

宏观点评 20240511

社融转负急需宽松减“负”

2024年05月11日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 周六公布金融数据从量和时点上都令人“出乎意料”。量的意外在于4月金融数据出现了不少负值，其中尤其值得注意的是新增社融与M1同比的“双负”。时点上的“意外”在于社融数据少见地在货政报告后出炉，报告表述上的“不寻常”或与今天的数据也有着千丝万缕的联系。我们认为“意外”的数据或多或少会对市场产生触动，恰逢政治局会议“拔高”货币政策的背景下，央行可能很快宽松减“负”，以降准降息为首的货币政策有望加速。

■ 4月金融数据的“负增”有点多，我们认为大体可分为三类：

一是居民贷款的负增，4月居民短贷、中长贷均录得历史同期新低，反映淡季压力下借贷意愿仍然保守，政策还需在稳楼市，扩消费领域下足力气。

二是M1同比的负增，或与4月中旬以来叫停“手工补息”有关。存款利率管理落实后部分企业及居民存款可能转向定期，也可能外流，同时不排除“还贷”的选项，或许能部分解释上述大幅回撤的零售贷款以及低于季节水平的企业和居民存款。

三是政府债的负增，反映财政发力节奏“滞后”。年初以来特别国债发行窗口推后，而地方债持续“观望”，导致了财政节奏不及预期，这也是4月政治局会议“督促”的重点。

■ 而这些“意外”的负增，其实在昨天的货政报告上已有“预告”。一季度货政报告在一向重要的“专栏”中讨论信贷增长与高质量发展的关系，表明“即使信贷增长比过去低一些，也足够支持经济保持平稳增长”。

■ 不过即使有央行的“预防针”，“意外”的数据之下市场也难免有所触动。在政治局对货币政策的“拔高”下，我们认为以降准为首的货币宽松有望加速，落地窗口最早或在5月中旬。

■ 4月金融数据具体来看：

居民信贷经历最“冷”的4月。居民部门整体信贷减少5166亿元，甚至比疫情波动期间的2022年4月还低两倍多。短贷与中长贷均创下历史新低，4月“火热”的假期消费与持续扩张的服务业PMI并未与居民短贷“同步”，可能反映平日的消费被假期拿走了“额度”，全月整体仍趋向“淡季”；走弱的4月车市销量与楼市销售能够解释居民中长期贷款转负。

对公贷款总量不差，但票据占比不少。8600亿元的企业新增贷款结构里，绝大部分都来自于票据融资（新增8381亿元），部分来自于实体中长期借款（4100亿元），企业短贷则为拖累（减少4100亿元）。对公长贷在近5年也仅高于2022年同期，反映项目开工，实体需求在二季度初仍有一定程度的放缓。

社融罕见转负，上一次还是在2005年。我们认为转负的背后主要有两个不寻常：一是4月政府债净融资少见地录得负值，其实是年初以来财政节奏放缓的缩影，二季度初特别国债发行未至，地方政府发债也处于“观望”状态，是导致4月政府债净偿还的主因；二是表外票据大幅回撤，根据历史经验，表内票据冲量较多时，未贴现银票往往会回落，反映实体借贷需求有限。

M1同比首次在春节外转负，其中既有近期叫停“手工补息”的影响，也有财政力度偏弱、项目开工放缓的因素。一方面，4月中旬市场利率定价机制明确禁用手工补息突破存款利率吸纳存款，管理落实后势必会一定程度上压降企业及居民存款，在4月的低于季节水平的新增居民及企业存款也可见一斑，企业存款水位的下降进而拖累M1增速。另一方面，年初以来相对偏弱的基建、地产项目在二季度初也未见明显起速，加之财政融资节奏较慢，M1增长相对承压。

■ 风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

相关研究

《4月通胀：推动PPI回升是要务》

2024-05-11

《政治局的“约定”：先降准还是先降息？》

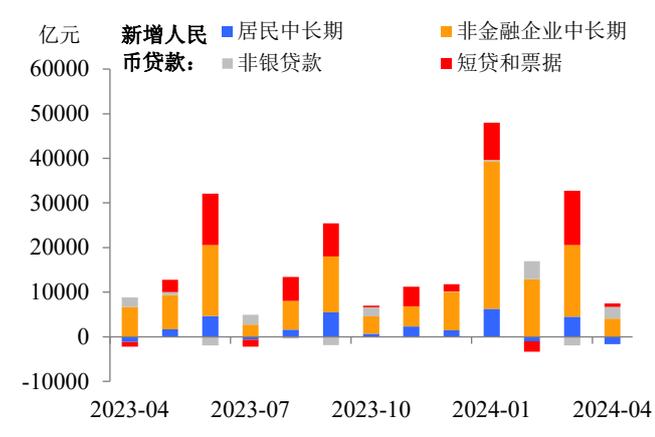
2024-05-08

图1: 4月金融数据的“负增”有点多

单位(%, 亿元)	2024-04	2024-03	2024-02
M1同比	-1.4	1.1	1.2
M2同比	7.2	8.3	8.7
社融存量同比	8.3	8.7	9.0
社融增量	-1,987	48,675	15,248
社融增量: 同比变化	-14,236	-5,192	-16,362
人民币贷款	-1,125	-6,567	-8,411
外币贷款	9	116	-319
表外	-3,111	1,844	-3,207
委托贷款	7	-640	-95
信托贷款	23	726	505
未贴现银行承兑汇票	-3,141	1,758	-3,617
企业债券融资	-2,447	1,188	-1,950
政府债券融资	-5,532	-1,389	-2,127
非金融企业境内股票融资	-807	-387	-457
新增人民币贷款	7,300	30,900	14,500
人民币贷款: 同比变化	112	-8,000	-3,600
居民: 同比变化	-2,755	-3,041	-7,988
居民: 短期	-2,263	-1,186	-6,086
居民: 中长期	-510	-1,832	-1,901
企业: 同比变化	1,761	-3,600	-400
企业: 短期	-3,001	-1,015	-485
企业: 中长期	-2,569	-4,700	1,800
企业: 票据融资	7,101	2,187	-1,778

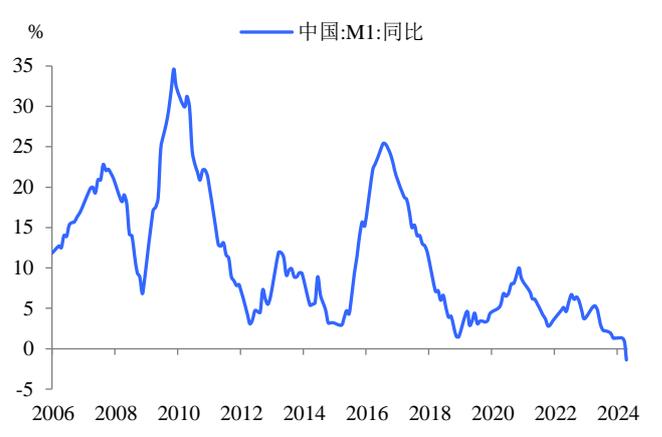
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 4月信贷新增量大幅回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

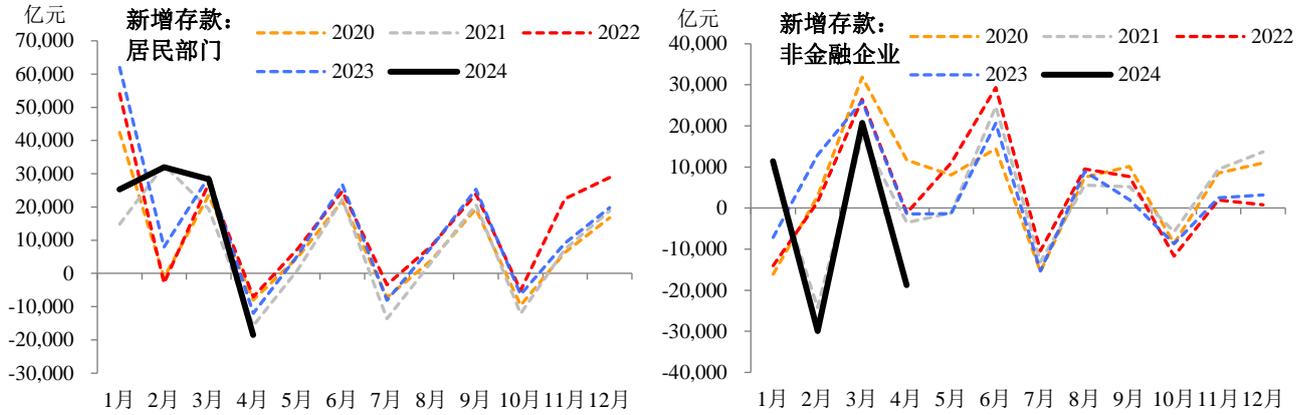
图3: M1首次在春节以外的时间转负



注: 数据剔除1-2月

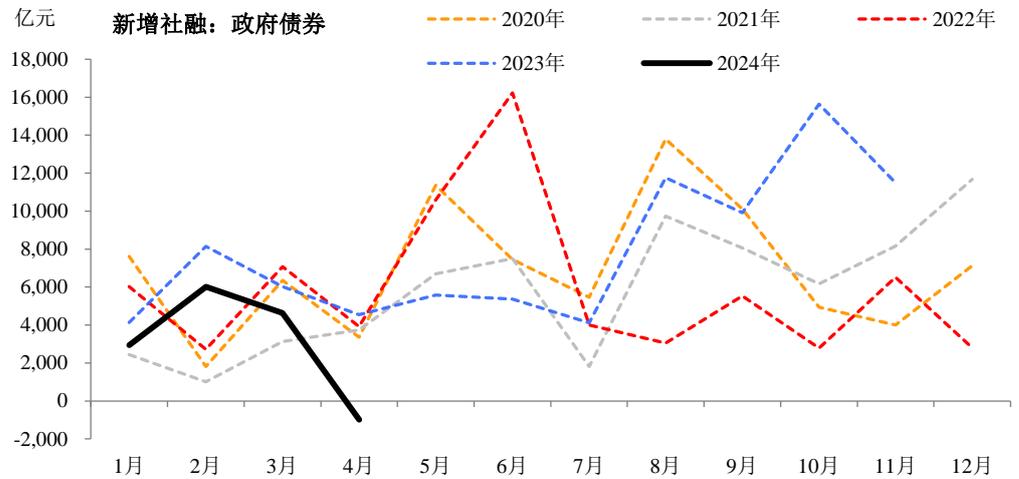
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：4月居民及企业的新增存款均低于历史同期水平



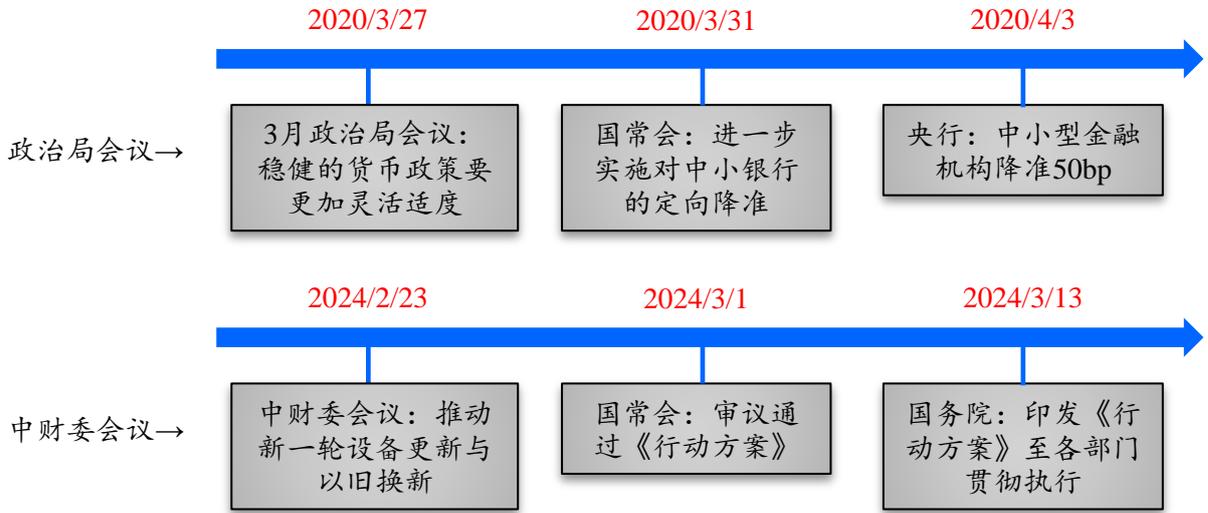
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：政府债净融资罕见转负



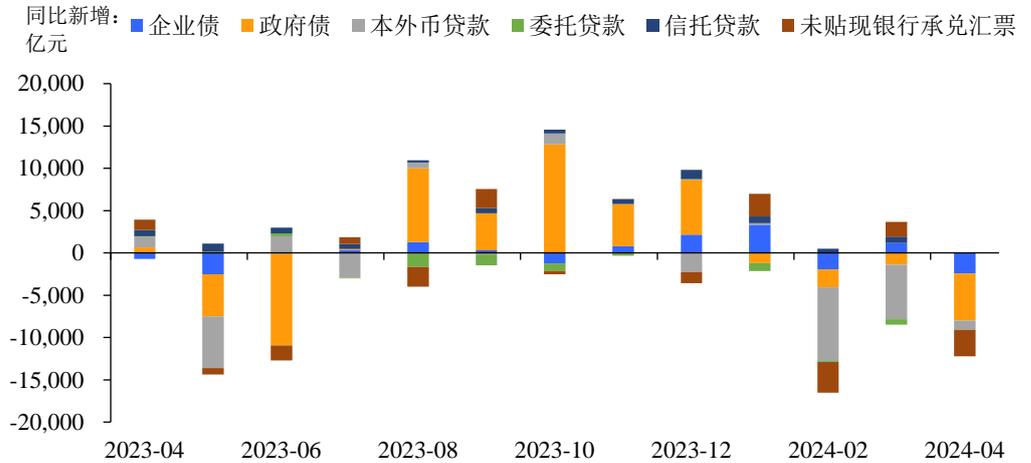
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：中央高层会议强调的政策往往落地较快



数据来源：中国政府网，央行，东吴证券研究所

图7：多增社融同比为负值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>