



Research and
Development Center

新增社融转负，期待政策发力

银行

2024年05月12日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

银行

投资评级 看好

上次评级 看好

廖紫苑 银行业分析师

执业编号：S1500522110005

邮箱：liaoziyuan@cindasc.com

张晓辉 银行业分析师

执业编号：S1500523080008

邮箱：zhangxiaohui@cindasc.com

王筋朝 非银金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

邮箱：wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

新增社融转负，期待政策发力

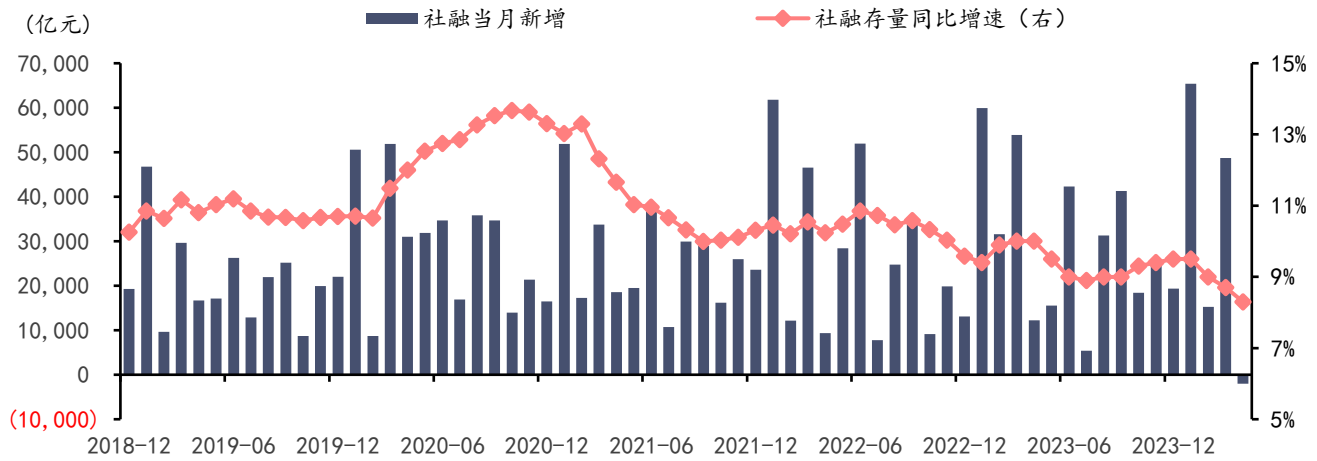
2024年05月12日

本期内容提要：

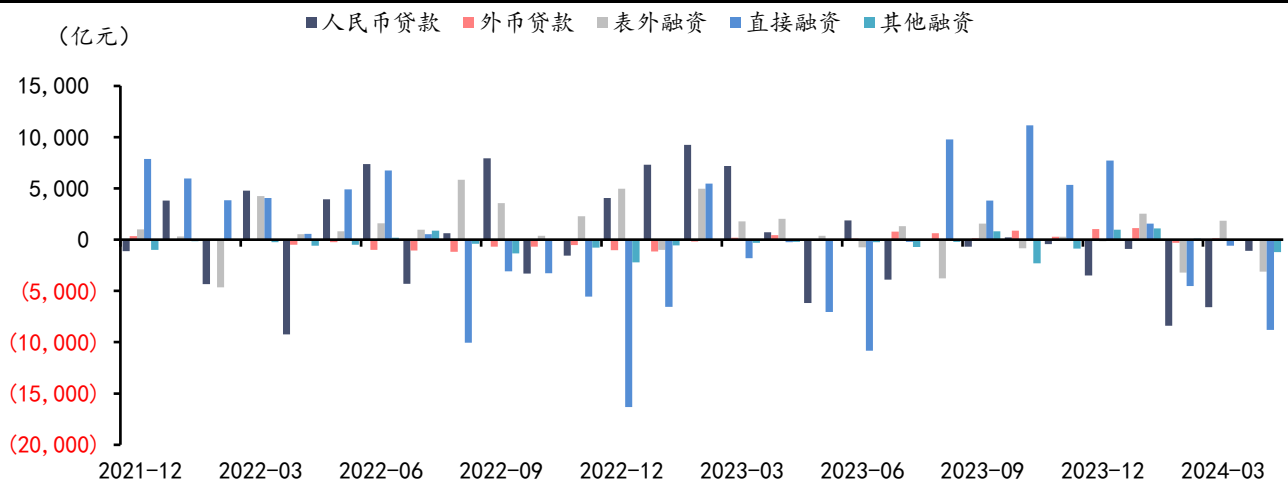
- **4月社融明显低于预期，直接融资为主要拖累。**2024年4月新增社融-0.20万亿元，为2005年11月以来首次转负，创历史同期新低，明显不及市场预期（同花顺预测平均值1.12万亿元），同比少1.43万亿元，其中直接融资、表外融资、人民币贷款分别同比少0.88万亿元、0.31万亿元、0.11万亿元。4月末社融存量为389.93万亿元，同比增长8.3%，增速较上月下降0.4pct。
- **信贷小幅不及预期，票据冲量明显。**4月信贷口径下人民币贷款增加0.73万亿元，小幅低于市场预期（同花顺预测平均值0.89万亿元），同比多增112亿元。其中①居民贷款同比少2755亿元，主要源自短贷拖累：短贷和中长贷双双由正转负，分别同比少2263亿元、510亿元，表明居民信贷需求仍然偏弱。30大中城市商品房成交面积同比-36.66%，仍在低位徘徊，与居民中长贷数据相互印证。近期各大城市陆续放松限购政策，全国限购仅剩6地，约60城已阶段性取消首套房贷款利率下限，或有助于改善楼市预期。②企业贷款同比多1761亿元，票据冲量为支撑：短贷同比少3001亿元；中长贷同比少2569亿元；票据融资同比多增7101亿元，冲量特征明显。我们认为信贷总量和结构双双走弱，表明居民和实体企业融资需求不足的问题仍有待改善，同时监管指导信贷均衡投放、2024Q1金融业增加值核算方法优化调整（由主要参考存贷款余额转为主要参考利润指标）数据“挤水分”也有影响。
- **政府债发行缓慢，企业债同比少增。**4月直接融资同比少8786亿元，主要源于政府债发行缓慢（同比少5532亿元），其次企业债发行遇冷（同比少2461亿元），或因化债背景下融资收紧等因素所致。4月表外融资同比少3111亿元，其中非标同比为正（委托贷款同比多6亿元，信托贷款同比多23亿元），而未贴现银行承兑汇票同比少3141是主要原因。结合表内票据冲量来看，表内+表外票据存量同比+0.80%，结束了3个月的负增长，或表明部分表外票据融资向表内转移。
- **存款增速继续下行，M1同比转负，M2历史新低。**4月末人民币存款余额同比增长6.6%，增速比上月末低1.3pct。4月人民币存款减少3.92万亿元，同比少3.46万亿元，其中非金融企业存款同比少1.73万亿元为主因，其次居民存款同比少6500亿元，非银存款同比少6212亿元，财政存款同比少4047亿元。我们认为这或体现出资金空转、手工补息等现象正在得到规范，同时信贷投放压力下存款派生减少、债市上涨下或出现存款搬家，以及金融业增加值核算方法优化调整等均有影响。M1同比增速较上月回落2.5pct至-1.4%，M2同比增速较上月下降1.1pct至7.2%，M2-M1剪刀差走阔，反映出资金活化效率偏低，当前居民和企业信心有待继续恢复，稳增长或仍需呵护。
- **投资建议：高质量发展仍需政策支持，建议把握银行量价新平衡。**4

月金融数据总量和结构均不及预期。尽管可能存在数据“挤水分”的影响，但也显示当前我国融资需求仍然偏弱、市场信心和资金活力不足，有待政策支持。由于我国总量目标较为积极，我们认为未来逆周期调节力度有望加大，财政发力节奏有望加快，政府债可能放量，结合近期发布的2024年第一季度中国货币政策执行报告来看，货币政策有望保持宽松基调，未来降准降息可期。对银行而言，监管部门引导信贷投放与经济高质量发展的需要相适配、淡化规模情结、优化信贷结构，未来信贷投放或将聚焦盘活存量、提升效能，“五篇大文章”有望成为金融服务实体经济高质量发展的重点方向，整体信贷增速中枢或将有所下移，短期息差或仍将承压，主要是隐含LPR下调、银行协助地方债务化解等因素的预期，但与此同时，监管有望通过引导存款利率下行等方式来呵护银行息差。建议关注三条主线：1) 基本功扎实+低估值+高股息的全国性银行：农业银行、中信银行、邮储银行。2) 具备亮点的优质区域性银行：齐鲁银行、常熟银行、瑞丰银行。3) 随着政策呵护，基本面预期改善有望带来估值修复的招商银行、宁波银行等。

➤ **风险因素：**经济超预期下行；政策出台不及预期；信用风险集中爆发。

图 1：社融当月新增（亿元）和社融存量同比增速


资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 2：社融结构（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

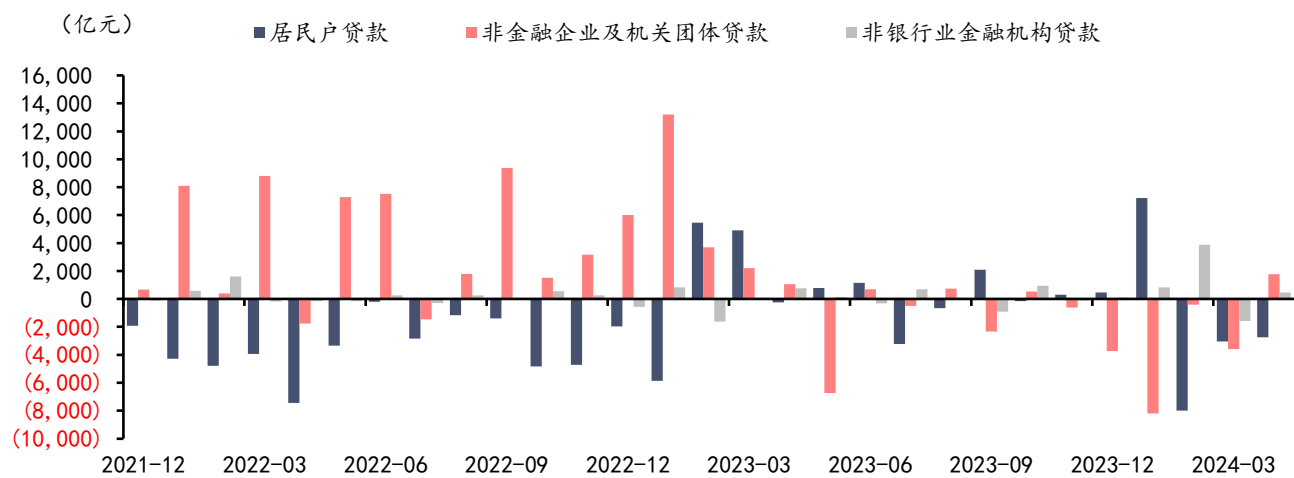
表 1：新增社会融资规模结构

当月值（亿元）	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04
社会融资规模	24554	19326	65364	15248	48675	(1987)
人民币贷款	11120	11092	48401	9773	32920	3306
外币贷款	(357)	(635)	989	(9)	543	(310)
委托贷款	(386)	(43)	(359)	(172)	(465)	90
信托贷款	197	347	732	571	681	142
未贴现银行承兑汇票	202	(1865)	5636	(3686)	3550	(4486)
企业债券融资	1388	(2741)	4950	1712	4545	493
非金融企业境内股票融资	359	508	422	114	227	186
政府债券	11512	9324	2947	6011	4626	(984)
其他融资	519	3339	1646	934	2048	(424)
同比多增（亿元）	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04

社会融资规模	4556	6169	5061	(16362)	(4799)	(14300)
人民币贷款	(447)	(3485)	(913)	(8411)	(6576)	(1100)
外币贷款	291	1030	1120	(319)	116	9
委托贷款	(298)	58	(943)	(95)	(638)	6
信托贷款	562	1110	794	505	726	23
未贴现银行承兑汇票	11	(1313)	2673	(3617)	1758	(3141)
企业债券融资	784	2325	3312	(1950)	1189	(2461)
非金融企业境内股票融资	(429)	(936)	(542)	(457)	(387)	(808)
政府债券	4992	6515	(1193)	(2127)	(1388)	(5532)
其他融资	(910)	1040	753	109	405	(1312)

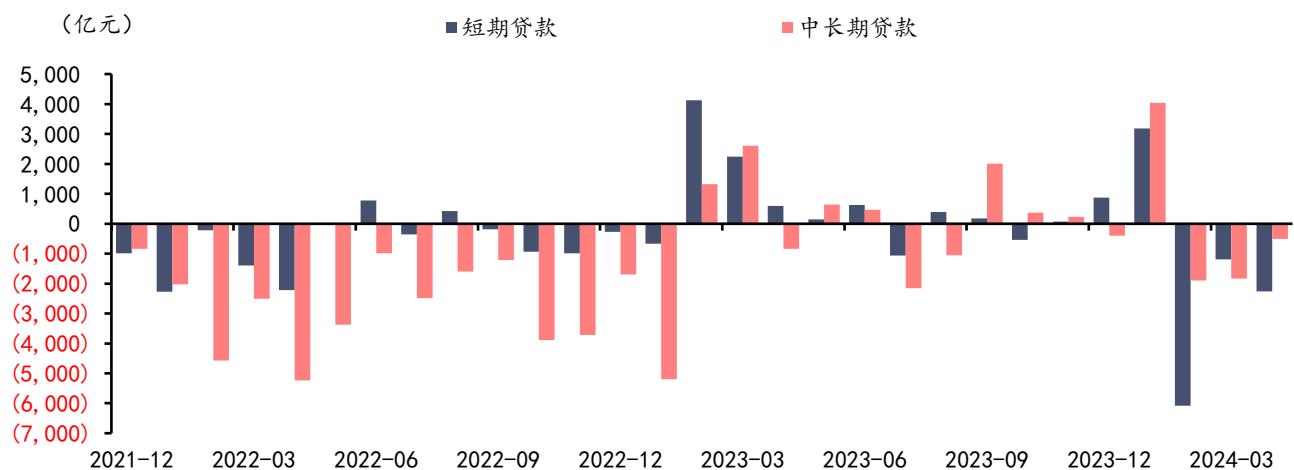
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 3：信贷结构（同比多增）

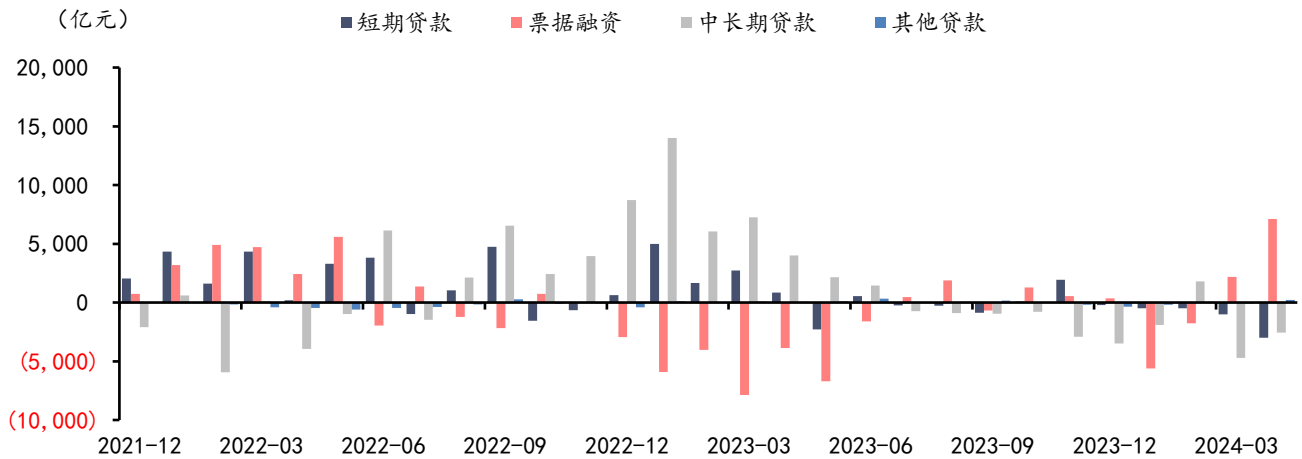


资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 4：信贷结构——居民端（同比多增）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

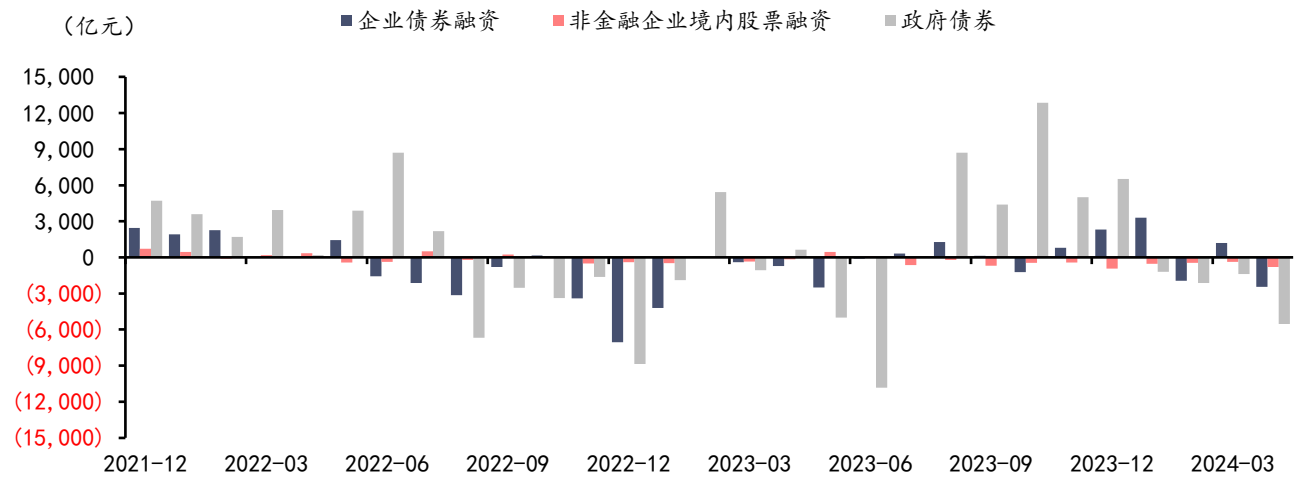
图 5：信贷结构——非金融企业端（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

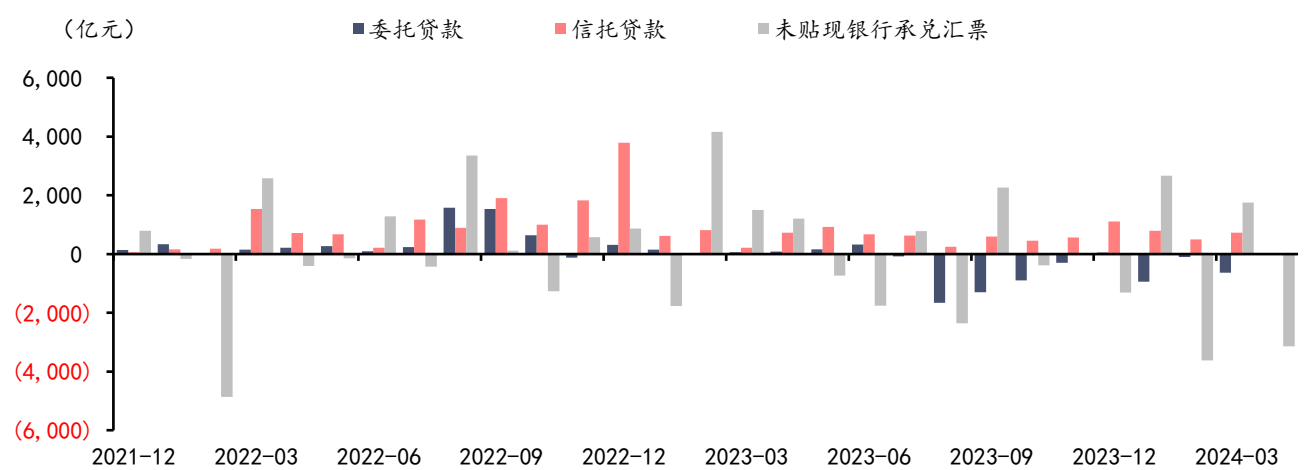
表 2：新增人民币贷款结构

当月值（亿元）	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04
居民户贷款	2925	2221	9801	(5907)	9406	(5166)
短期贷款	594	759	3528	(4868)	4908	(3518)
中长期贷款	2331	1462	6272	(1038)	4516	(1666)
非金融企业及机关团体贷款	8221	8916	38600	15700	23400	8600
短期贷款	1705	(635)	14600	5300	9800	(4100)
票据融资	2092	1497	(9733)	(2767)	(2500)	8381
中长期贷款	4460	8612	33100	12900	16000	4100
其他贷款	(36)	(558)	633	267	100	219
同比多增（亿元）	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04
居民户贷款	298	468	7229	(7988)	(3041)	(2755)
短期贷款	69	872	3187	(6086)	(1186)	(2263)
中长期贷款	228	(403)	4041	(1901)	(1832)	(510)
非金融企业及机关团体贷款	(616)	(3721)	(8200)	(400)	(3600)	1761
短期贷款	1946	(219)	(500)	(485)	(1015)	(3001)
票据融资	543	351	(5606)	(1778)	2187	7101
中长期贷款	(2907)	(3498)	(1900)	1800	(4700)	(2569)
其他贷款	(198)	(355)	(194)	63	(72)	230

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 6：直接融资结构（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 7：表外融资结构（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

表 3：表外融资和直接融资结构

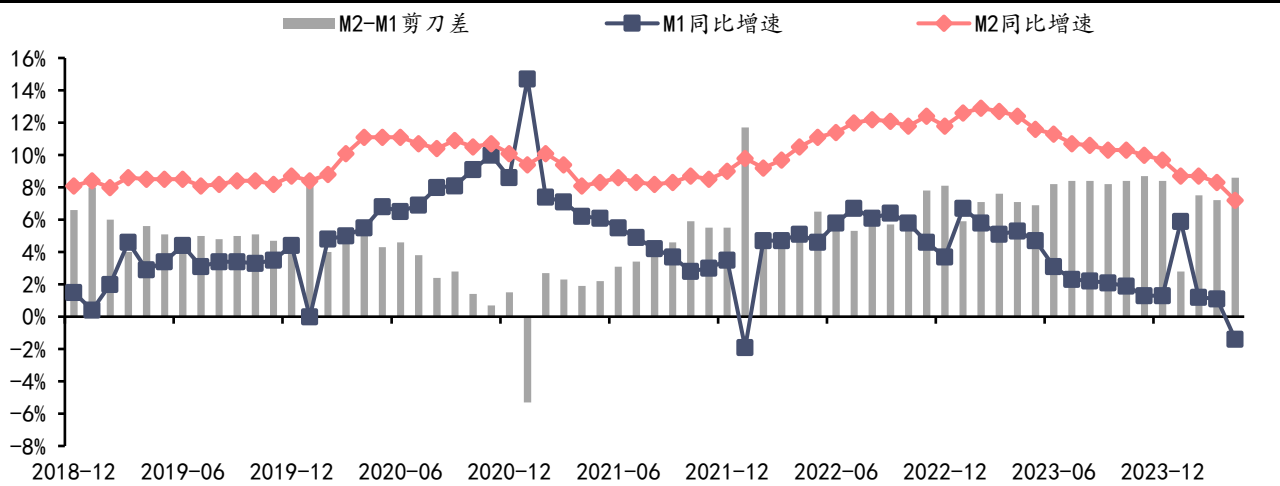
当月值 (亿元)	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04
表外融资	13	(1561)	6009	(3287)	3766	(4254)
委托贷款	(386)	(43)	(359)	(172)	(465)	90
信托贷款	197	347	732	571	681	142
未贴现银行承兑汇票	202	(1865)	5636	(3686)	3550	(4486)
直接融资	13259	7091	8319	7837	9398	(305)
企业债券融资	1388	(2741)	4950	1712	4545	493
非金融企业境内股票融资	359	508	422	114	227	186
政府债券	11512	9324	2947	6011	4626	(984)
同比多增 (亿元)	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04
表外融资	275	(142)	2524	(3207)	1844	(3111)
委托贷款	(298)	58	(943)	(95)	(638)	6
信托贷款	562	1110	794	505	726	23
未贴现银行承兑汇票	11	(1313)	2673	(3617)	1758	(3141)
直接融资	5347	7726	1577	(4534)	(588)	(8786)
企业债券融资	784	2325	3312	(1950)	1189	(2461)
非金融企业境内股票融资	(429)	(936)	(542)	(457)	(387)	(808)
政府债券	4992	6515	(1193)	(2127)	(1388)	(5532)

资料来源：iFind、信达证券研发中心

表 4：新增人民币存款结构

当月值 (亿元)	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04
新增人民币存款	25300	868	54800	9600	48000	-39200
居民户存款	9089	19780	25300	32000	28300	-18500
非金融企业存款	2487	3165	11400	-29900	20725	-18725
财政存款	-3293	-9221	8604	-3798	-7661	981
非银行业金融机构存款	15700	-5326	5526	11574	-1500	-3300
其他存款	1317	-7530	3970	-276	8136	344
同比多增 (亿元)	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04
新增人民币存款	-4273	-6402	-13900	-18500	-9100	-34591
居民户存款	-13411	-9123	-36700	24074	-774	-6500
非金融企业存款	511	2341	18555	-42800	-5330	-17317
财政存款	388	1636	1776	-8356	751	-4047
非银行业金融机构存款	9020	2	-4574	16737	-4550	-6212
其他存款	-708	-1230	7043	-8155	803	-515

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 8: M1 和 M2 同比增速


资料来源: iFind、信达证券研发中心

研究团队简介

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券，五年银行业研究经验。2022年11月加入信达证券研发中心，从事金融业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。