

## 如何理解4月金融数据波动？

2024年05月12日

5月11日央行发布4月金融数据：社融同比8.3%，前值8.7%；M1同比-1.4%，前值1.1%；M2同比7.2%，前值8.3%；新增社融-1987亿元，自2005年以来首次负增，同比少增1.4万亿元。

**4月金融数据出现波动，我们聚焦以下问题：造成数据波动的三个原因和内在逻辑；对短期经济和市场的的影响、远期展望。**

### ➤ 地方财政严监管约束政府融资是主要原因

4月政府债券和企业债券分别同比少增5532亿元和2447亿元，合计导致社融少增0.8万亿元，是最主要拖累项，这两项均与约束地方财政纪律有关。

一是表内发债减速，4月新增专项债发行规模同比减少1765亿元；二是表外降债加速，4月城投债净融资同比少增2468亿元。我们在《广义财政再扩张与市场风格再平衡》中指出，广义财政表内表外定力十足的局面在近年并不多见。

### ➤ 央行信贷“挤水分”是社融波动的第二个原因

4月表内信贷和表外票据分别同比少增1125亿元和3141亿元，合计导致社融少增0.43万亿元，是第二大拖累项，当前广义信贷需求不强是一个基础，央行主动“挤水分”的影响也很重要。

《金融时报》刊文指出：今年以前，金融业GDP季度核算主要参考存贷款增速，导致地方在月末季末加压冲量，造成GDP虚高、信贷波动加大、低贷高存加剧、影响信贷质量。今年一季度优化后，GDP核算改为更多参考银行的利润表指标，随着过去虚增和不规范的存款提取、贷款偿还、票据出售，M2和信贷额外减少。预计相关扰动集中体现在二季度，且将持续到下半年，明年有望逐步淡化。

### ➤ 银行负债降成本后存款搬家进一步压降货币增速

4月M2增速明显下降、M1进入负增长，广义财政偏紧和存贷款“挤水分”无疑是重要因素，同样值得注意的是手工补息治理引发存款加速从银行迁往非银。

近期有关部门着手治理手工补息乱象，部分通知存款、协议存款流向非银体系，除了导致企业新增存贷款差值大幅高于历史同期、M1M2增速大幅下降，也使得非银和银行之间的流动性分层几乎消失，R007-DR007利差压缩至历史低位。

### ➤ 总结：财货聚焦重点任务引发短期数据波动、利于长远，市场影响有限

去年底以来，整顿地方财政纪律成为财政的重点任务，防止资金沉淀空转、改善银行资产负债表成为央行的重点任务，在居民和企业融资需求不强的大背景下，地方债务严监管+央行信贷“挤水分”+银行负债降成本，三项因素的合力在4月这个传统融资小月达到峰值，造成了金融数据的波动。受此影响，近期金融数据与往期金融数据已不可比，与经济数据的相关性也明显下降。

往后看：第一，预计金融数据波动对经济和市场的短期影响有限，4月大类资产基本没有映射，A股港股上涨、长端利率回调、钢煤价格反弹、汇率稳中有升，微观高频和通胀数据也基本平稳；第二，关注宏观政策取向一致性机制是否发挥更大作用，在财货聚焦各自任务的同时更多平衡对经济的融资支持，4月政治局会议已经似有部署之意；第三，随着手工补息在4月底基本完成整改，如果财政表内发债提速、表外降债减速，4月数据可能成为年内低点；第四，以上措施均利于长远，有助于修复政府部门和金融部门资产负债表，也让金融数据脱虚向实。

### ➤ 风险提示：数据统计方法调整，货币政策超预期。



分析师 赵宏鹤

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师 吴彬

执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

### 相关研究

- 1.2024年4月通胀点评：公用事业涨价开始影响通胀了吗？-2024/05/11
- 2.2024年一季度货币政策执行报告点评：财政是宏观政策主要变量-2024/05/11
- 3.宏观专题研究：广义财政再扩张与市场风格再平衡-2024/05/09
- 4.全球大类资产跟踪周报：人民币资产再迎“顺风”-2024/05/04
- 5.2024年4月PMI数据点评：总量偏平，结构待均衡-2024/05/03

图1: 社融同比增速



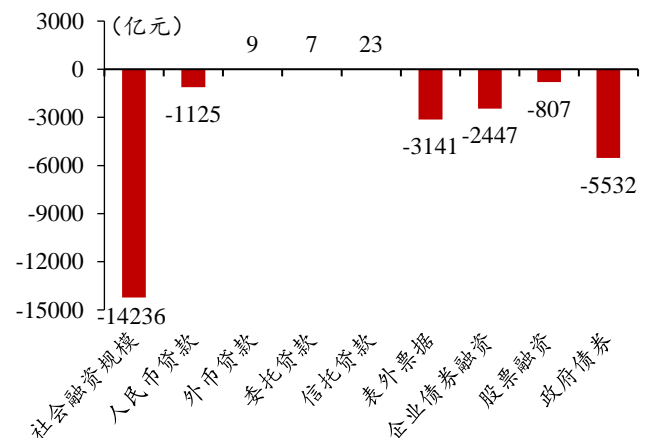
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: M1 (左)、M2 (右) 同比增速



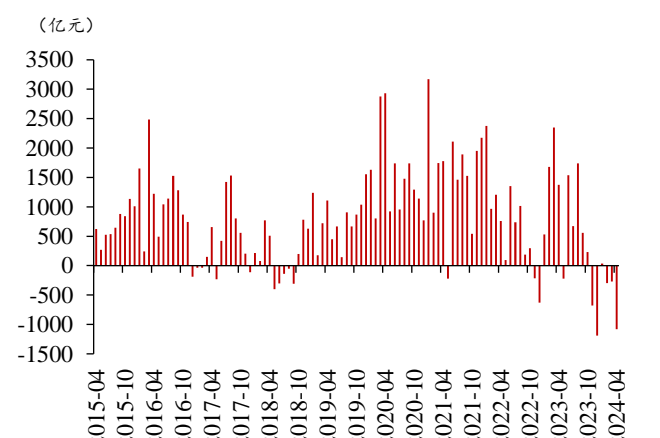
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 2024年4月社融及分项同比多增/多减情况



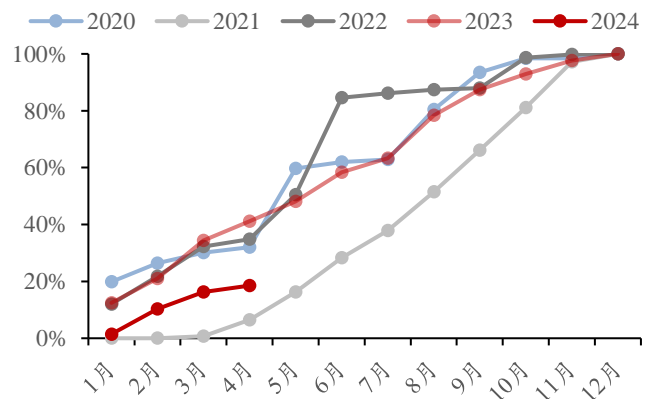
资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 城投债当月净融资规模



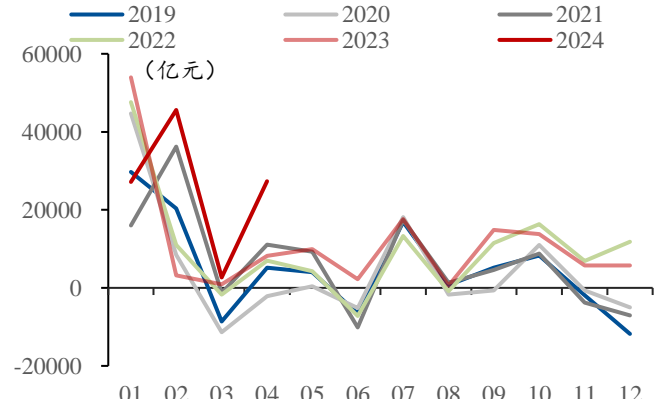
资料来源: wind, 民生证券研究院

图5: 地方政府专项债发行进度对比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 企业当月新增贷款与存款差值



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026