.3个百分点,对应非标融资增量的同比改善。

敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号:S1660519040001

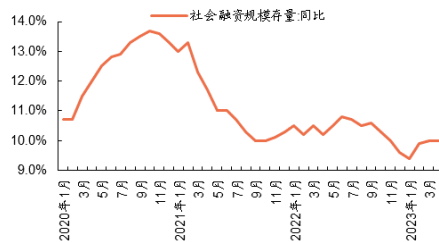
李起

研究助理

SAC执业证书编号:S1660122090010

13716755997

2020-2023年4月社融存量增速



资料来源:Wind, 申港证券研究所

相关报告

- 《环球同此凉热:宏观经济研究周报》2023-05-03
- 《于无声处听惊雷:宏观经济研究专题报告》2023-04-26
- 《美国核心通胀仍有破6可能:宏观经济研究周报》2023-04-18
- 《预期差异下的数据弱化:宏观经济研究周报》2023-04-17
- 《警惕通胀的上行风险:宏观经济研究周报》2023-04-06

证券研究报告

风险提示：居民部门需求超预期修复、海外需求保持强劲、企业投资扩产需求超预期、政策风险。

2023年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2020A	2021A	2022A	202304E	2023E
实际 GDP 同比	2.2	8.4	3.0	6.7	5.0
固定资产投资同比	2.9	4.9	5.1	4.8	4.0
其中：基建	3.4	0.2	11.5	10.0	9.0
制造业	-2.2	13.5	9.1	6.7	6.0
房地产	7.0	4.4	-10.0	-5.5	-1.4
社会消费品零售总额同比	-3.9	12.5	-0.2	9.2	6.0
CPI 同比	2.5	0.9	2.0	0.1	2.0
PPI 同比	-1.8	8.1	4.1	-3.6	-0.5
贸易顺差对 GDP 增速拉	0.6	1.8	0.5	0.2	0.3
10Y 国债收益率	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9
美元兑人民币汇率	6.5	6.4	7.0	6.9	6.8
社会融资规模	13.3	10.3	9.6	10.0	9.0

说明：202303E 实际 GDP 同比为 2 季度预测值；CPI 和 PPI 为全年同比，4 月预测为当月同比实际值；10Y 国债收益率和汇率取年末最后一个交易日；社融 4 月预测为实际值。

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 每周一谈：4月金融数据点评	4
1.1 4月社融整体偏弱	4
1.2 居民和企业部门表现分化	5
1.2.1 企业中长期贷款继续保持增长	5
1.2.2 政府债券发行保持积极力度	6
1.2.3 企业融资同比趋弱，非标融资同比改善	6
1.3 广义货币增速提升	7
2. 风险提示	7

图表目录

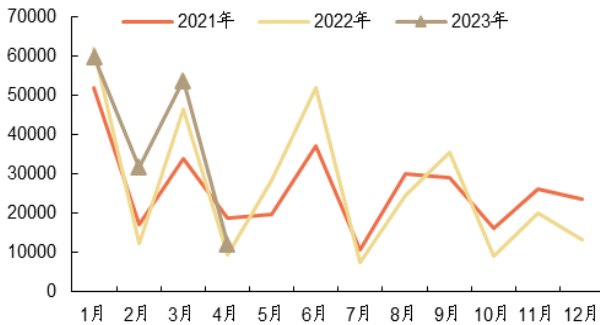
图 1： 2021-23 年各月当月新增社融	4
图 2： 2021-23 年各月社融存量增速	4
图 3： 2023 年 6M、3M 国股银票转贴现利率 (%)	4
图 4： 2021-23 年 4 月新增社融结构	5
图 5： 2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按期限）	5
图 6： 2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按部门）	5
图 7： 2022-23 年各月居民部门人民币信贷期限结构	5
图 8： 2022-23 年各月企业部门人民币信贷期限结构	5
图 9： 2021-23 年各月新增政府债券规模	6
图 10： 2021-23 年各月新增企业债券规模	7
图 11： 2022-23 年各月新增外币贷款与非标融资规模	7
图 12： 2021-23 年各月 M1、M2 增速	7
图 13： 2021-23 年社融及 M2 增速	7

1. 每周一谈：4月金融数据点评

1.1 4月社融整体偏弱

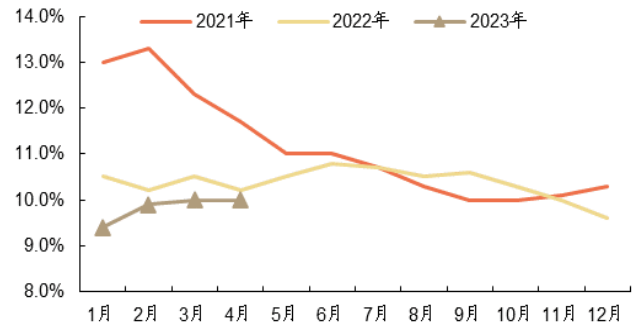
4月新增社融弱于17-21年，低基数作用下增速仍偏低。4月当月新增社会融资规模1.2万亿元，同比多增2873亿元，但若去除基数影响与2017-2021年相比，当月增量则处于低位。社融存量360万亿元，同比增长10%，同样考虑低基数的作用，4月与上月持平的增速则显偏低（图1、图2）。

图1：2021-23年各月当月新增社融



资料来源：Wind，申港证券研究所

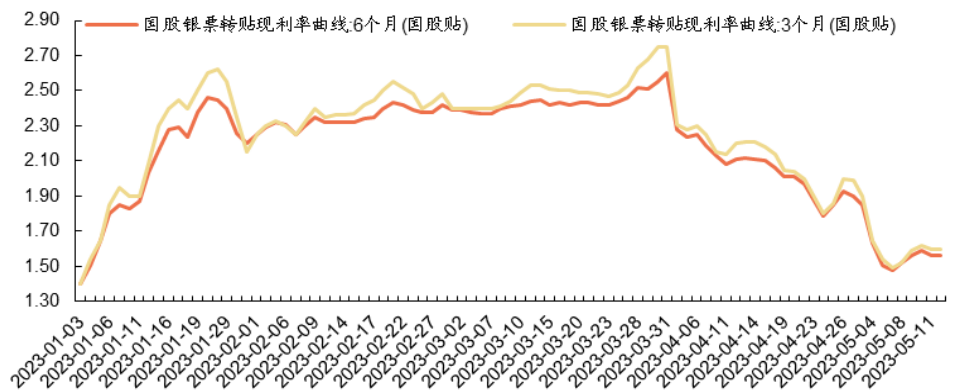
图2：2021-23年各月社融存量增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

一季度信贷前置发力叠加融资需求趋弱拖累4月社融表现。通常来讲，在季末“开门红”冲量的引导下，3月新增社融规模普遍高于4月。今年信贷前置的力度较大，一季度新增社融14.5万亿元，绝对值为有史以来最高；乐观假定2023年社融存量增长10%，则一季度增量占全年增量的42%，占比也为有史以来最高。前期信贷的过快投放导致了4月增量的边际转弱。国股银票转贴现利率自4月以来持续下行（图3），“价格”下降指示实体融资需求弱化。

图3：2023年6M、3M国股银票转贴现利率（%）

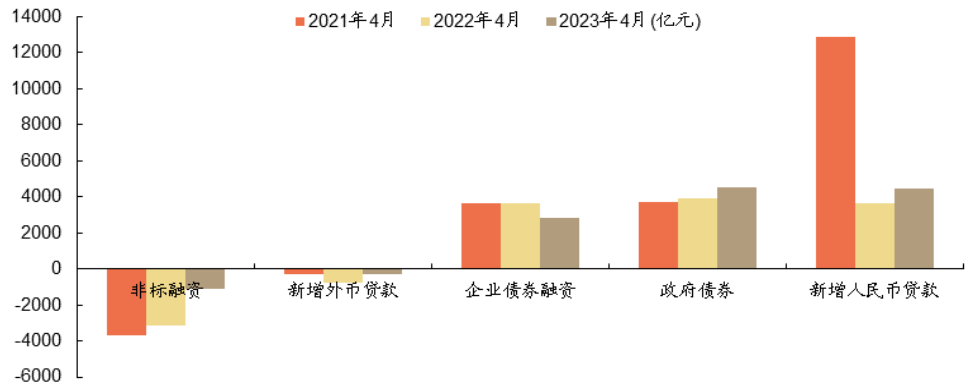


资料来源：Wind，申港证券研究所

人民币贷款和政府债券继续支持新增社融规模。新增社融的主要贡献项仍然是人民币贷款和政府债券，4月新增人民币贷款4431亿元，同比多增815亿元；新增政府债券4548亿元，同比多增636亿元，连续4个月当月新增超4000亿元。新增企业债券2843亿元，同比少增809亿元；非标融资规模减少1145亿元，同比少

减 2029 亿元；外币贷款减少 319 亿元，同比少减 441 亿元（图 4）。

图4：2021-23 年 4 月新增社融结构



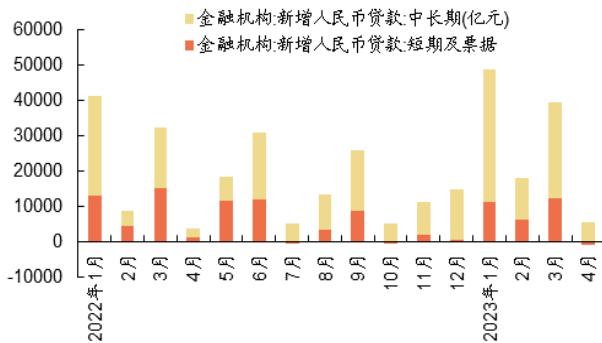
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 居民和企业部门表现分化

1.2.1 企业中长期贷款继续保持增长

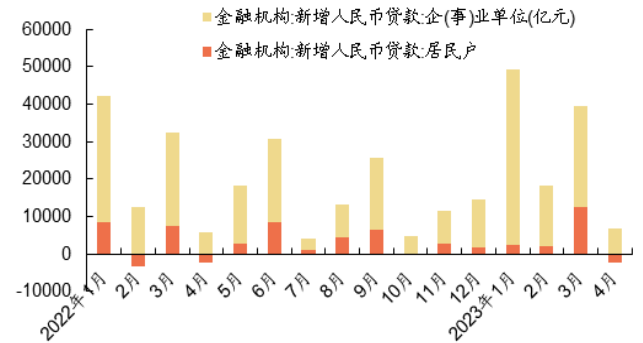
中长期贷款增量保持稳定。从期限结构来看，4 月金融机构口径新增中长期人民币贷款 5513 亿元，同比多增 3175；短期及票据贷款下降 1074 亿元，同比多减 2418 亿元。短期及票据贷款中，居民户短期贷款下降 1255 亿元，在去年低基数的影响下同比少减 601 亿元（图 5）。

图5：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按期限）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按部门）

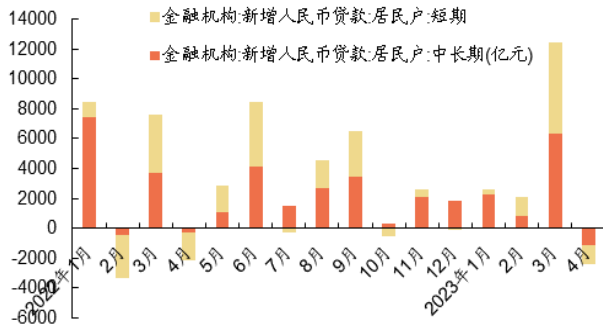


资料来源：Wind，申港证券研究所

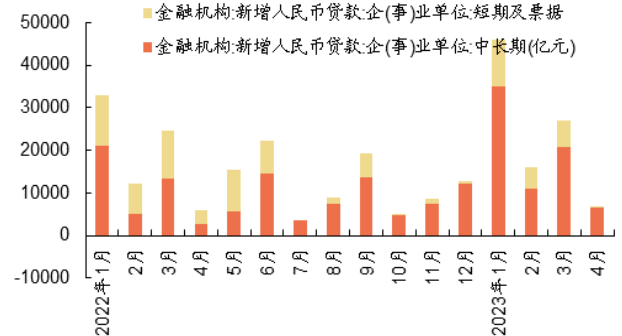
企事业单位和居民部门人民币贷款一增一减。从部门来看，4 月金融机构口径企业新增人民币贷款 6839 亿元，同比多增 1055 亿元。居民部门新增人民币贷款减少 2411 亿元，同比多减 241 亿元（图 6）。今年以来，居民的出行、餐饮需求不断释放，但扩表意愿与去年同期相比进一步减弱。根据日本 90 年代初的经验，在资产负债表受到冲击后，居民加杠杆意愿的修复时间或超预期。

图7：2022-23 年各月居民部门人民币信贷期限结构

图8：2022-23 年各月企业部门人民币信贷期限结构



资料来源: Wind, 申港证券研究所



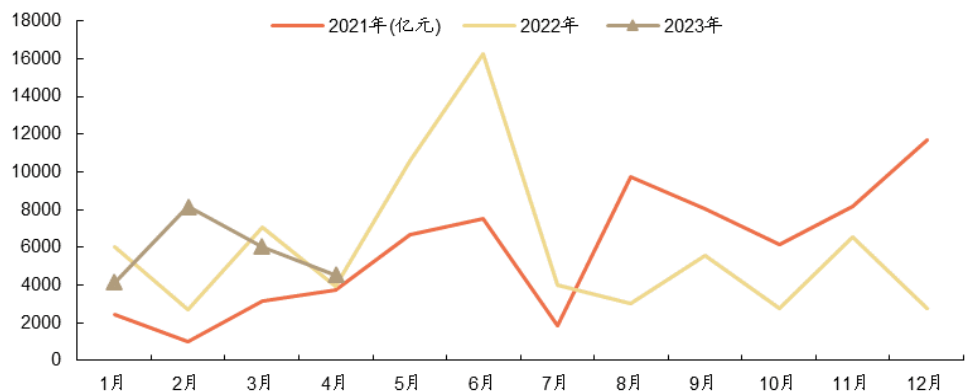
资料来源: Wind, 申港证券研究所

居民部门开始缩表，企业中长期贷款增量仍有支撑。4月金融机构口径居民部门中长期人民币贷款减少1156亿元，同比多减842亿元，较3月增量出现大幅收缩(图7)。今年地产销售和二手房销售在经历了3月的短暂修复后4月再次环比走弱，缺乏购房需求的支撑，居民中长期贷款难有显著增长。与中长期贷款情况类似，居民部门短期贷款减少1255亿元，同比少减601亿元，贷款消费意愿较弱。4月企业部门中长期贷款新增6669亿元，同比多增4017亿元，短期贷款和票据新增181亿元，同比少增3019亿元(图8)。

1.2.2 政府债券发行保持积极力度

政府债券发行维持较大力度。4月新增政府债券4548亿元，同比多增636亿元(图9)。今年前4月各月政府债券发行额均保持在4000亿元以上，累计发行额达2.3万亿元，同比多增3114亿元，发行节奏相对提前。目前我国经济复苏斜率有下降的趋势，欧美货币紧缩的影响开始在需求端显现，使未来出口压力仍有加重隐患。但去年2季度各项经济指标基数较低，经济同比增速应有保证。在这样的背景下，我们预期政府债券发行节奏或在2季度适当放缓，为下半年对冲大概率出现的出口下行和内需不振留出政策空间。

图9: 2021-23年各月新增政府债券规模



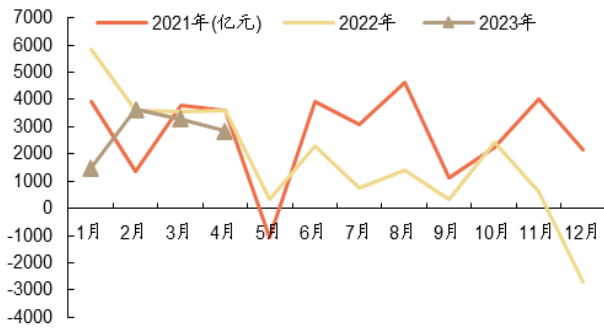
资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.2.3 企业融资同比趋弱，非标融资同比改善

企业债券发行量同比收缩。4月新增企业债券融资2834亿元，同比少增809亿元

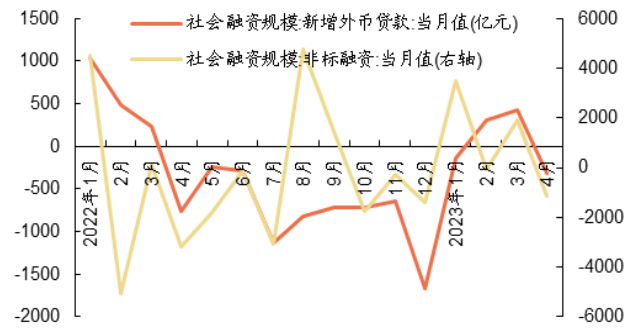
(图 10)。2 月后当月新增规模出现下降趋势，与 4 月新增规模下降的企业贷款同步传递出经济复苏力度边际减弱的信号。

图 10: 2021-23 年各月新增企业债券规模



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 11: 2022-23 年各月新增外币贷款与非标融资规模



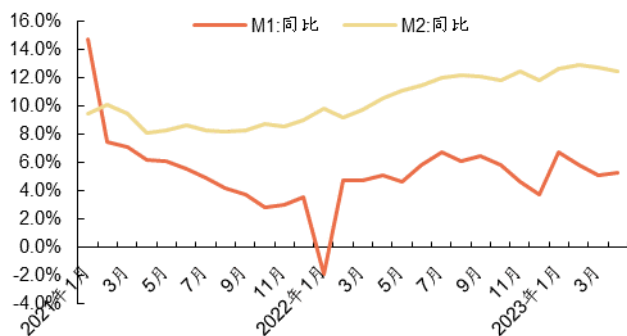
资料来源: Wind, 申港证券研究所

外币贷款、非标融资下降。4 月外币贷款减少 319 亿元，同比少减 441 亿元。非标融资中，未贴现银票减少 1347 亿元，同比少减 1210 亿元，新增信托贷款 119 亿元，同比多增 734 亿元，新增委托贷款 83 亿元，同比多增 85 亿元 (图 11)。

1.3 广义货币增速提升

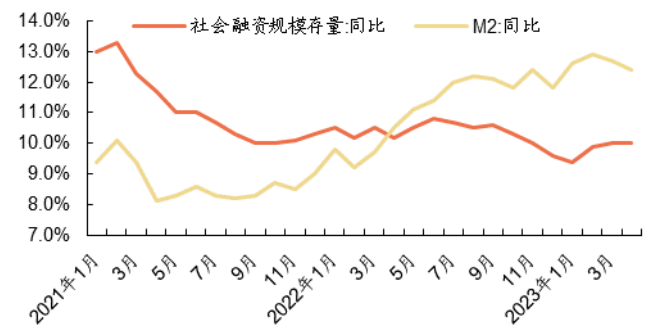
M2-M1、M2-社融剪刀差收窄。4 月 M2 同比增长 12.4%，前值 12.7%；M1 同比增长 5.3%，前值 5.1% (图 12)。M2 与 M1 增速差值缩小说明企业活期存款增速较高，企业预期未来经营情况边际好转。4 月 M2 增速与社融增速差值为 2.4%，较上月收窄 0.3 个百分点，对应非标融资增量的同比改善 (图 13)。

图 12: 2021-23 年各月 M1、M2 增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 13: 2021-23 年社融及 M2 增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2. 风险提示

居民部门需求超预期修复、海外需求保持强劲、企业投资扩产需求超预期、政策风险。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上