

2023年05月14日

金融数据的“倒春寒”

固定收益研究团队

——2023年4月金融数据点评

陈曦（分析师）

张维凡（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030054

● 4月金融数据中的五个重点信息

第一，社融“倒春寒”，总量在低基数基础上小幅正增。在经历一季度开门红后，4月社融有所转弱，在2022年4月低基数的基础上，小幅正增2873亿，录得2017年以来的次低值。其中，社融口径信贷和政府债券是主要正贡献项，而企业股票和债券融资对社融总量持续拖累。4月信贷投放规模回落，同比多增815亿，一季度银行竞争性追求信贷开门红，对4月信贷产生了一定的透支；政府债融资4548亿，同比多增636亿，目前财政发力较为平滑，我们认为有为下半年预留空间的意图；受信贷走弱影响，银行压票控量的情况在本月依旧存在，未贴现票据减少1347亿；企业股票和债券融资持续少增，一方面可能一季度大规模信贷融资的挤出，一方面也反映出目前企业融资需求偏弱。

第二，企业和居民融资分化再次扩大。4月是信贷小月，加上一季度信贷“靠前发力”消耗了储备项目的情况下，4月人民币信贷在低基数的情况下同比多增734亿。其中，企业贷款表现平淡，但居民部门融资表现再次转弱。

第三，企业部门融资表现依然有韧性。经历了一季度的强势增长后，4月企业部门信贷融资虽不及一季度“火热”，但依然有韧性。企业新增中长贷6669亿，同比多增4017亿，是4月同期最高值。

第四，居民部门融资情绪再次磨底。居民部门融资情绪在3月强势好转后，4月再次转弱。短贷新增-1255亿，与节假日火热的线下出行和消费相比，居民加杠杆消费意愿较弱。长贷新增-1156亿元，同比减少842.28亿。在地产经历了1-3月的积压释放后，4月虽然二手房成交面积仍在高位，但新房销售面积回落，市场热度有所下降，拖累了本月居民中长贷。

第五，M1与M2剪刀差有所收敛。4月M2依然处在高位，但在高基数和居民存款减少等作用下小幅回落，录得12.4%。4月M1录得5.3%，环比小幅正增。近期信贷流向、以及M1与M2持续负向走阔是市场关注的焦点，我们认为不能将M1的强弱直接与经济活力划等号，历史上，2019年全年M1低位徘徊，2020年4月M1与M2剪刀差负向走阔，但随后经济均开始快速修复。

● 社融波动不改内需企稳复苏趋势

综上所述，我们认为4月社融表现不尽如人意的主要原因包括：首先，银行一季度开门红提前放贷对4月信贷需求产生了透支，拖累当月信贷需求；其次，居民端融资仍在磨底，加杠杆意愿较低。但我们认为，社融波动是正常现象，不改内需企稳复苏趋势。积极信号是，4月居民部门存款减少1.2万亿，是13个月来首次同比减少，虽然其中无法排除重回表外资产的可能，但亦有可能居民是动用存款消费，这与五一旺盛的出游相对应。同时，反映居民风险偏好的指标居民存款-贷款增长斜率也已连续三个月下降，这与央行一季度披露的居民预防性储蓄动机下降相印证，因此我们认为居民的风险偏好正处在拐点。随着居民收入持续改善，以及地产保交楼的持续推进，后续有望看到居民风险偏好持续提升，居民融资情绪也将最终扭转。同时，政策对稳增长并未放松。政治局会议一方面强调内生动力不强、需求不足，另一方面强调扩大内需，同时还强调持续性，随着政策端发力，后续内生增长动能大概率将持续修复。

● 债市交易经济走弱可能已经接近尾声

在4月份市场预期转向弱复苏后，推动以长端为主的债市收益率持续下行。从另一个角度而言，2022年至今10Y期国债收益率和MLF的利差一直处在较高分位数水平，因此4月以来长端为主的债市超预期走强有收益率补下的原因。目前1Y期MLF2.75%，10Y期国债略低于2.75%，10Y期国债收益率和1Y期MLF利差在43%分位数水平，已经基本合理。目前市场交易的逻辑是基本面二季度受低基数影响同比走高，但是环比走弱。但历史上复苏初期阶段，经济短时环比走弱很常见，如2016年二季度、2020年5、6月等，同时我们认为政策对于稳增长没有放松，后续仍然将以扩大内需为主线，因此经济继续向上的概率远超过下的概率，债市交易经济走弱可能已经接近尾声。

