

## 社融短暂波动 政策预期升温

### 核心观点:

4月社会融资-1987亿元,对实体发放人民币贷款3306亿元,低于市场预期。社融增速8.3%。M1同比-1.4%,M2同比7.2%。本月企业新增贷款8600亿元,但企业存款减少1.87万亿元。同时居民存款减少1.85万亿,非银存款减少3300亿元,而政府存款只增加了981亿元。市场可能会产生钱都去哪里了的困惑。

### 4月金融数据的含义:

**1.社融负增长,主要受未贴现银行承兑汇票和政府债券融资拖累。**政府债券融资为-984亿元,主要由于地方专项债发行节奏偏慢,叠加国债本月到期量较大(近两年高峰)。未贴现银行承兑汇票-4486亿元,4月票据利率明显下行,显示表内票据冲量,部分表外需求可能转回表内。表内外的票据融资加总规模与2020年、2022年同期相当,显著高于其他年份,一定程度上说明本月内生融资需求较弱。

**2.贷款余额增速持平,居民表现稍弱,企业贷款表现稳健。**居民短贷和长贷均为负增长,与4月汽车和房地产销售高频数据相印证。但居民3月贷款表现较好,可能提前透支了部分需求,对居民贷款数据需保持观察。企业贷款保持稳健,同比多增1761亿元。企业中长期贷款略低于过去5年均值,一季度财政支出偏强且在支出结构上仍然偏向基建,政府项目投资带动企业中长期贷款的稳健表现。

**3.M1、M2增速滑落。**M1增速跌入负值,主要受单位活期存款减少2.6万亿拖累,但BCI企业销售、利润、招工前瞻指数均在4月上行,显示企业预期转暖,后续有望逐步改善。M2增速快速滑落,可能由于信贷增速下滑派生货币减弱,以及财政支出偏慢。

**4.钱都去哪里了?**本月企业新增贷款8600亿元,但企业存款却减少1.87万亿元,其中活期存款减少2.6万亿,定期存款增加7400亿元。一方面由于居民存款向企业回流不畅,资金在居民沉淀。另一方面企业预期偏弱,资金活化程度降低,活期存款向定期沉淀。同时存款利率下行的背景下,居民和企业存款向理财产品转移可能也是重要原因。居民贷款和存款同时负增长,部分存款可能用于归还贷款。

### 我们的判断和政策展望:

**1.对信贷增速不宜过度期待,但对于社融趋势也不必太悲观。**央行连续三个季度的货币政策执行报告的专栏,都包含信贷供需新格局的内容,强调淡化新增,盘活存量,防止资金空转。央行已做出“信贷增长已由供给约束转化为需求约束”的判断,全年贷款增速不宜过度期待,但加强信贷方向引导的背景下,结构性的货币政策工具将持续推出。但直接融资比例将逐步提升,4月政治局会议明确提出了要尽早发行特别国债,同时加快专项债发行进度。对于二、三季度政府债供给提升的预期可以更乐观,将对社融构成重要支撑,社融增速将逐步上行。

**2.降准降息可能临近。**4月政治局会议之后我们调整了降准和降息的时间预期,降准可能很快到来,降息可能在2季度。一季度货币政策执行报告,将通胀回升列入货币政策目标的主要考量,进一步推升政策预期。央行将在利率下行、通胀回升、汇率稳定,三者之间寻求平衡,以实现政策的一致性。

## --2024年4月金融数据解读

### 分析师

#### 詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

#### 章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

#### 许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

### 风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行不及预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

2024年5月11日，央行发布2024年4月金融数据。4月社会融资-1987亿元，对实体发放人民币贷款3306亿元，低于市场预期。社融增速8.3%，环比下滑0.4pct，增速继续放缓。

4月社融减少1987亿元，同比少增1.4万亿元，其中政府融资-984亿元，同比少增5532亿元；对实体经济发放的人民币贷款3306亿元，同比少增1125亿元；未贴现的银行承兑汇票-4486亿元，同比少增3141亿元；企业债券净融资493亿元，同比少增2447亿元。社融减少主要受未贴现银行承兑汇票和政府债券融资拖累。对实体信贷表现尚可，与过去两年相差不大，小幅少增。（2023年4431亿元，2022年3616亿元）。

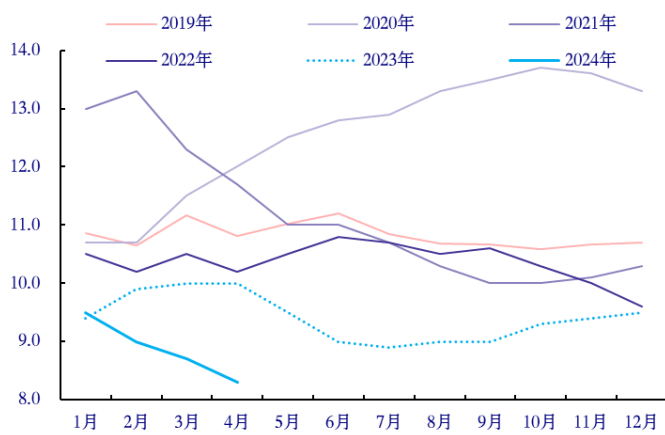
4月金融机构新增人民币贷款7300亿元，同比多增112亿元。其中居民贷款-5166亿元，其中短贷-3518亿元，中长贷-1666亿元；企业贷款8600亿元，其中短贷-4100亿元，中长贷4100亿元，票据融资8381亿元。

M1同比-1.4%（前值1.1%），M2同比7.2%（前值8.3%），货币供应量增速快速下行。

## 一、社融负增长，主要受未贴现银行承兑汇票和政府债券融资拖累

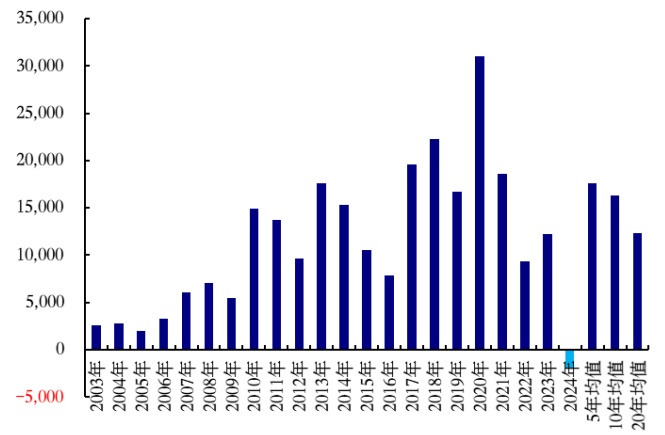
4月社融减少1987亿元，同比少增1.4万亿。社融减少主要受未贴现银行承兑汇票和政府债券融资拖累。政府债券融资为-984亿元，主要由于地方专项债发行节奏偏慢，叠加国债本月到期量较大（近两年高峰）。未贴现银行承兑汇票-4486亿元，可以与企业表内票据融资高增结合起来观察。4月票据利率明显下行，显示表内票据冲量，部分表外需求可能转回表内。表内外的票据融资加总规模与2020年、2022年同期相当，显著高于其他年份，一定程度上说明本月内生融资需求较弱。

图1: 社融存量增速 (%)



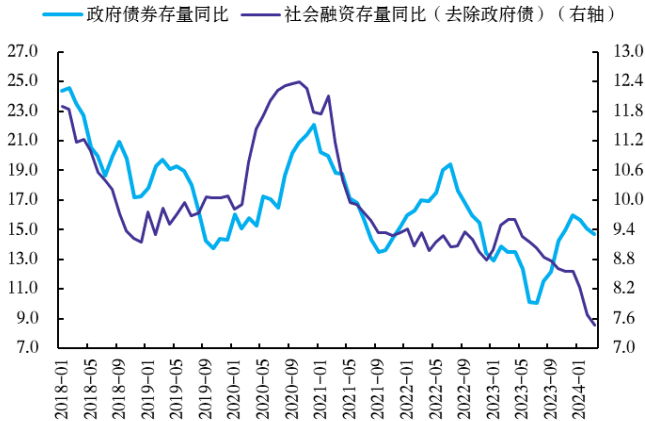
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 历史同期4月新增社融 (亿元)



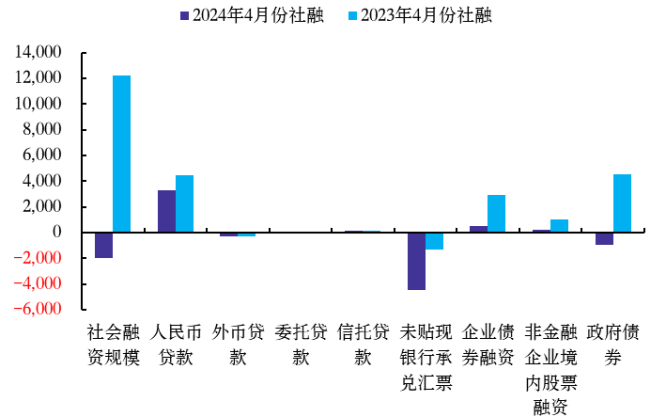
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3：社融增速（去除政府融资）和政府融资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：4月社融各部门新增（亿元）

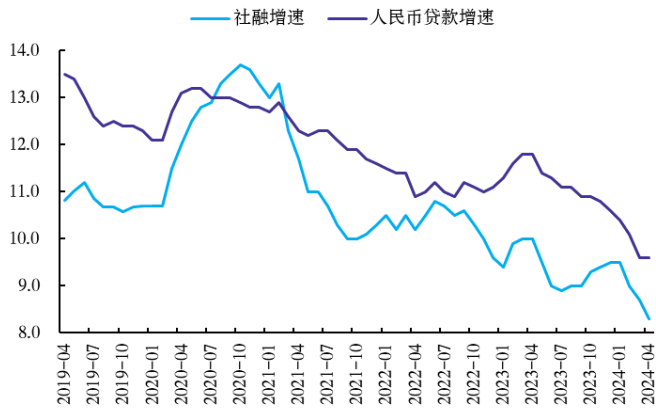


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**（一）贷款余额增速与上月持平，居民表现稍弱，企业贷款表现稳健**

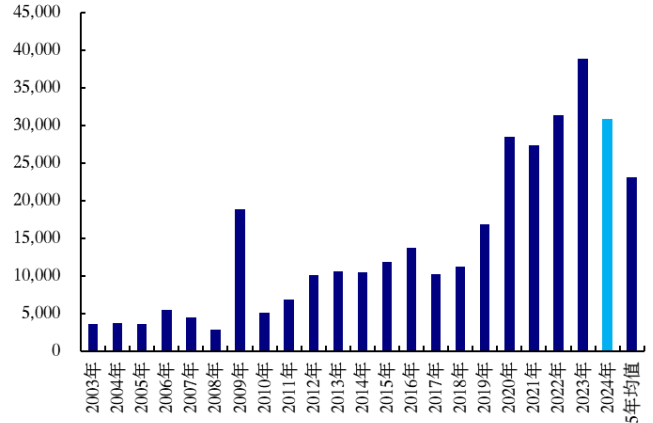
4月金融机构人民币贷款余额同比增长9.6%，贷款增速与3月持平。2023年4月金融机构新增人民币贷款7188亿元，去年1季度信贷创历史新高提前透支了部分4月的需求。2024年信贷节奏重回由实体融资需求主导，强调平滑大小月波动，银行季末冲刺的意愿弱于去年。4月实体信贷同比少增1125亿元，金融机构人民币贷款同比多增112亿元，两者的差值主要是由于金融机构对非银行业金融机构的贷款同比多增473亿元。

图5：社融和金融机构人民币贷款余额增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：历史同期4月金融机构新增人民币贷款（亿元）



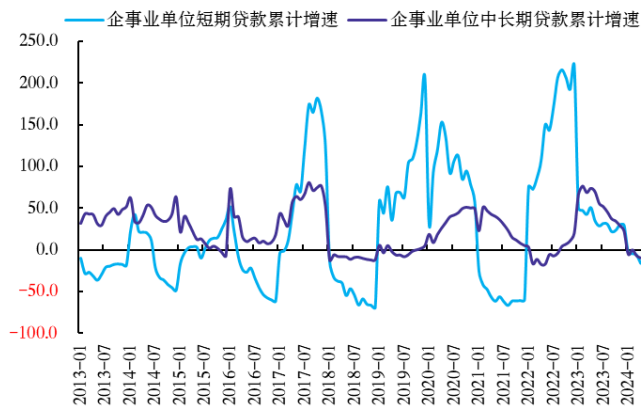
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**居民短贷和长贷均为负增长。**4月居民新增信贷-5166亿元，同比少增2755亿元。其中短贷同比少增2263亿元，中长贷同比少增510亿元。居民短期贷款减少，4月汽车销售数据同比走弱。居民中长贷减少，可能由于4月份高频数据显示30大中城市商品房销售同比下行约41%。居民的存款和贷款同时减少，可能提前还贷的现象仍然存在。

**企业中长期信贷稳健增长。**4月企业新增信贷8600亿元，同比多增1761亿

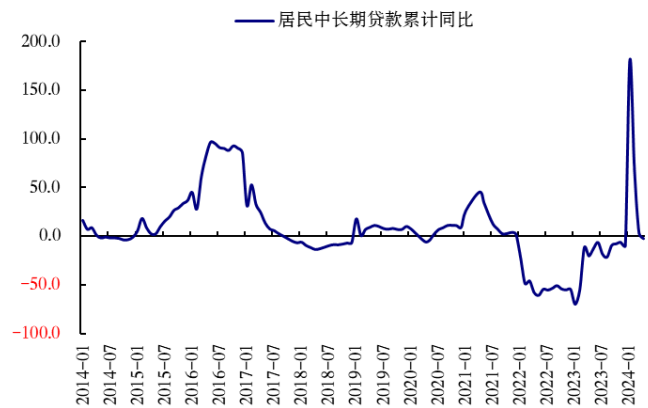
元，其中票据融资同比多增 7101 亿元，短贷同比少增 3001 亿元，中长贷同比少增 2659 亿元。企业中长期贷款虽然同比少增，但表现依然较稳定，与 2019-2002 年均值基本相当。2023 年 4 月企业中长期贷款新增 6669 亿元，2019 年-2022 年 4 月的均值为 4406 亿。一季度财政支出偏强且在支出结构上仍然偏向基建，政府项目投资带动企业中长期贷款的稳健表现。房地产商贷款改善是积极信号，房地产融资协调机制正在逐步发挥作用，截至 3 月末，各地推送的“白名单”项目中，有 1979 个项目共获得银行授信 4690.3 亿元，1247 个项目已获得贷款发放 1554.1 亿元，进度加快。

图7：企业短期和中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：居民中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）企业债券融资增速放缓，化债背景下企业债券融资可能主要来自产业债

央行在 2023 年四季度的货币政策执行报告，首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，扩大直接融资，社融结构实现再平衡，2024 年一季度货币政策执行报告再次强调。4 月企业债券融资净新增 493 亿元，同比少增 2447 亿元，增速放缓。未来公司信用类债券和金融债券发行可能提速。融资成本降低推动企业采用债券融资的方式。根据公开披露数据，4 月 wind 口径的城投债净融资额约-1027 亿元，化债背景下企业债券融资可能主要来自产业债。4 月 wind 口径的产业债净融资额约 1857 亿元。

## （三）政府债券融资同比少增，主要由于国债到期量大，地方专项债提速

政府债券发行进度慢于去年，4 月政府债券净融资为-984 亿元，融资同比少增 5532 亿元，是本月社融同比少增的主要原因。

根据已公开披露的政府债券发行数据，4 月政府债券发行量约 1.43 万亿元，其中，国债发行量约 1.08 万亿元，净融资额为-984 亿元，净融资额为负值主要是由于 4 月国债到期量为 1.2 万亿，为近两年最高值，而去年同期到期量只有约一半的水平，实际上 4 月国债发行环比 3 月提速。4 月地方政府债发行量约 3439 亿元，净融资额 549 亿元。其中地方新增专项债发行 883 亿元，净融资额为-167 亿元，地方专项债发行环比减速。与化债相关的地方政府特殊再融资债券发行约 96 亿元，化债节奏延续放缓。

4月政治局会议明确提出了要尽早发行特别国债，同时加快专项债发行进度。对于二、三季度政府债供给提升的预期可以更乐观，特别国债或在5月份启动发行，三季度或是全年政府债发行高峰，将对社融构成重要支撑。

**(四) 表外融资同比多增，来自未贴现银行承兑汇票和信托融资同比改善**

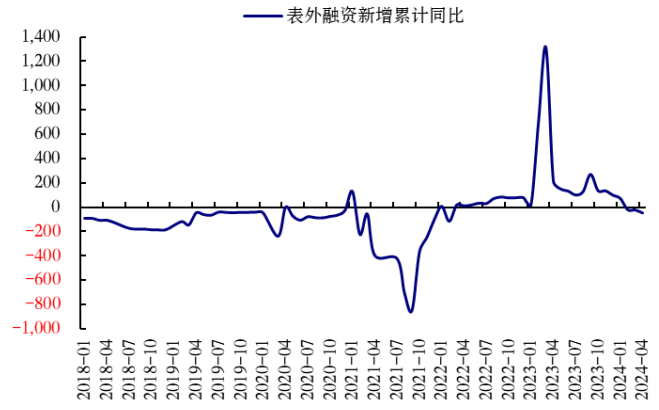
4月表外融资-4254亿元，同比少增3111亿元。同比少增主要来自于未贴现银行承兑汇票，同比少增3141亿元；信托贷款与委托投资与去年同期相差不大。

图9：企业债券新增融资累计增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：表外融资新增累计增速（%）



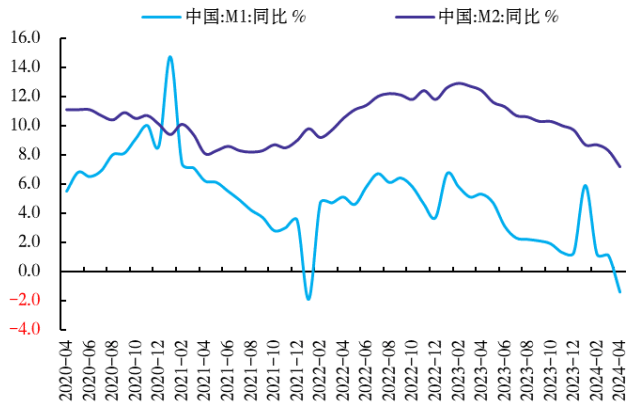
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**二、 M1、M2 增速滑落**

4月M0增速10.8%，比3月下行0.2个百分点，M1增速下行2.5pct至-1.4%，M1增速跌入负值，主要受单位活期存款减少2.6万亿拖累，但BCI企业销售、利润、招工前瞻指数均在4月上行，显示企业预期转暖，后续有望逐步改善。

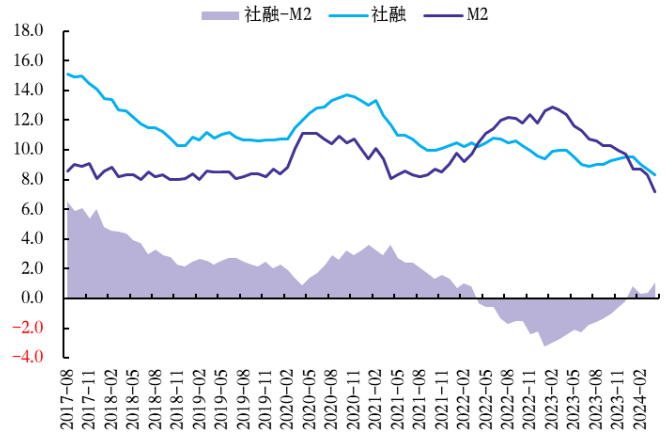
4月M2增速快速滑落，可能由于信贷增速下滑派生货币减弱，以及财政净支出偏慢。本月居民存款减少1.85万亿，企业存款减少1.87万亿，非银存款在3月负增长之后在4月再次减少3300亿元。在防空转的背景下，M2持续上行的动力需要居民和企业存款上行拉动。本月企业新增贷款8600亿元，但企业存款减少1.87万亿元，其中活期存款减少2.6万亿，定期存款增加7400亿元。一方面房地产销售偏弱，居民投资、消费意愿偏弱，居民存款向企业回流不畅，另一方面企业资金活化程度降低，存款在定期沉淀。存款利率下行的背景下，居民和企业存款向理财转移可能也是重要原因。同时，居民贷款减少5166亿元，存款减少1.85万亿元，同时负增长，部分存款可能用于归还贷款。

图11: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 社融存量增速与 M2 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、 我们的判断和政策展望

1. 对信贷增速不宜过度期待，但对于社融趋势也不必太悲观。央行连续三个季度的货币政策执行报告的专栏，都包含信贷供需新格局的内容，强调淡化新增，盘活存量，防止资金空转。中国处于经济结构转型期，央行已做出“信贷增长已由供给约束转化为需求约束”的判断，全年贷款增速不宜过度期待，但加强信贷方向引导的背景下，结构性的货币政策工具将持续推出。但直接融资比例将逐步提升，4月政治局会议明确提出了要尽早发行特别国债，同时加快专项债发行进度。对于二、三季度政府债供给提升的预期可以更乐观，特别国债或在5月份启动发行，三季度或是全年政府债发行高峰，将对社融构成重要支撑。PMI和BCI数据均显示企业预期逐步改善，企业贷款将稳健增长。2023年1季度新增社融占全年的41%，2024年社融节奏重回到由实体融资需求主导，1季度冲量行为的减少，意味着今年1季度新增社融在全年的占比将明显小于去年，社融增速将呈现上行趋势。

2. 降准降息可能临近。4月政治局会议之后我们调整了降准和降息的时间预期，降准可能很快到来，降息可能在2季度。一季度货币政策执行报告，将通胀回升列入货币政策目标的主要考量，进一步推升政策预期。央行将在利率下行、通胀回升、汇率稳定，三者之间寻求平衡，以实现政策的一致性。

降息推升通胀温和回升。MLF利率水平偏高带来基础货币投放受阻。叠加M1货币乘数下行，推升通胀面临阻力。经济虽然实现良好开局，但避免“前紧后松”，政策需保持持续性，刺激实体融资需求，保持合理信贷扩张。同时银行负债成本已有所下降，净息差对降息的束缚减弱。央行在一季度货币执行报告中用两个“坚决”加强对汇率预期的引导，减弱利率下行可能给汇率带来的冲击。

降准可以协同财政政策熨平资金波动，配合二季度政府债券发行提速。同时推升货币乘数推动M2增长，实现货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。略高于8%的水平是政策目标。

今年以来的金融数据已部分反映信贷供需新规律的政策框架。需要对社融预期进行修正。预计2季度社融增速上行，一方面政府融资可能在2季度提速给社

融带来重要支撑；另一方面私人部门融资可能继续改善，有利因素包括前期财政政策 and PSL 逆周期发力将逐步体现带动企业部门融资，大规模设备更新也可能对企业融资带来积极拉动，同时房地产政策进一步优化和汽车等消费刺激政策对居民部门融资带来积极影响。

## 图表目录

图 1: 社会存量增速 (%) .....	2
图 2: 历史同期 4 月新增社融 (亿元) .....	2
图 3: 社融增速 (去除政府融资) 和政府融资增速 (%) .....	3
图 4: 4 月社融各部门新增 (亿元) .....	3
图 5: 社融和金融机构人民币贷款余额增速 (%) .....	3
图 6: 历史同期 4 月金融机构新增人民币贷款 (亿元) .....	3
图 7: 企业短期和中长期贷款增速 (%) .....	4
图 8: 居民中长期贷款增速 (%) .....	4
图 9: 企业债券新增融资累计增速 (%) .....	5
图 10: 表外融资新增累计增速 (%) .....	5
图 11: M1、M2 增速 .....	6
图 12: 社融存量增速与 M2 增速 (%) .....	6



## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊 中国银河证券首席经济学家。**

**许冬石 宏观经济分析师。**英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐 宏观经济分析师。**厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚羚	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn