

4月金融数据点评

扭转社融转负局面亟需政策合力

4月份社会融资规模增量为-1987亿元，同比少增1.4万亿元，低于wind一致预期。4月社融存量同比增长8.3%，较上月下降0.4个百分点。4月新增社融低于市场预期，政府债券发行节奏缓慢是社融同比增速下降的主要原因，但其他分项也均有拖累，内需不足等多重因素叠加导致社融呈现负增长，部分短期因素影响消退后社融同比增速或回升。我们认为后期关注点主要包括：1. 在今年一季度货币政策报告专栏央行对于社融信贷偏低的情况已有说明，4月数据及同比变化也一定程度上说明了手工补息等因素消退后企业内生融资需求的不稳定程度，单凭货币供给难以扭转社融转负的局面，政策协调配合是后续关键，中央加杠杆可能成为下半年社融主要支撑，建议关注房地产及地方政府化债等政策的边际变化；2. 货币政策方面，4月政治局会议中提出“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”的说法，利率工具可能包括MLF、LPR、存款利率甚至买卖国债，二季度应当会有所发力。同时报告强调“今年积极财政政策的力度比较大，计划发行的政府债券规模也不小，发行节奏还会加快”，5-6月若政府债集中发行，央行可能会采取降准操作对冲，整体来看货币政策可能呈现中性偏松，维持稳健的取向。

- **社融各分项均有不同程度拖累。**4月社融各分项中，表内融资同比少增1116亿元，表外融资同比多减3111亿元，直接融资同比少增3254亿元。4月社融口径人民币贷款新增3306亿元，同比少增1125亿元，防空转背景下金融资源向高效企业集中，信贷需求较前些年出现“换挡”的情况可能成为常态化。4月表外票据减少4486亿元，表内票据冲量有所影响，随着房地产政策的陆续出台与施行，数据或有望企稳。4月企业债发行493亿元，同比少增2447亿元，4月发行量下滑主要是城投债净融资下降所致。4月政府债券减少984亿元，同比少增5532亿元，政府债发行节奏明显偏慢，成为社融主要拖累，4月政治局会议后政府债发行或将加速。
- **M2同比回落，M1同比转负。**4月M2同比增长7.2%，较上月下降1.1个百分点；M1同比下降1.4%，较上月下降2.5个百分点；M0同比增长10.8%，较上月下降0.2个百分点。4月M2-M1剪刀差走阔至8.6%，主要是由于企业居民存款定期化仍在加剧，存款主要留存在居民部门也是M1大幅下降的原因之一；手工补息全面暂停带来的存款搬家、以及贷款减少导致派生存款减弱可能是拖累M2增速的主要原因。
- **存贷双降，票据冲量。**4月新增贷款7300亿元，同比多增112亿元，在去年4月低基数的背景下，今年4月贷款仍靠票据冲量支撑，显示出内需不足、手工补息全面暂停、统计局对金融业增加值的季度核算方式进行的优化调整后，间接融资可能会呈现持续偏弱的状态。企业部门方面，企业贷新增8600亿元，同比多增1761亿元，其中企业中长贷同比少增2569亿元，票据同比多增7101亿元，企业贷结构偏弱，企业融资需求不足、政府债发行缓慢导致的相关配套融资减少是主要原因。居民部门方面，居民贷减少5166亿元，同比多减2755亿元，4月居民中长贷同比多减510亿元、短贷同比多减2263亿元，居民部门对于投资消费仍信心有限。
- **企业存款大幅压降。**4月居民存款减少1.85万亿元，同比多减6500亿元，企业存款减少1.87万亿元，同比多减1.73万亿元；4月财政存款增加981亿元，同比少增4047亿元。4月企业存款仍保持大幅同比少增，显示出信贷空转现象明显缓解，同时也导致了M2增速大幅下降以及派生贷款同步减少。5月以后随着政府债务融资提升，财政支出力度是否加大仍需观察。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

相关研究报告

《4月通胀点评：节后消费季节性回落拖累需求，复工提振生产放大供需对比》
20240411

《4月PMI点评：“大规模设备更新”或在支撑制造业景气度回升》
20240331

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
宏观经济

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基
(8610)66229363
deji.sun@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

事件：4月份社会融资规模增量为-1987亿元，同比少增1.4万亿元，低于wind一致预期（1.01万亿元）。4月社融存量同比增长8.3%，较上月下降0.4个百分点。

社融各分项均有不同程度拖累。4月社融各分项中，表内融资同比少增1116亿元，表外融资同比多减3111亿元，直接融资同比少增3254亿元。4月社融口径人民币贷款新增3306亿元，同比少增1125亿元，防空转背景下金融资源向高效企业集中，信贷需求较前些年出现“换挡”的情况可能成为常态化。4月表外票据减少4486亿元，表内票据冲量有所影响，随着房地产政策的陆续出台与施行，数据或有望企稳。4月企业债发行493亿元，同比少增2447亿元，4月发行量下滑主要是城投债净融资下降所致。4月政府债券减少984亿元，同比少增5532亿元，政府债发行节奏明显偏慢，成为社融主要拖累，4月政治局会议后政府债发行或将加速。

图表 1. 新增社融构成和变化（单位：亿元）

4月	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	(1,987)	3,306	(310)	90	142	(4,486)	493	186	(984)
同比	(14,236)	(1,125)	9	7	23	(3,141)	(2,447)	(807)	(5,532)
环比	(50,662)	(38,628)	(998)	187	(161)	(9,322)	(3,238)	(308)	3,064
1-4月合计	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	127,300	94,400	1,213	(906)	2,126	1,014	11,700	949	12,600
同比	(30,400)	(17,000)	926	(1,670)	2,048	(2,327)	90	(2,194)	(10,200)

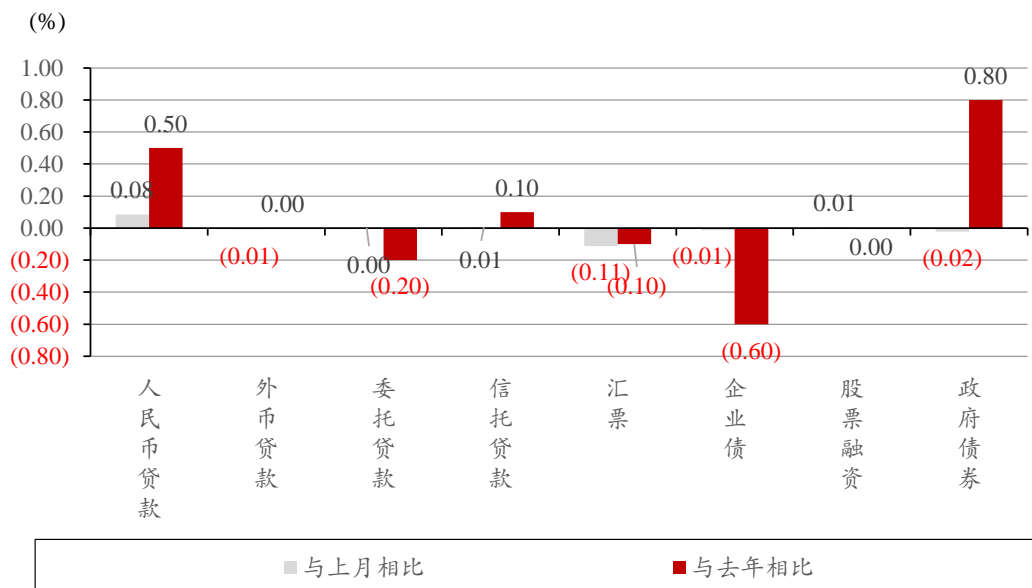
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

4月	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	2,996	(4,254)	679	(1,408)
同比	(1,116)	(3,111)	(3,254)	(6,755)
环比	(39,626)	(9,296)	(3,546)	1,806
1-4月合计	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	95,613	2,234	12,649	16,804
同比	(16,074)	(1,949)	(2,104)	(10,273)

资料来源：Wind，中银证券

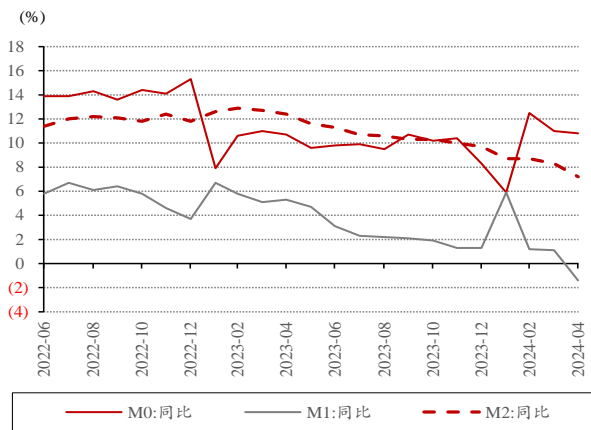
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源：Wind，中银证券

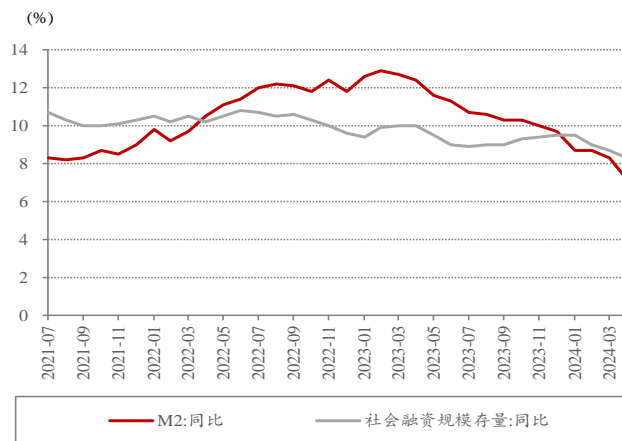
M2 同比回落, M1 同比转负。4 月 M2 同比增长 7.2%, 较上月下降 1.1 个百分点; M1 同比下降 1.4%, 较上月下降 2.5 个百分点; M0 同比增长 10.8%, 较上月下降 0.2 个百分点。4 月 M2-M1 剪刀差走阔至 8.6%, 主要是由于企业居民存款定期化仍在加剧, 存款主要留存在居民部门也是 M1 大幅下降的原因之一; 手工补息全面暂停带来的存款搬家、以及贷款减少导致派生存款减弱可能是拖累 M2 增速的主要原因。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 社融与 M2 同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

存贷双降, 票据冲量。4 月新增贷款 7300 亿元, 同比多增 112 亿元, 在去年 4 月低基数的背景下, 今年 4 月贷款仍靠票据冲量支撑, 显示出内需不足、手工补息全面暂停、统计局对金融业增加值的季度核算方式进行的优化调整下, 间接融资可能会呈现持续偏弱的状态。企业部门方面, 企业贷新增 8600 亿元, 同比多增 1761 亿元, 其中企业中长贷同比少增 2569 亿元, 票据同比多增 7101 亿元, 企业贷结构偏弱, 企业融资需求不足、政府债发行缓慢导致的相关配套融资减少是主要原因。居民部门方面, 居民贷减少 5166 亿元, 同比多减 2755 亿元, 4 月居民中长贷同比多减 510 亿元、短贷同比多减 2263 亿元, 居民部门对于投资消费仍信心有限。

图表 6. 新增贷款变化 (单位: 亿元)

	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
4 月						
新增	7,300	763	2,434	(5,166)	8,600	2,607
同比	112	1,837	(3,079)	(2,755)	1,761	473
环比	(23,600)	(11,445)	(18,082)	(14,572)	(14,800)	4,565
1-4 月合计						
新增	101,900	19,031	74,184	8,134	86,300	4,943
同比	(11,288)	(9,445)	(7,571)	(6,555)	(10,439)	3,600

资料来源: Wind, 中银证券

企业存款大幅压降。4 月居民存款减少 1.85 万亿元, 同比多减 6500 亿元, 企业存款减少 1.87 万亿元, 同比多减 1.73 万亿元; 4 月财政存款增加 981 亿元, 同比少增 4047 亿元。4 月企业存款仍保持大幅同比少增, 显示出信贷空转现象明显缓解, 同时也导致了 M2 增速大幅下降以及派生贷款同步减少。5 月以后随着政府债务融资提升, 财政支出力度是否加大仍需观察。

图表 7. 新增存款变化 (单位: 亿元)

	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
4月存款	(39,200)	(18,500)	(18,725)	981	(3,300)	344
同比	(34,591)	(6,500)	(17,317)	(4,047)	(6,212)	(515)
环比	(87,200)	(46,800)	(39,450)	8,642	(1,800)	(7,792)
1-4月合计存款	73,200	67,100	(16,500)	(1,874)	12,300	12,174
同比	(76,091)	(19,900)	(46,892)	(9,876)	1,401	11,315

资料来源: Wind, 中银证券

4月新增社融低于市场预期, 政府债券发行节奏缓慢是社融同比增速下降的主要原因, 但其他分项也均有拖累, 内需不足等多重因素叠加导致社融呈现负增长, 部分短期因素影响消退后社融同比增速或回升。我们认为后期关注点主要包括: 1. 在今年一季度货币政策报告专栏中央对于社融信贷偏低的情况已有说明, 4月数据及同比变化也一定程度上说明了手工补息等因素消退后企业内生融资需求的不稳定程度, 单凭货币供给难以扭转社融转负的局面, 政策协调配合是后续关键, 中央加杠杆可能成为下半年社融主要支撑, 建议关注房地产及地方政府化债等政策的边际变化; 2. 货币政策方面, 4月政治局会议中提出“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”的说法, 利率工具可能包括MLF、LPR、存款利率甚至买卖国债, 二季度应当会有所发力。同时报告强调“今年积极财政政策的力度比较大, 计划发行的政府债券规模也不小, 发行节奏还会加快”, 5-6月若政府债集中发行, 央行可能会采取降准操作对冲, 整体来看货币政策可能呈现中性偏松, 维持稳健的取向。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371