● **风险提示：**政策变化超预期、疫情扩散超预期。

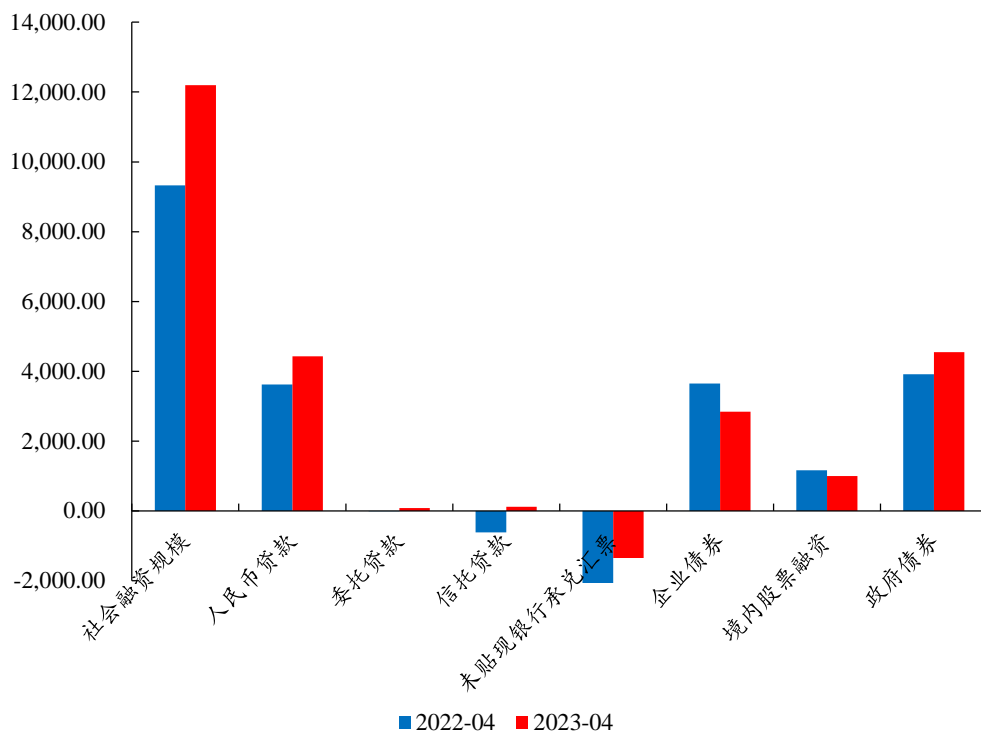
相关研究报告

《债市交易经济走弱可能已经接近尾声——固收专题》-2023.5.12

《政策主线延续稳增长、扩内需——2023年5月十大转债——固收专题》-2023.5.11

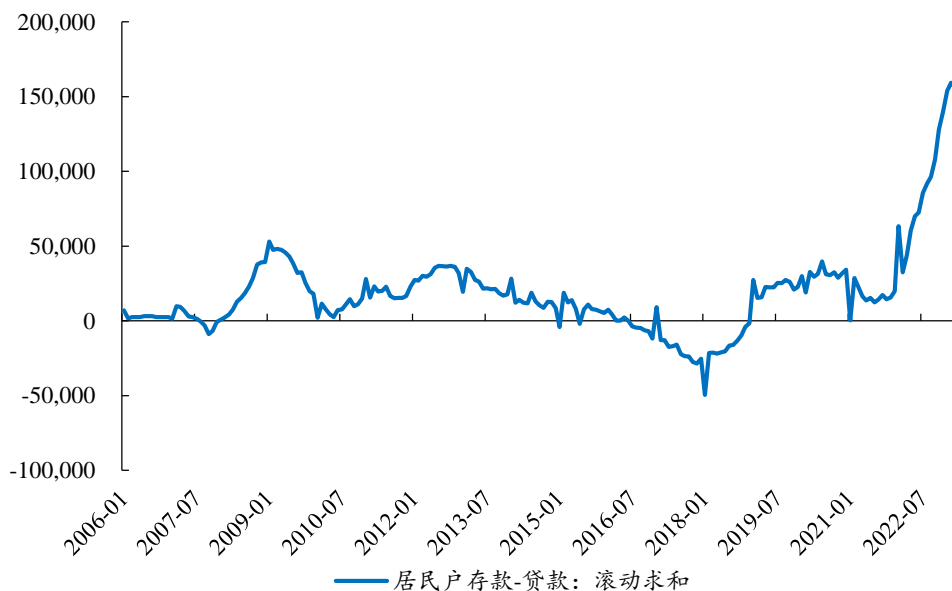
《政策好于预期，债市不宜追高——固定收益2023年中期投资策略》-2023.5.11

附图 1：4 月社融出现“倒春寒”（亿元）

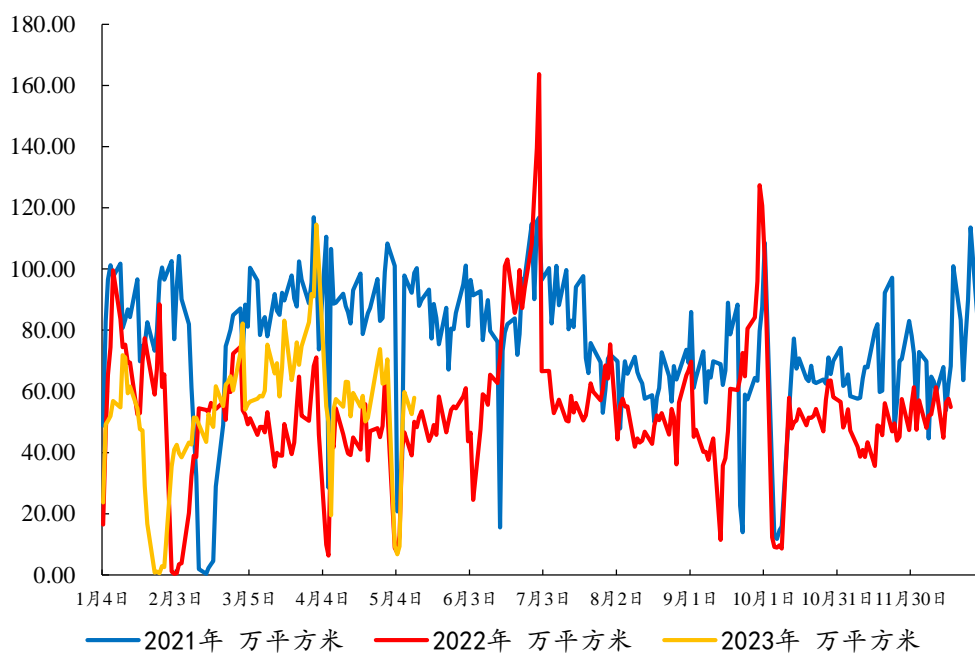


数据来源：Wind、开源证券研究所

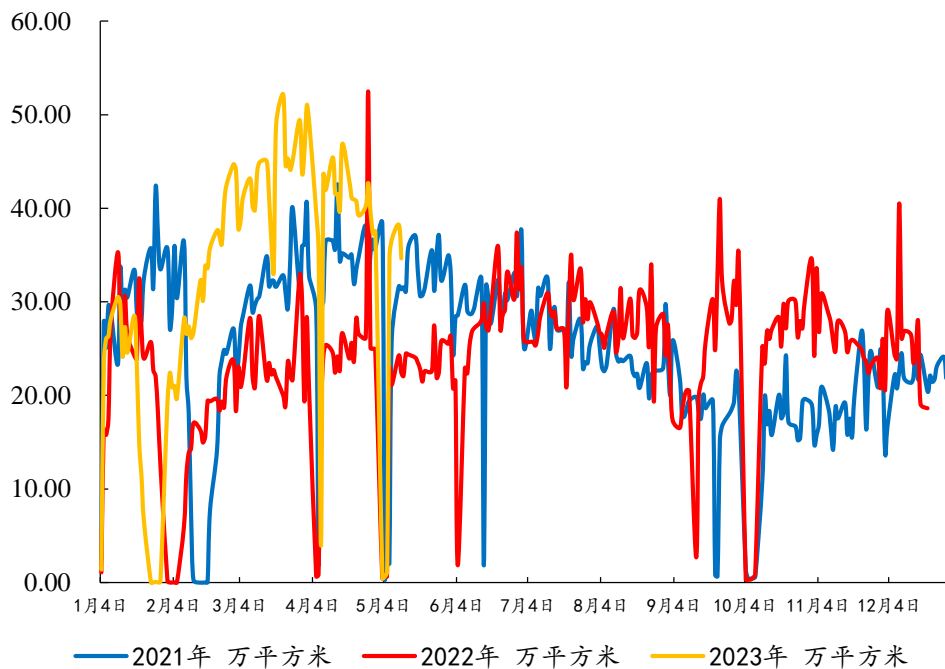
附图 2：居民存款-贷款增长斜率持续放缓（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

