

2023年05月11日

证券研究报告·宏观简评报告

数据点评



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

弱复苏下，居民信心仍待改善 ——4月社融数据点评

摘要

- **新增社融增量不及预期，贷款贡献减弱。**从社融存量看，4月末，社融存量同比增长10%，与上月持平。从社融增量看，4月社会融资规模增量为1.22万亿元，比上年同期多增2729亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加4431亿元。受低基数效应与央行降准影响，人民币贷款继续同比多增，但经济内需修复动能有所减弱。增量不及市场预期，预计后续社融增量或较稳定。
- **直接融资占比明显回升，表外融资同比改善。**从社融结构看，直接融资表现稳定，在新增贷款占比回落下，4月直接融资占比回升，政府债券仍为主要贡献项，在今年地方债发行节奏前置的背景下，后续政府债券发行的速度或将逐渐减慢。企业债券同比少增，但近日国资委印发《中央企业债券发行管理办法》，后续或将逐渐改善；股票融资较稳。表外融资同比少减，信托业态持续改善。
- **居民贷款表现较弱，企业中长期贷款仍多增。**4月，人民币贷款增加7188亿元，企业贷款增加6839亿元，同比多增1055亿元，其中短期贷款减少1099亿元，今年以来首次由正转负，一方面受到季节性因素影响，另一方面楼市回暖持续动力不足形成制约，企业中长期贷款增加6669亿元，同比多增4017亿元，后续在政策的促进下，企业融资需求或有改善。4月住户贷款减少2411亿元，同比多减241亿元，为今年以来首次进入负值区间，其中居民短期贷款减少1255亿元，中长期贷款减少1156亿元，短期居民贷款或仍受房地产市场负面影响，中期随着促消费政策效果显现，居民贷款或逐渐向好。
- **M2增速回落，居民存款减少。**4月，M2同比增长12.4%，增速比上月末回落0.3个百分点。4月人民币存款减少4609亿元，同比多减5518亿元，其中，4月份财政性存款同比多增4618亿元，一方面4月是传统的缴税大月，另一方面，财政支出速度放缓；住户存款减少1.2万亿元，在未大幅加杠杆的背景下，居民存款减少或与提前还贷、取钱还贷有关；非金融企业存款减少1408亿元。后续在基数作用下，预计M2延续回落态势
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大，房地产市场持续走弱。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 商品表现分化，内外需都有所指向——4月贸易数据点评 (2023-05-10)
2. 假期消费反弹明显，海外衰退预期引资产波动 (2023-05-07)
3. 倒春寒来临，复苏的持续性如何？——4月PMI数据点评 (2023-05-02)
4. 去美元化与人民币国际化新策略——基于国际货币体系演变的解析 (2023-04-30)
5. 复苏第二程：产业重点与政策加力——中央政治局会议解读 (2023-04-29)
6. 不动产全面统一登记，美国债务上限引发关注 (2023-04-28)
7. 央行重磅发声，海外数据偏弱 (2023-04-21)
8. “一带一路”大布局，哪些领域国别值得关注？ (2023-04-21)
9. 超预期中，供需两端表现不同——2023年一季度经济数据点评 (2023-04-19)
10. 正式步入注册制时代，美国通胀延续下行 (2023-04-14)

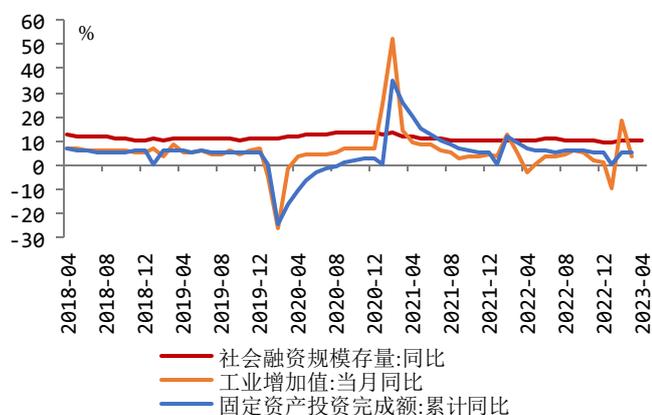
4月，社融增量不及预期，但仍同比多增，人民币贷款的贡献较之前明显减弱。直接融资表现较稳定，但在新增人民币贷款占比减少下，直接融资占比明显回升，其中政府债券融资仍占主导，财政政策靠前发力，但后续预计力度或有退坡。企业部门中长期贷款同比多增，相对居民，企业复苏更顺，居民部门短期贷款及中长期贷款都减少，房地产市场边际走弱，提前还贷等使得数据表现一般。后续稳经济政策将继续发力，市场信心明显提振，企业和居民融资需求将继续改善。

1 新增社融增量不及预期，贷款贡献减弱

新增社融不及预期，但仍同比多增。4月末，社会融资规模存量为359.95万亿元，同比增长10%，增速较上月持平。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为224.4万亿元，同比增长11.7%，增速与前值持平。从结构看，4月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.3%，同比高0.9个百分点。从社融增量看，4月社会融资规模增量为1.22万亿元，比上年同期多增2729亿元，环比3月少增3463亿元，其中，对实体经济发放的人民币贷款增加4431亿元，同比多增729亿元。4月对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资新增规模的36.32%，占比较上月低37.10个百分点。4月，受低基数效应与央行降准影响，人民币贷款继续保持同比多增态势，但4月PMI，房地产交易有所降温，经济内需修复动能有所减弱，中小企业修复势头放缓，中小企业发展指数各分项均回落。从货币政策看，在“信贷合理增长、节奏平稳”的政策指引下，后续大规模刺激的概率较小。

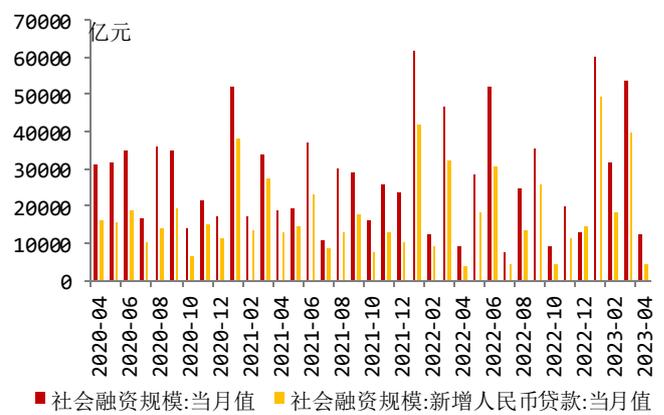
4月28日，中央政治局会议提出“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力”，“精准有力”更加强调货币政策的结构性发力，即精准滴灌、定向支持，后续货币政策将以结构性调控为主，再贷款仍将发挥主导作用。4月PMI数据录得47.6%，低于上月的50.4%，制造业修复明显放缓，但服务业PMI依然保持在景气区间，未来服务业反弹仍有可能起支撑作用。从需求端看，内需上，居民消费有待进一步提振，一季度社会消费品零售总额累计同比增长5.8%距疫情前8.0%-9.0%的常态增长水平还有一段距离，外需上，全球经济下行压力加大，海外流动性收紧将继续对我国外需形成抑制。但近日，国有大行，多家中小银行降低存款利率，既有效降低实体经济融资成本，促进实体经济信贷需求，同时也进一步推动居民消费意愿，提升市场经济活性，提振市场信心、稳固市场预期。预计后续随着国内经济持续恢复，金融机构对实体经济让利规模仍将较大，信贷需求有望复苏，但海外修复放缓仍将形成制约且5月份是季节性小月，再加上基数较高，社融增量或较稳定。

图1：社融存量同比增速持平



数据来源：wind、西南证券整理

图2：新增社融同比多增



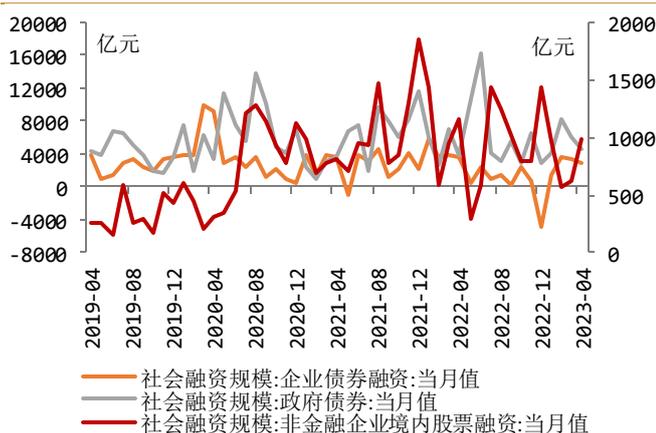
数据来源：wind、西南证券整理

2 直接融资占比明显回升，表外融资同比改善

从社融结构看，直接融资表现稳定，在新增贷款占比回落下，4月直接融资占比回升，政府债券仍为主要贡献项。4月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为36.32%，较上月明显回落37.1个百分点；在新增贷款量不及预期下，直接融资占比较上月回升，4月新增直接融资8384亿元，同比少增346亿元，季节因素下环比少增1540亿元，较2021年同期多增207亿元，整体增长较稳定。4月新增直接融资占同期社会融资规模增量的68.72%，较3月回升50.28个百分点。从分项看，政府债券仍是直接融资的主要贡献项，我们在上月分析中已指出今年积极的财政政策靠前发力，专项债发行速度较快，数据显示，今年以来，地方债已发行2.78万亿元，其中新增地方债共发行19519亿元；新增一般债、新增专项债发行规模分别为3303亿元、16216亿元，发行进度分别达45.9%、42.7%，较去年同期加快5.7和8.9个百分点。4月单月，新增专项债发行2648亿元，其中投向基建领域占比为55.5%。截至5月7日，已有19个地区披露二季度发行计划，计划发行地方债券12633.29亿元，其中专项债券7108.32亿元，一般债券5330.04亿元。在今年地方债发行节奏前置的背景下，后续政府债券发行的速度或将逐渐减慢。**企业债券方面**，4月企业债券融资增加2843亿元，同比少增809亿元，环比少增445亿元。近日，国资委印发《中央企业债券发行管理办法》，旨在着力健全债券发行管理体系、提高债券发行审批效率、提升债券发行全流程管理水平、防范债券违约风险，预计后续企业债券融资稳中有升。4月，非金融企业境内股票融资993亿元，同比少增173亿元，环比多增379亿元。

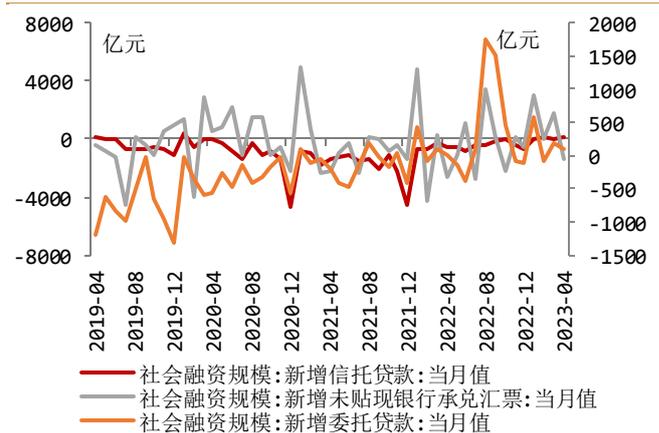
表外融资同比少减，信托业态持续改善。4月，表外融资减少1145亿元，同比少减2029亿元，环比多减3064亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为-9.4%，较上月回落13个百分点。4月末贴现银行承兑汇票减少1347亿元，同比少减1210亿元，环比多减3137亿元；4月，委托贷款增加83亿元，同比多增85亿元，环比少增91亿元；信托贷款增加119亿元，再次由负转正，同比多增734亿元，信托行业持续改善。

图3：4月直接融资各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

图4：4月表外融资分项表现



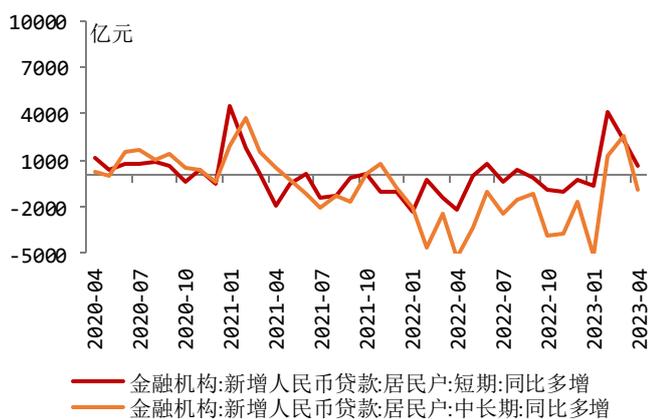
数据来源：wind、西南证券整理

3 居民贷款表现较弱，企业中长期贷款仍多增

企业中长期贷款保持支撑，短期贷款再次降为负值。4月，人民币贷款增加7188亿元，同比多增649亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加6839亿元，同比多增1055亿元。从贷款结构来看，短期贷款减少1099亿元，今年以来首次由正转负，同比少减849亿元，环比3月多减32799亿元，一方面受到季节性因素影响，另一方面楼市回暖持续动力不足形成制约，企业复苏仍需时间。中长期贷款增加6669亿元，同比多增4017亿元，环比3月少增1.67万亿元。4月份我国制造业PMI为49.2%，在连续3个月运行在50%以上后落入收缩区间，虽然4月份新发放企业类平均贷款利率、普惠型小微企业平均贷款利率、民营企业平均贷款利率和制造业平均贷款利率仍保持在历史低点附近，但一方面，内需不足，企业信心仍有修复空间，融资需求一般，另一方面，资金进入实体经济的渠道仍不通畅，资金紧张状况有待缓解。整体来看，企业中长期贷款依旧是主要支撑，4月制造业修复势头放缓，但服务消费动能较高，且央行于1月、2月分别新创设房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划两项结构性政策工具，额度分别800、1000亿元，新工具均针对地产领域，体现维稳意图，后续在政策的促进下，企业融资需求或有改善。

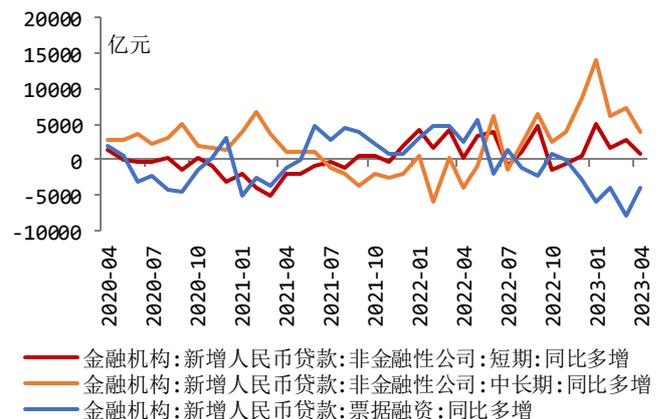
中长期贷款回落明显，住户贷款再次转为负值，提前还贷影响数据。4月，住户贷款减少2411亿元，同比多减241亿元，为今年以来首次进入负值区间，其中，居民短期贷款减少1255亿元，同比少减601亿元，中长期贷款减少1156亿元，同比多减824亿元。年初以来，中央坚持“房住不炒”和因城施策，做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，地方调控整体延续宽松，政策更多偏向住房需求侧支持；需求端，多地首套房贷款利率下行，公积金政策优化；购房成本和门槛有所降低，供给端，此前房企融资利好政策仍持续发挥利好效应，房企“造血”能力持续恢复。但部分存量房贷与新增房贷之间的利差较大，在3月引发了一批提前还贷潮，4月仍有此现象，另外，楼市回暖持续动力有待观察，商品房销售在3月达到峰值，4月数据有所下降。但随着政策效果显现，居民消费改善明显，五一假期居民出行、酒店等数据表现良好，线下消费复苏将对短期贷款需求提供支撑。后续，短期居民贷款或仍受房地产市场负面影响，中期随着促消费政策效果显现，居民贷款或逐渐向好

图 5：居民部门中长期贷款同比少增



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位中长期贷款同比多增

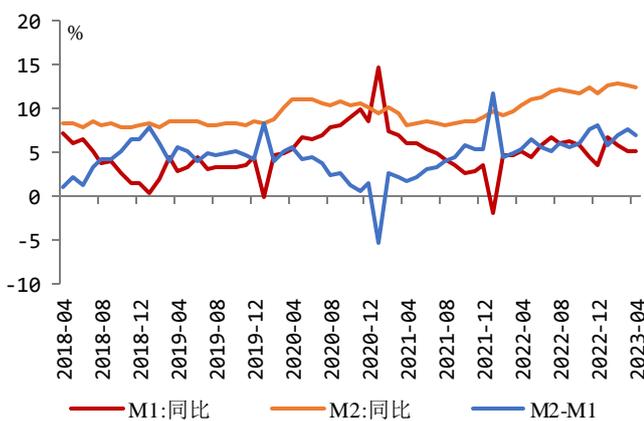


数据来源：wind、西南证券整理

4 M2 增速回落，居民存款减少

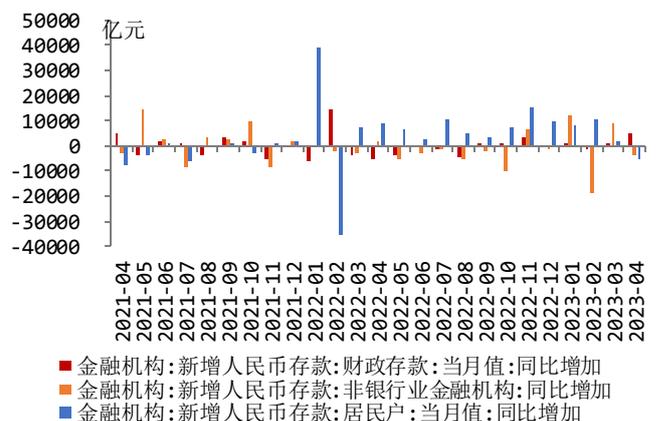
剪刀差缩小，M2 同比增速回落。4 月末，广义货币(M2)余额 280.85 万亿元，同比增长 12.4%，与我们预期一致，增速较上月末环比降低 0.3 个百分点，较去年同期上升 1.9 个百分点。4 月，人民币存款减少 4609 亿元，同比多减 5518 亿元。其中，4 月份财政性存款增加 5028 亿元，同比多增 4618 亿元，一方面 4 月是传统的缴税大月，4 月财政性存款的增加与企业存款减少对应，另一方面，今年以来，政府综合运用国债、地方债、贴息等政策工具，发挥财政资金的“四两拨千斤”牵引作用，财政支出速度放缓；住户存款减少 1.2 万亿元，同比多减 0.5 亿元，在未大幅加杠杆的背景下，居民存款减少或与提前还贷、取钱还贷有关；非金融企业存款减少 1408 亿元，同比多减 198 亿元；非银行业金融机构存款增加 2912 亿元，同比少增 3804 亿元。狭义货币(M1)余额 66.68 万亿元，同比增长 5.3%，增速比上月末高 0.2 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 7.1 个百分点，较上月缩小 0.5 个百分点。预计后续货币政策将更强调结构性，重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资，支撑信贷规模，在基数作用下，预计 M2 延续回落态势。

图 7：4 月 M2 增速回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：4 月居民存款同比少增



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn