

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执业编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

崔紫涵

研究助理

cuizihan@sczq.com.cn

电话：86-10-81152670

相关研究

- 4月外贸数据点评：出口继续显韧性，一带一路有支撑
- 宏观经济周报：关于2023年国债收益率的探讨
- 宏观经济周报：五一火爆的背后，内忧外患仍存

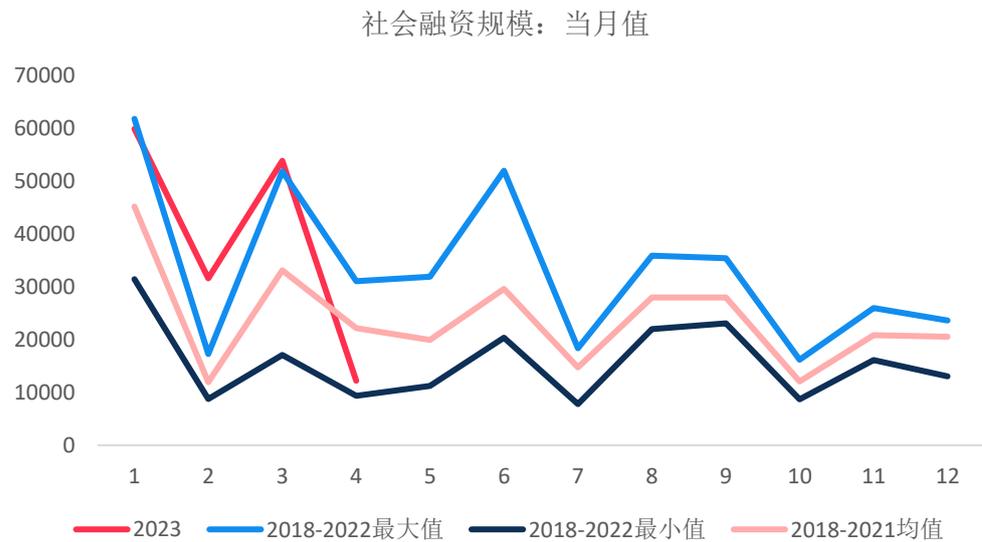
- 事件：5月11日，央行公布2023年4月金融数据，(1)新增社融12200亿元，wind一致预期17199亿元，同比多增2873亿元；(2)新增人民币贷款7188亿元，wind一致预期11354亿元，同比多增734亿元；(3)M2同比12.4%，前值12.7%；M1同比5.3%，前值5.1%。
- **4月社融超季节性下跌，市场已有预期。**4月社融增量12200亿元，超季节性下跌。社融存量同比增速为10.0%，持平于前值，结束了连续三月的持续上行趋势。新增信贷同样骤降，当月新增仅略高于2022年4月疫情冲击下水水平，是4月社融环比大幅回落的主因。社融数据全面走弱，但4月以来票据利率一路下行已提前反映贷款需求的下滑，金融数据公布后，10年期国债活跃券收益率先下后上，可能演绎利好出尽。
- **供给驱动的社融高增难以为继，需求端弱势显现。**从量价角度分析，今年以来社融持续走强，但国债收益率不断下探，量升价跌反映出融资规模量的高增是由供给而非需求推动。我们认为4月的社融大幅回落，一则是由于政策前置发力导致后续动能不足；二则是积压需求的支撑效应逐渐消减，需求端的弱势逐渐显现。
- **地产销售转冷叠加提前还贷，居民中长贷创新低。**4月新增居民端短贷、中长贷双双转负。居民短贷4月减少1255亿元，我们已在3月金融数据点评中提示，用于贷款置换的短贷冲量可能难以为继。居民中长贷4月减少1156亿元，已然低于2022年疫情时水平，我们认为一方面是由于4月地产销售边际转冷，积压的购房需求释放后，地产端消费的支撑有所减弱；另一方面或许与4月居民提前还贷加速有关，从RMBS条件早偿率指数可以看出，居民提前还贷比率在4月攀升了一个台阶。
- **居民存款罕见流出，提前还贷是主因。**4月居民存款超季节性下滑，同比减少5518亿元，再次证实了居民加速提前还贷的行为。伴随提前还贷情绪的不断消化，后续居民贷款早偿和存款流出情况或许有所缓解。存款搬家是市场的另一种主流解释，即由于部分存款利率下调，叠加债市近期走牛，存款可能转向理财产品，但我们认为此类资金流转的影响相对有限，同时从新发理财产品规模来看，4月并未有明显增长。
- 整体上我们维持社融全年走平、前高后低的判断，目前经济弱现实不断显现，稳增长政策有待进一步发力，考虑到金融数据的领先作用，后续需要观察融资向实体经济的传导情况。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

1 社融超季节性下跌，市场已有预期

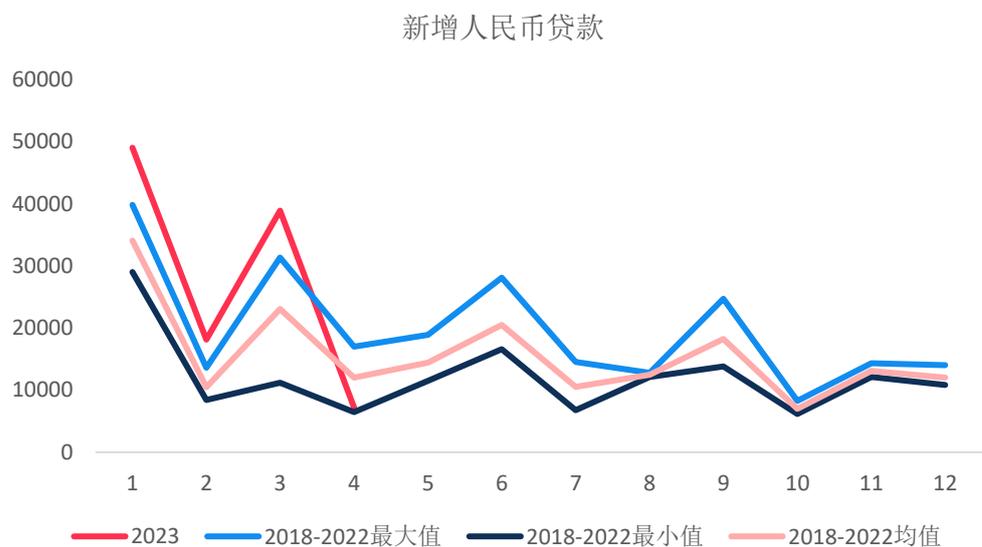
5月11日，中国人民银行公布4月金融数据，当月社融增量12200亿元，wind一致预期17199亿元，超季节性下跌。社融存量同比增速为10.0%，持平于前值，结束了连续三月的持续上行趋势。新增信贷同样骤降，当月新增7188亿元，仅略高于2022年4月疫情冲击下水平，是4月社融环比大幅回落的主要原因。

图1：社会融资规模：当月值（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

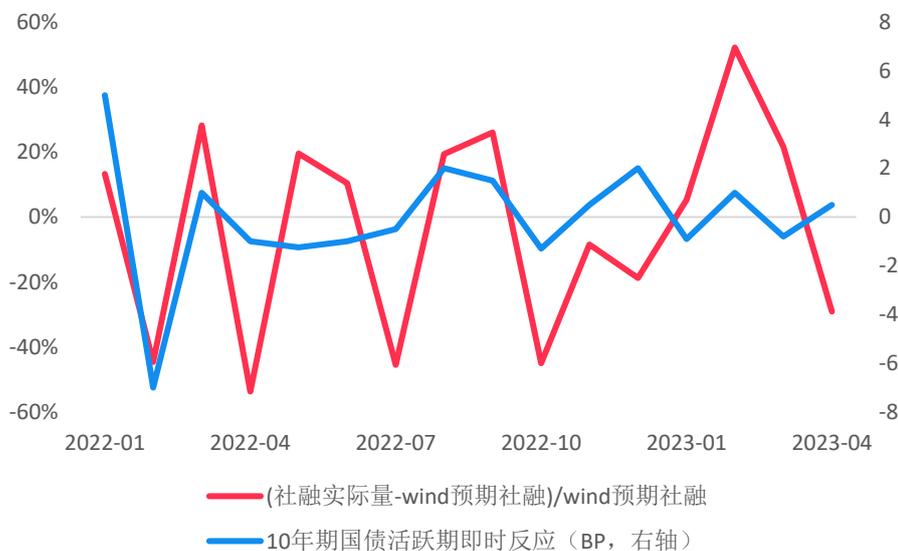
图2：新增人民币贷款（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

社融数据全面走弱，但4月以来票据利率一路下行已提前反映贷款需求的下滑，5月11日16:00数据公布后，10年期国债活跃券收益率先下后上，可能演绎利好出尽，但波动幅度有限。

图 3：国债 10 年活跃券即时反应



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图 4：票据利率 4 月大幅走低 (%)



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

从量价角度分析，今年以来社融持续走强，但国债收益率不断下探，量升价跌反映出融资规模量的高增是由供给而非需求推动。我们认为 4 月的社融大幅回落，一则是由于政策前置发力导致后续动能不足；二则是积压需求的支撑效应逐渐消减，需求端的弱势逐渐显现。

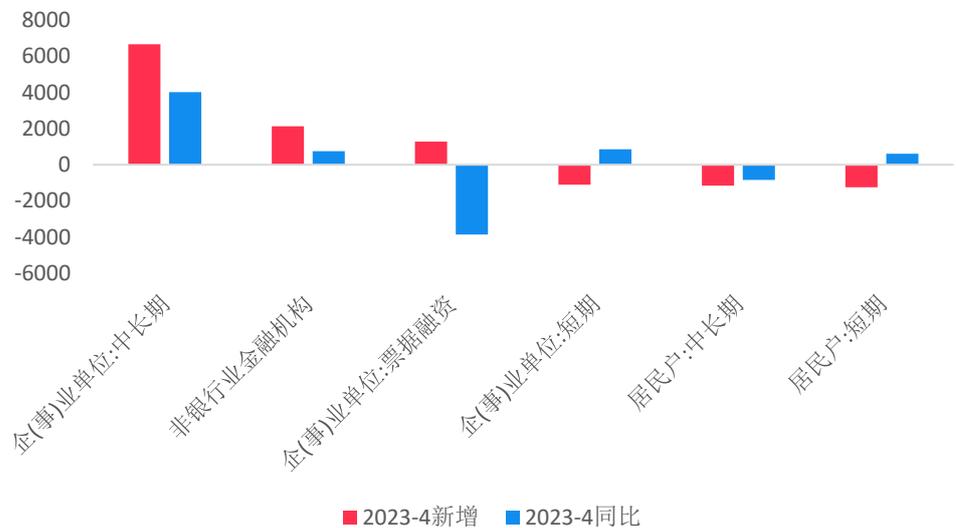
图 5：社融量升价跌（亿元，%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

结构上看，整体仍呈现企业强、居民弱的特征，4 月新增居民端短贷、中长贷双双转负，居民短贷 4 月减少 1255 亿元，我们已在 3 月金融数据点评中提示，用于贷款置换的短贷冲量可能难以为继。

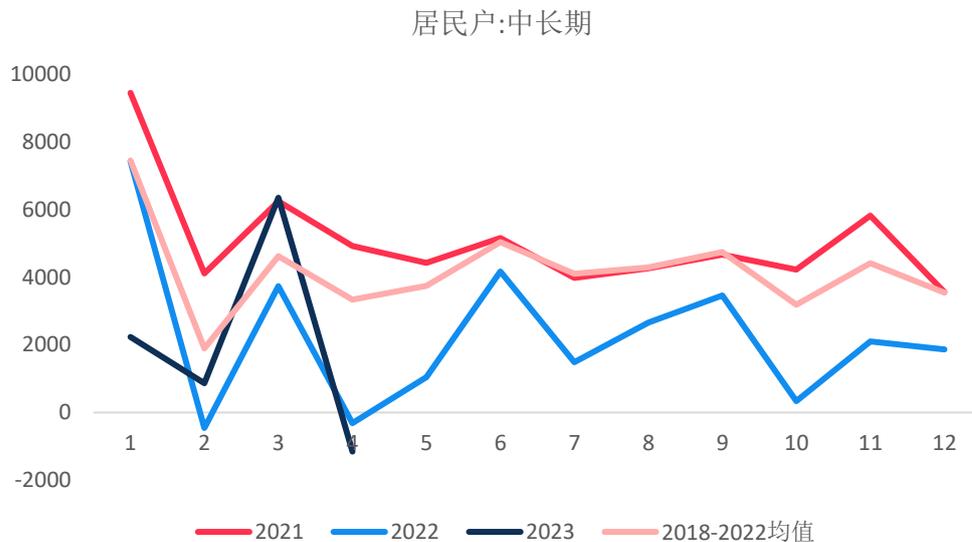
图 6：信贷结构（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

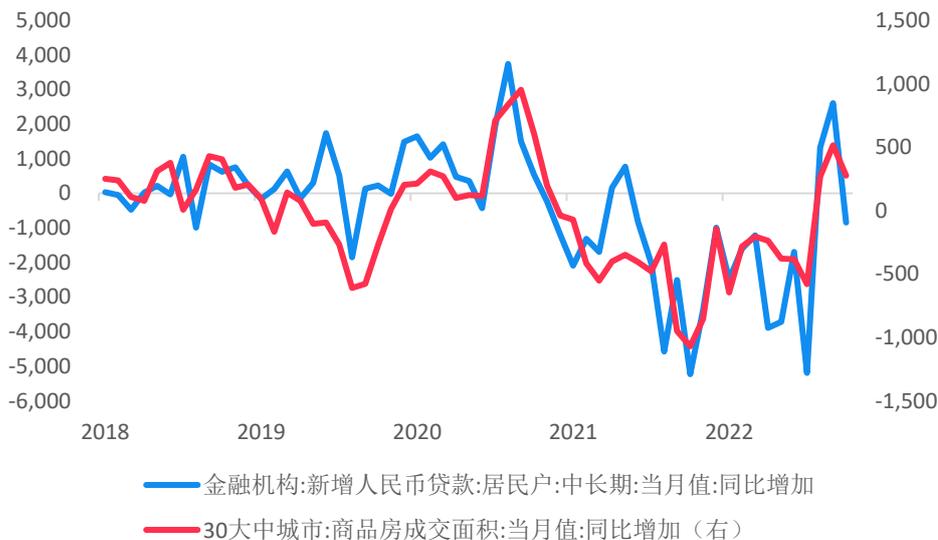
居民中长贷 4 月减少 1156 亿元，已然低于 2022 年疫情时水平，我们认为一方面是由于 4 月地产销售边际转冷，积压的购房需求释放后，地产端消费的支撑有所减弱；另一方面或许与 4 月居民提前还贷加速有关，从 RMBS 条件早偿率指数可以看出，居民提前还贷比率在 4 月攀升了一个台阶。

图7：居民户：中长期贷款：当月新增（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

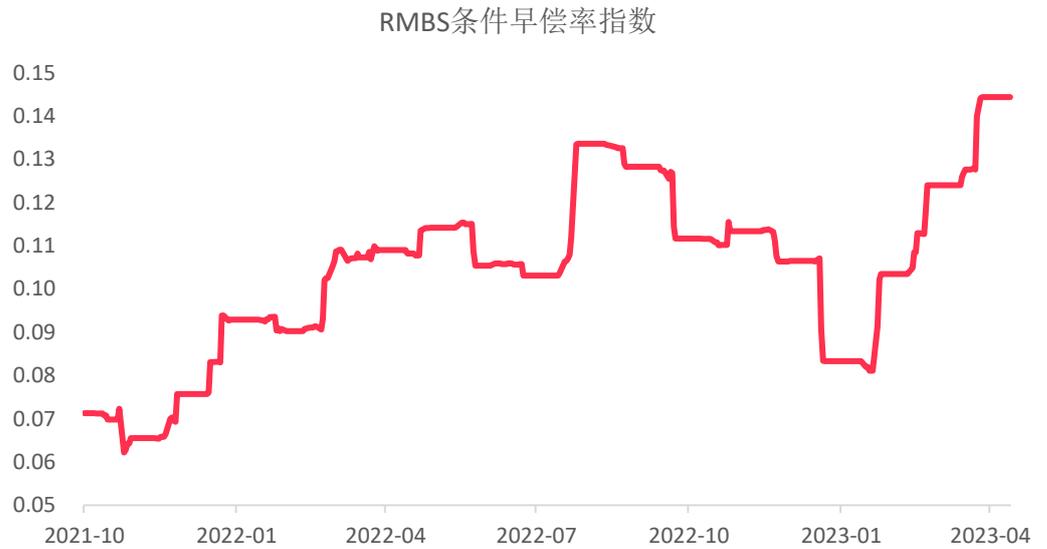
图8：居民户中长期贷款和30大中城市商品房成交面积（亿元，万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

另一方面或许与4月居民提前还贷加速有关，尽管提前还贷潮在2月初就引起热议，但银保监会在2月底再次要求银行加快处理房贷提前还贷积压申请，同时从RMBS条件早偿率指数同样可以看出居民提前还贷比率在4月攀升了一个台阶。

图 9: RMBS 条件早偿率指数

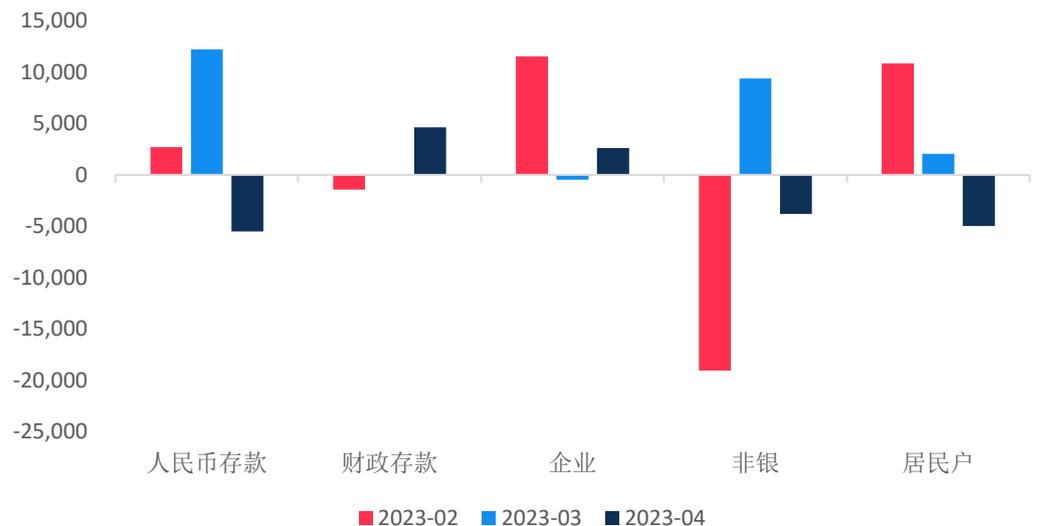


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

早偿率: 个人住房抵押贷款中债务人提前偿付的金额在资产池未偿本金余额的占比

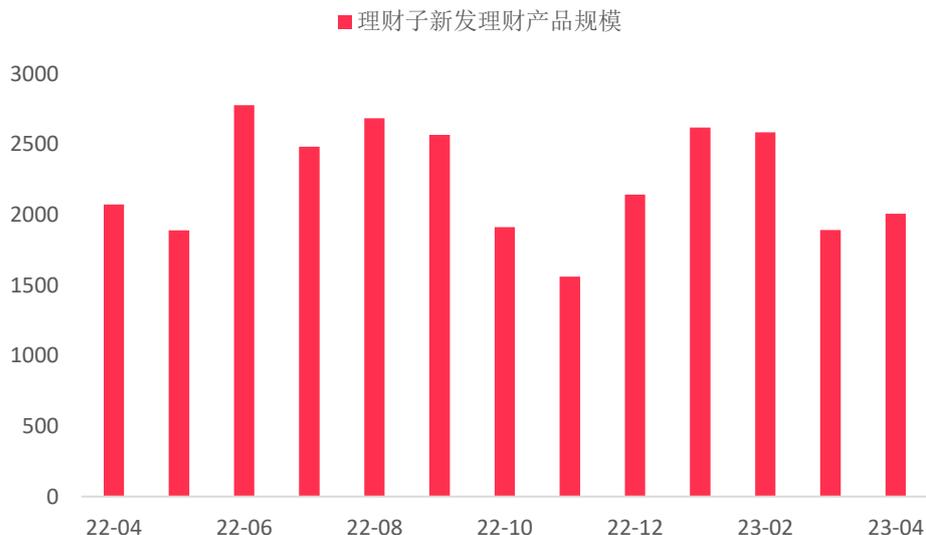
另外, 4月居民存款超季节性下滑, 同比减少 5518 亿元, 再次证实了居民加速提前还贷的行为。伴随提前还贷情绪的不断消化, 后续居民贷款早偿和存款流出情况或许有所缓解。存款搬家是市场的另一种主流解释, 即由于部分存款利率下调, 叠加债市近期走牛, 存款可能转向理财产品, 但我们认为此类资金流转的影响相对有限, 同时从新发理财产品规模来看, 4月并未有明显增长。

图 10: 人民币存款同比大幅减少 (亿元)



资料来源: wind, 首创证券研究发展部

图 11：银行理财子新发理财产品规模（亿元）



资料来源：普益, 首创证券研究发展部

2 后市展望

整体上我们维持社融全年走平、前高后低的判断，目前经济弱现实不断显现，稳增长政策有待进一步发力，考虑到金融数据的领先作用，后续需要观察融资向实体经济的传导情况。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|---------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 相对沪深300指数涨幅15%以上 |
| | 增持 | 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 |
| | 减持 | 相对沪深300指数跌幅5%以上 |
| 行业投资评级 | 看好 | 行业超越整体市场表现 |
| | 中性 | 行业与整体市场表现基本持平 |
| | 看淡 | 行业弱于整体市场表现 |