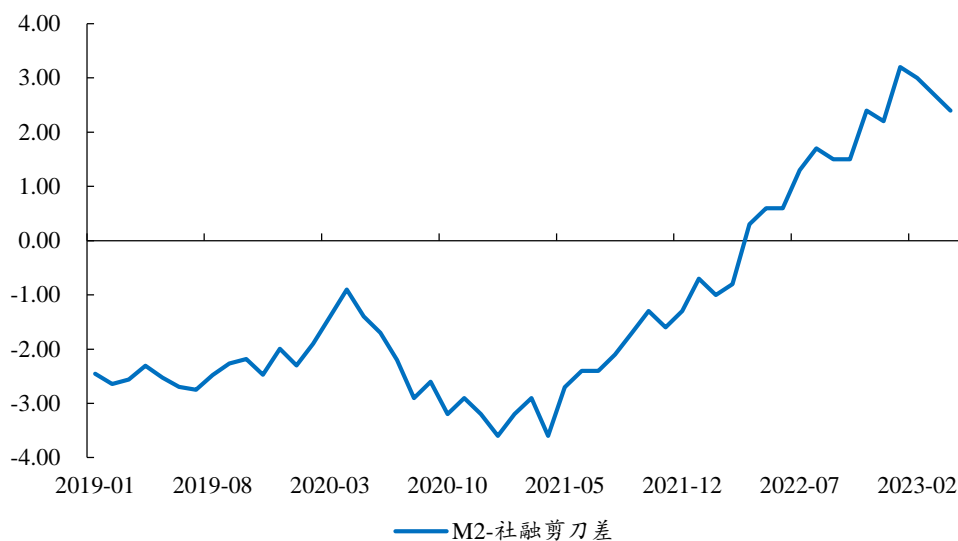
附图 3：35 城新房成交面积在 4 月后持续回落（平方米）


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：18 城二手房成交面积持续保持高位（%）


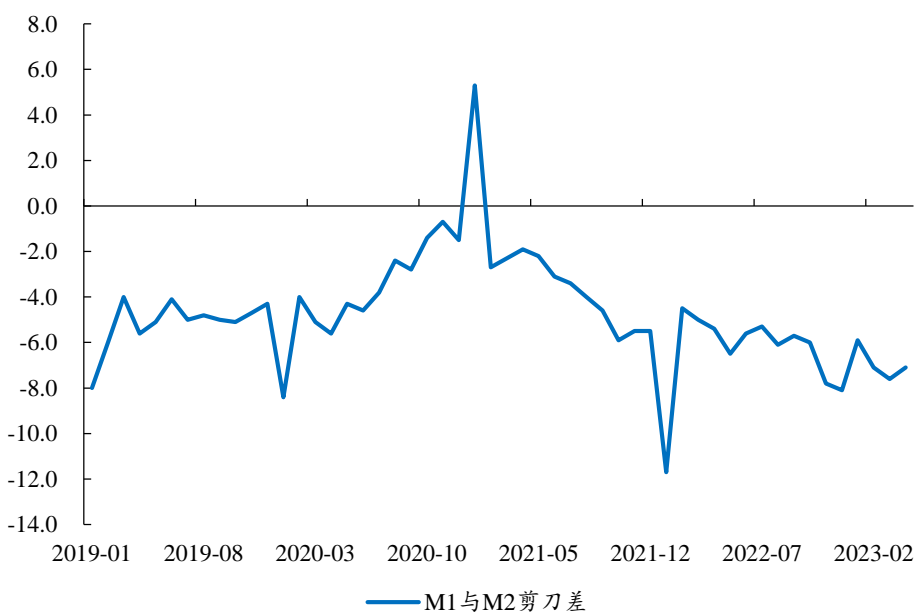
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5: M2 与社融剪刀差收敛 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6: M1 与 M2 剪刀差环比收敛 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

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

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

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

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