

社融创纪录负增长，会否常态化？

事件点评

投资要点

- ◆ **新增信贷疲弱，居民信贷跌幅加深，企业中长贷同比少增，短期融资勉强支撑。**4月新增信贷仅7300亿，低基数下同比仅微幅多增112亿，结构上呈现以下特征：1)居民户贷款4月净减少达5166亿，在去年同期已经出现净收缩的背景下再度同比大幅少增2755亿，为连续第三个月同比少增，显示当前我国居民对房地产市场的预期仍旧未能得到扭转。当前驱动房地产市场的主要中长期因素——人口结构已经进入一二线城市存量博弈的阶段，预计在将来很长一段时间内，主要受房地产市场驱动的居民部门贷款难以见到明显改善。2)4月与基建直接挂钩的企业中长贷仅新增4100亿，同比少增2569亿，考虑到年初以来政府债券发行速度也明显慢于历年同期，信贷未能有效对冲债务融资缺口，基建投资近几个月可能从高增状态中有所降温。3)4月企业票据融资新增达8381亿，同比多增7101亿，短期贷款和票据融资对企业中长贷形成一定替代，但可持续性仍待观察。
- ◆ **社融时隔18年再现负增长并创单月纪录新低，政府和企业债券发行罕见同步阻滞凸显地方债务风险加快化解的决心，表外汇票大幅减少抵消企业短期融资。**4月社融时隔18年再现单月负增长，并创出-1987亿的有数据公布以来新低，同比少增逾1.4万亿，连续3个月大幅少增，前4个月累计同比少增超3万亿。其中最大的拖累因素是政府债券发行和企业债券发行罕见同步阻滞，4月新增融资分别仅-984亿、493亿，同比分别少增约5500亿和约2400亿，考虑到企业债券融资需求主要集中在城投平台公司，专项债和特别国债则在扩张性融资计划已经确定的基础上发行极为缓慢，反映出今年政府债务相关项目收支平衡要求有所提升并向投资效率较高地区倾斜，同时中西部部分省份基建停建缓建要求较为严格，凸显出地方债务风险加快化解的极大政策决心。此外，对实体经济人民币贷款、表外未贴现汇票当月增量分别为3306亿、-4254亿，同比都出现了大幅少增或多减。后者直接与银行表内票据融资加快有关，部分抵消企业综合短期融资规模。
- ◆ **信用收缩大幅拖累M2同比增速至有数据以来新低。**4月M2同比增速再度快速下滑1.1个百分点至7.2%，已经降至自1997年有数据以来最低水平，符合我们前期“若信用需求仍然疲弱，M2下行趋势难以扭转”的判断。4月由于政府债务融资进一步放缓，为保证一定的财政支出强度，财政存款再度有所透支，同比少增达近4000亿；但即便有财政存款少增对M2的边际推升作用，由于社融负增信贷低迷所传递出的地产基建融资需求明显降温，信用收缩对M2形成更大幅度的拖累，居民和企业存款同比分别多减达6500亿和1.73万亿。
- ◆ **社融创纪录负增长，会否常态化？**当前房地产市场风险、地方债务风险加速化解，居民住房需求受人口老龄化、产业布局再平衡等中长期因素影响持续低迷，企业和地方政府内生性的投融资需求趋于降温，经济结构向制造业高级化转型升级过程中货币传导机制已经发生根本性变化，央行在昨天公布的《货币政策执行报告》中已经提出“过去靠房地产、地方融资平台等债务驱动的经济增长模式难以持续”，年初长端融资利率大幅下行但仍无法改变经济结构内生性的融资需求降温，央行明确指出如果信贷投放持续超过实体经济有效融资需求，可能导致低效企业难以出清、企业资金空转套利等问题。加之弱化对地产支持的导向，强化把推动价格温和回升作为货币政策重要考量，强调坚决防范汇率超调，并引导市场对长期国债利率进行理性定价，都反映出货币政策立场当前已经开始向“顺势而为”的中性方向有所收敛。年内中央政府债务融资行将成为金融杠杆增量的主要来源，并预计将在稳定基建投资增速、促进耐用消费品需求方面发挥更大的积极作用，但项目盈亏平衡的防风险要求预计会进一步强化而非放松。货币政策重在积极配合而非激进刺激。
- ◆ **风险提示：**信用需求加速降温、货币宽松配合财政扩张力度不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

货币政策开始向中性收敛——货币政策执行报告(24Q1)点评 2024.5.10

限购放松，争夺人才，成效几何？——华金宏观·双循环周报(第57期) 2024.5.10

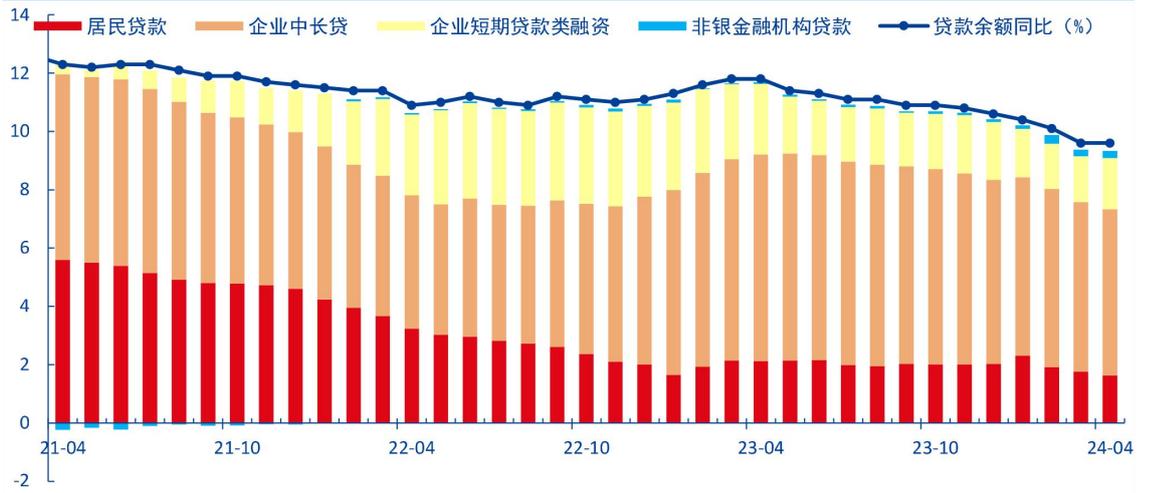
中端品低基数温和推升出口，能否持续？——国际贸易数据点评(2024.4) 2024.5.9

扩张何去？融资何从？——2024年财政政策展望 2024.5.7

外汇利率、消费地产、重要会议——五一假期国内外宏观综述 2024.5.5

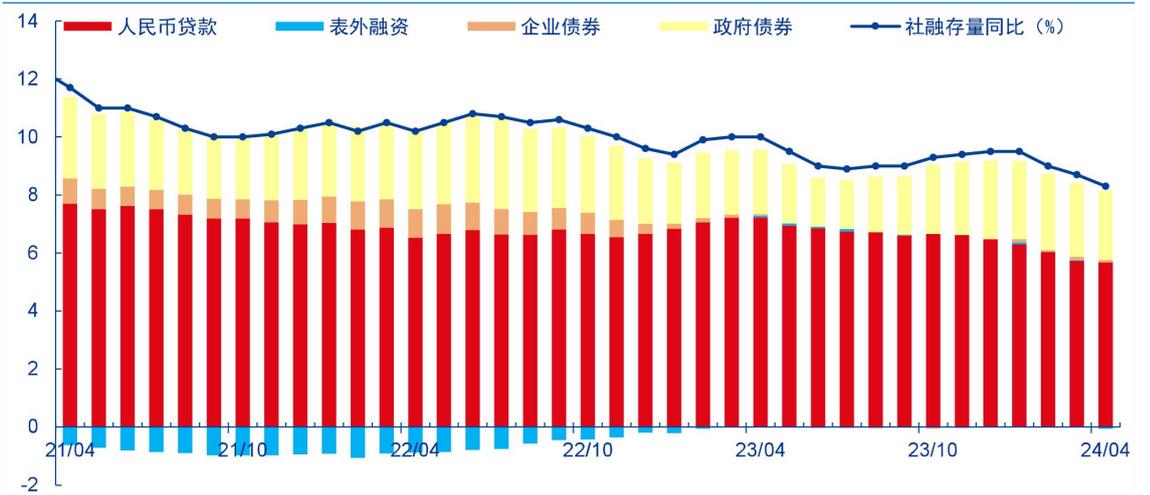


图 1：贷款余额同比及贡献结构（%）



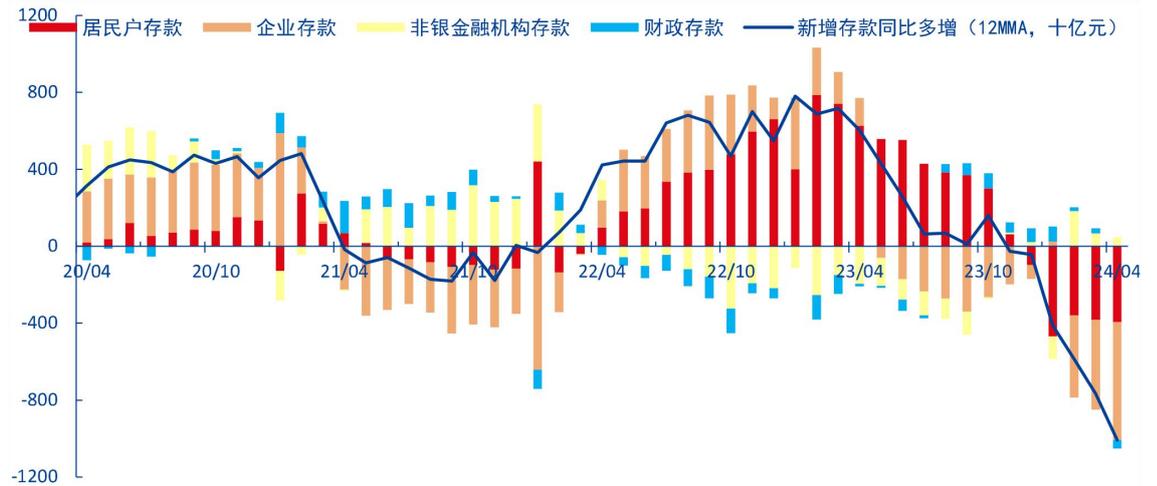
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：社融存量同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 4: M2、社融存量、贷款余额同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn