

# 4月金融数据解读

## 信贷增长“新起点”

### ◆ 经济研究 · 宏观快评

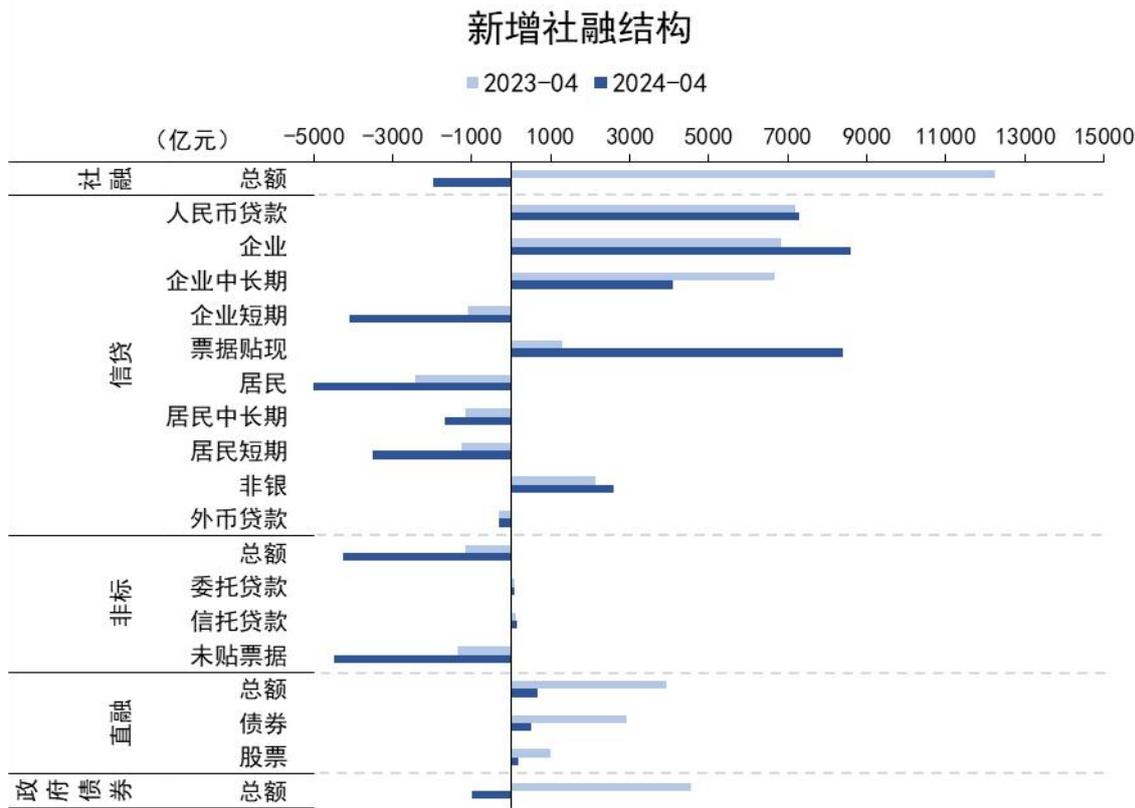
证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001  
 联系人：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

### 事项：

4月我国新增社融-1987亿元（预期1.01万亿元），新增人民币贷款7300亿元（预期7433亿元），M2同比增长7.2%（预期8.3%），均不及预期。

### 评论：

图1：金融数据分项一览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**结论：**4月金融数据总量结构全面走弱，社融与M1同时出现负增长。总体而言，除经济内生动能仍有待恢复以及政府债券融资偏缓外，核心原因依然在于信贷：

一是表外融资大幅萎缩的根源或在信贷。尽管信贷表现尚可，广义信贷比去年同期仍多增112亿元（7300亿元 vs 7188亿元），但其中票据融资（8381亿元）贡献达112%。由于提前“兑付”的票据（即贴现）将计入贷款，这与表外融资中未贴现票据罕见的大幅减少（-4486亿元）对应。换言之，存在“消耗”

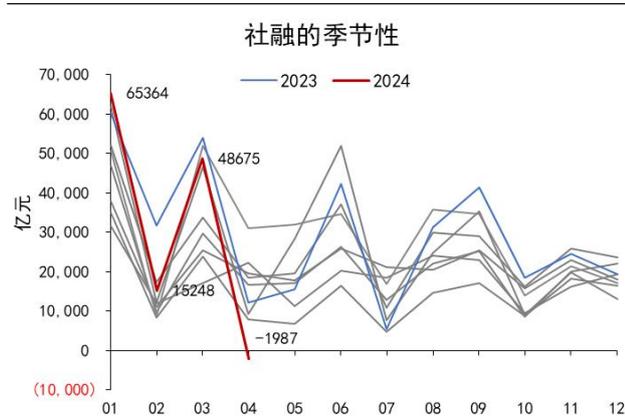
票据支持信贷的可能。

**二是防范“资金空转”取得成效。**防范“资金空转”成为近期政策关注的重点，其主要表现为在存贷款市场竞争日益激烈的环境下，部分企业利用其信用优势“低贷高存”进行套利。随着央行进一步规范银行“手工补息”等行为，套利空间变小，这一部分虚增的存贷款规模被挤出。

**三是地方督导存贷款冲量动力减弱。**今年一季度，国家统计局对金融业增加值的核算方式进行调整，将参考指标从存贷款增速转为各类金融服务的净利润、手续费、佣金等。这种情况下，以往各地在月末等关键统计时点对存贷款加压督导，以推高当地金融增加值的情况得到改善，信贷投放向真实需求回归。

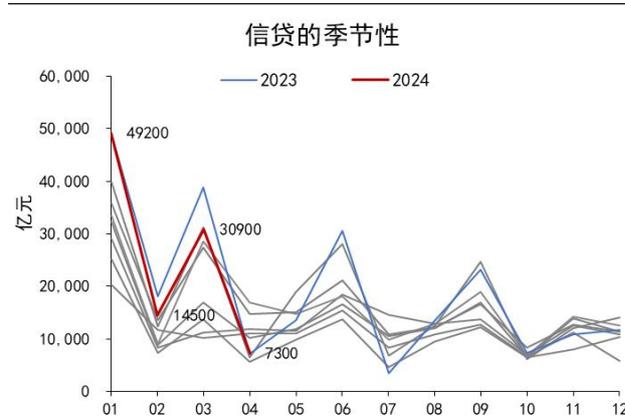
前瞻地看，尽管4月金融数据显著走弱，但“瘦身”的背后金融支持实体的力量并未减弱，更多资金投向实处，信贷增长的可持续性得到增强。**未来一段时间，随着虚增和不规范的资金被挤出，信贷增长将在企稳后迎来“新起点”，叠加政府债券提速发行及经济回暖，全年融资水平有望在健康的水平上持续回升。**

图2：4月新增社融创历史新低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：4月新增信贷大幅回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### ◆ 解读：信贷投放进一步“脱虚向实”

#### 社融：信贷投放与政府融资拖累

4月社融各科目全方位走弱，余额罕见萎缩（-1987亿元），同比增速也进一步下降（-0.4pct至8.3%）。这是自2011年社融首次对外公布后的首次萎缩，在2011年前的回溯数据中，社融也仅有两次出现负增长，分别是2005年10月（-974亿元）和2002年1月（-472亿元）。相较去年同期，4月社融多减1.42万亿元，各科目对同比增量的拖累度排名如下：政府债券（拖累38.9%）、直融（拖累22.9%）、非标（拖累21.9%）和信贷（拖累7.8%）<sup>1</sup>。需要指出的是，尽管社融萎缩的原因是多方面的，但表现上拖累最少的信贷恰恰是核心原因。

#### 人民币贷款

从季节性角度观察，4月信贷表现上尚可接受，但实际表现较弱。我国信贷有两个统计口径，一个是较为宽泛的金融机构新增人民币贷款（广义口径），另一个是社融下的新增人民币贷款（社融口径），两者的差异主要在于社融仅统计投向实体经济的贷款。从广义口径看，4月新增信贷7300亿元，同比仍实现正增长112亿元，表现尚可，但剔除2607亿元非银贷款后仅为4693亿元，与社融口径的人民币贷款2996亿元更为接近，指向实体经济融资需求偏弱。此外，4月票据利率持续下行，与债券利率出现背离，同时未贴现汇票余额大幅萎缩，指向当前贷款数据是在票据的大力支持下达成的。

<sup>1</sup> ABS和贷款核销两项尚未公布。

图4: 4月新增居民贷款拖累明显



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 4月票据融资对企业贷款拉动明显



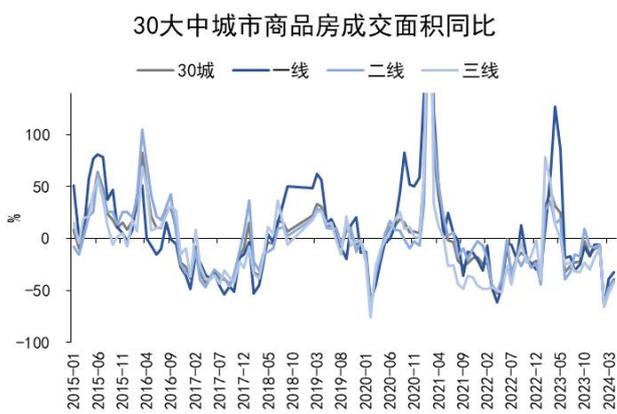
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 4月居民总中长期贷款占比显著回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 4月楼市销售面积跌幅收窄



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**从结构看，4月企业贷款表现好于居民贷款，中长贷表现强于短贷。**

企业贷款方面，中长贷相对稳定，但短贷显著萎缩，企业贷款增量完全由票据贡献。当月非金融企业贷款新增8600亿元，同比多增1761亿元，占新增贷款的117.8%。结构上，短强长弱特征依然明显：中长贷当月增加4100亿元，短贷减少4100亿元，两者幅度相同，方向相反。因此企业贷款增量近乎完全来自票据融资，票据融资新增8381亿元，同比多增7101亿元。

居民贷款方面，短贷与中长贷同时萎缩，短贷萎缩幅度更大。当月新增居民贷款-5166亿元，同比多减2755亿元。其中，短贷萎缩3518亿元，同比多减2263亿元，中长贷萎缩1666亿元，同比多减510亿元。4月30日政治局会议对地产政策的进一步优化放松做出部署，各地密集取消限购，有望对居民中长贷的进一步下滑带来缓冲。

**非标、直接融资与政府债券**

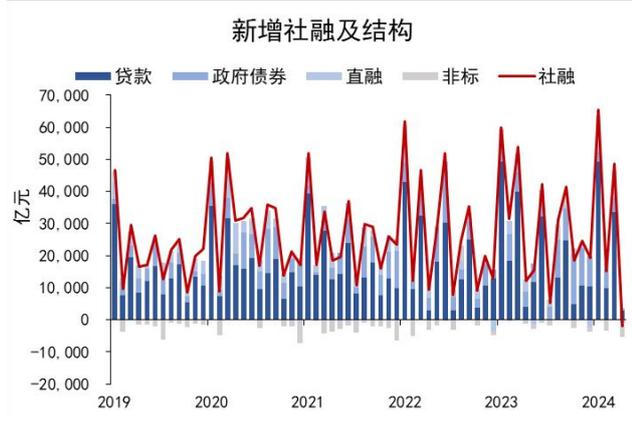
政府融资依然偏缓。当月新增政府债融资-984亿元，同比下降5532亿元。政府融资发行节奏弱于预期，一定程度上受到项目储备和审批约束。随着各地专项债筛选工作完成（4.23发改委），以及超长期特别国债发行在即（5.13财政部计划召开发行动员部署会），政府融资有望提速，对社融的支撑力度加强。

表外融资大幅萎缩，主要受未贴现银行承兑汇票拖累。当月表外三项融资合计新增-4254亿元，同比多减3111

亿元。其中，未贴现银行承兑汇票萎缩 4486 亿元，是表外融资的最大拖累，这与增量信贷中的大额票据贴现表现一致，指向表外融资或因“保信贷”受到拖累。信托贷款增加 142 亿元，委托贷款增加 90 亿元，均实现同比多增（信托同比多增 23 亿元，委托同比多增 7 亿元）。

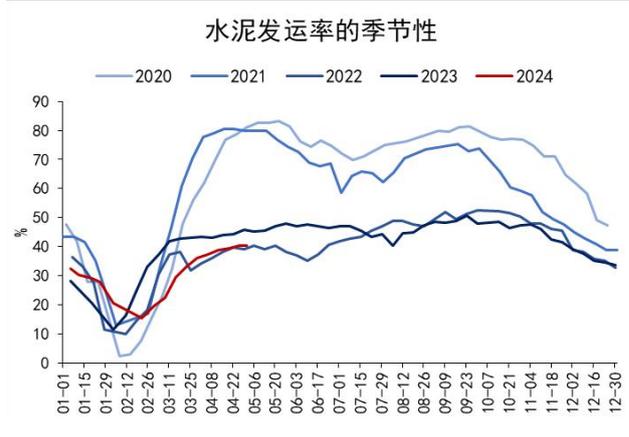
**企业直融显著走弱，信用债发行拖累明显。**当月新增企业直接融资 679 亿元，同比少增 3254 亿元。结构上，信用债发行显著下滑，新增融资 493 亿元，同比少增 2447 亿元。股票融资持续放缓，新增 186 亿元，同比少增 807 亿元。

图8: 我国实体经济仍以间接融资为主



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 水泥发运率略低于去年同期水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 货币：M2 创历史新低，M1 转负

**4月存款下降 3.92 万亿元，M2 同比下降 1.1pct 至 7.2%。**从结构看，居民、企业、非银与存款均显著减少，这指向央行打击高息揽储，防范资金空转套利取得成效。当月新增居民存款-1.85 万亿元，同比多减 6500 亿元；新增企业存款-1.87 万亿元，同比多减 1.73 万亿元；新增非银存款-3300 亿元，同比多减 6212 亿元；新增财政存款 981 亿元，同比少增 4047 亿元。

**在经济基本面有所回暖的同时，M1 同比增速大幅下降 2.5pct 至 -1.4%，**或同样与近期规范协议存款等高息揽储手段有关。相应地，M2-M1 增速剪刀差扩张 1.4pct 至 8.6%，社融-M2 上升 0.7pct 至 1.1%。

图10: M2-M1 剪刀差显著走阔



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 社融-M2 剪刀差持续扩张



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 风险提示

需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

### 相关研究报告：

《中国通胀数据快评-4月通胀同比上行，关注上游产品价格上涨向中下游的传导》——2024-05-11

《进出口数据快评-出口如期回暖》——2024-05-09

《宏观经济数据前瞻-2024年4月宏观经济指标预期一览》——2024-05-06

《五一节假日海外金融市场事项一览-恒生指数一枝独秀》——2024-05-05

《4月30日中央政治局会议解读-政策靠前发力，推动高质量发展》——2024-05-01

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032