

2024年05月12日

4月社融数据异动背后的三重因素

——4月金融数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

沈美辰（联系人）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110036

事件：4月社会融资规模净减少1987亿元，前值净增加4.9万亿元；新增人民币贷款7300亿元，前值3.09万亿元。

● 人民币信贷：票据融资支撑企业信贷多增

4月信贷总量增加7300亿元，同比多增112亿元，居民贷款持续走弱，企业贷款总量不差、结构上票据为主要支撑。

居民新增贷款仍待改善。4月居民贷款减少5166亿元，同比少增2755亿元。居民短贷表现弱于中长贷，分别同比少增2263亿元、510亿元。居民中长贷背后是楼市调整未有改善。短贷少增或反映居民消费贷、经营贷借贷需求偏弱。

企业贷款总量保持韧性，结构转弱。企业贷款新增8600亿元，同比多增1761亿元。企业中长贷同比少增2569亿元，企业短贷同比少增3001亿元，表内票据融资同比多增7101亿元。4月企业中长贷逐渐回归甚至低于季节性水平，企业中长贷少增或与财政节奏不及预期，基建项目进度仍偏慢有关。**票据历史性高增**，或反映信贷需求偏弱背景下金融机构用票据弥补短贷和中长贷的缺口。非银贷款同比多增473亿元，与票据融资一起成为信贷增长的支撑。

● 社融：总量2005年以来首次负增，四大分项拖累

4月社融减少1987亿元，同比少增1.4万亿，继2005年后首次单月负增。**结构上看，负增的主要拖累分项是政府债券、表外票据、企业债券和人民币信贷。**

首先，财政是社融异常波动的主要原因之一。4月政府债券同比少增5532亿元。国债单月净偿还984亿元，自2019年以来同期最低；4月地方政府债净融资额同样大幅低于季节性水平。4月政府债发行进度总体偏慢，且与前几年节奏出现差异，导致政府债券同比大幅下滑。4.30政治局会议指出“及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”。我们预计随着国家重大战略和重点领域安全建设的行动方案有序落地，超长期特别国债可能在6月底前开始发行。

其次，非标融资共计同比少增3111亿元，是社融的第二大拖累。未贴现银行承兑汇票偏弱，单月净减少4486亿元，同比多减3141亿元。表外票据大幅低于季节性，说明抛开季节性因素，4月企业开票行为较为低迷，或也与3月该指标冲高后回落有关。委托、信托贷款均小幅多增。**第三，企业债券方面，**4月企业债券融资同比少增2447亿元，弱于季节性。化债背景下城投债净融资额萎缩，信用债供给收紧。企业直接和间接融资双双走弱，实体融资需求有待改善。

● 货币供应增速下行，基建地产实物量偏弱，监管或致存款部分流出

M1增速下降2.5个百分点至-1.4%，是继2022年1月以后的再次负增。M2增速下降1.1个百分点至7.2%。居民、企业与非银存款皆为少增，停止“手工补息”或有一定影响。4月居民存款同比多减6500亿元。企业存款同比多减1.7万亿元。居民存款并未转化为企业存款，反映消费和投资有待提升。居民、非金融企业和非银机构存款均下滑，监管禁止存款“手工补息”后，可能导致一部分存款流出或转移。财政存款同比少增4047亿元，4月财政支出力度有所加强。**M1增速转负，一方面基建、地产企业资金活化程度仍偏弱。另一方面，**4月部分企业活期存款转移至理财。M2增速下降反映信贷派生较弱、以及存款搬家。

● 统计、监管、基本面三重因素造成4月金融数据的异动

4月金融数据出现超预期的异动，社融、M1罕见同时转负，或是统计、监管、基本面三重因素共同作用。**统计方面，**统计局对金融业增加值的季度核算方式进行优化调整（从参考存贷款余额同比变为参考银行利润指标），弱化金融机构冲规模动机，体现监管“防空转”、“挤水分”的政策意图，且央行也正逐步引导市场更关注信贷的“质”而非“量”。**监管方面，**严查银行“手工补息”或使得部分高息存款流出，转移至理财，影响M1、M2增速。**基本面上，**4月居民贷款、企业中长贷、表外票据等数据揭示了经济需求不足，供需条件待改善的问题。此外，广义财政力度也是金融数据的扰动之一。我们判断后续货币可能稳中偏宽，降准降息可能性提升。但防空转、稳汇率背景下，可能是“适度宽货币，高质宽信用”，同时财政的重要性也将提高。随着发债节奏加快，实体需求和预期有望逐步改善。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

相关研究报告

《核心 CPI 回归季节性上行—4月通胀数据点评》-2024.5.11

《商品以价换量带动出口延续温和回升—宏观经济点评》-2024.5.10

《新质生产力有望驱动新一轮 TFP 上行—宏观经济专题》-2024.5.6

目 录

1、 人民币信贷：票据融资支撑企业信贷多增.....	3
2、 社融：总量 2005 年以来首次负增，四大分项拖累.....	3
3、 货币供应增速下行，资金活化偏弱，存款或有流出.....	5
4、 统计、监管、基本面三重因素使得 4 月金融数据出现异动.....	6
5、 风险提示.....	6

图表目录

图 1： 4 月企业和非银贷款同比多增	3
图 2： 4 月表内票据大幅增加	3
图 3： 4 月社融总量大幅弱于季节性	4
图 4： 4 月社融增速继续下探	4
图 5： 国债净融资额创近 5 年同期历史新低.....	5
图 6： 2 月以来地方政府债净融资下降	5
图 7： 2024 年 4 月企业和居民存款同比大幅减少	5
图 8： 4 月 M1 增速大幅下行至负区间.....	5

1、人民币信贷：票据融资支撑企业信贷多增

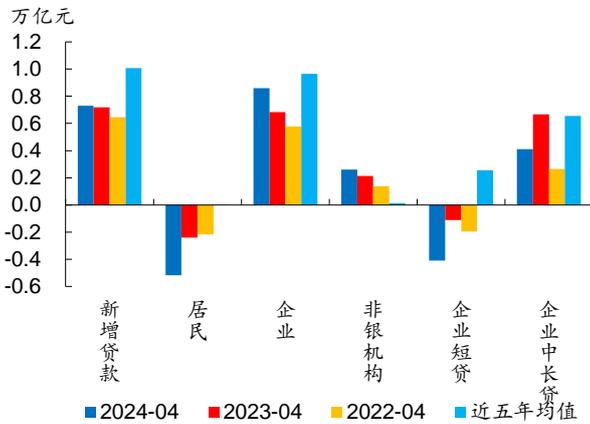
4月信贷总量增加7300亿元，同比多增112亿元，居民贷款持续走弱，企业贷款总量不差、结构上票据为主要支撑。

居民新增贷款仍待改善。4月居民贷款减少5166亿元，同比少增2755亿元。其中居民短贷表现弱于中长贷，分别同比少增2263亿元、510亿元。尽管居民中长期贷款同比少增幅度收窄，但仍是在低基数下的低增长，背后是楼市调整未有改善。短贷少增或反映居民消费贷、经营贷借贷需求偏弱。

企业贷款总量保持韧性，结构转弱。企业贷款新增8600亿元，同比多增1761亿元。企业中长贷同比少增2569亿元，企业短贷同比少增3001亿元，表内票据融资新增8381亿元，同比多增7101亿元。4月企业中长贷逐渐回归甚至低于季节性水平。企业中长贷少增或与财政节奏不及预期，基建项目进度仍偏慢有关；企业短贷走弱，或与实体经济景气度待改善有一定关系。**票据历史性高增**，或反映信贷需求偏弱背景下金融机构用票据弥补短贷和中长贷的缺口。非银贷款同比多增473亿元，与票据融资一起成为信贷增长的支撑。

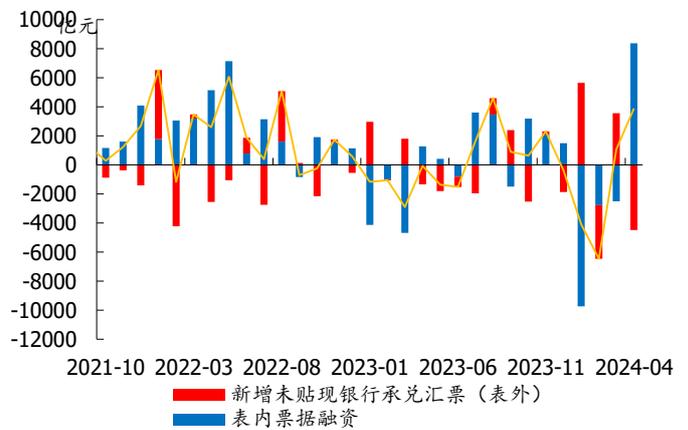
此外，需要指出的是，金融行业GDP统计变化（从参考存贷款余额同比变为参考银行利润指标），弱化了金融机构月末冲规模的动机，对信贷增长的扰动可能在二季度开始显现。同时，央行在Q1货币政策报告中也表明了“我国信贷增长与经济的关系趋于弱化，信贷投放应与经济高质量发展的需要相适应，要转变片面追求规模的传统思维”的态度，由此来看，央行引导市场更关注信贷的“质”而非“量”。

图1：4月企业和非银贷款同比多增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：4月表内票据大幅增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、社融：总量2005年以来首次负增，四大分项拖累

4月社融减少1987亿元，同比少增1.4万亿。社融规模继2005年后首次单月负增。结构上看，负增的主要拖累分项是政府债券、表外票据、企业债券和人民币信贷。

首先，财政因素是社融异常波动的主要原因之一。4月政府债券减少984亿元，同比少增5532亿元。4月国债单月净偿还984亿元，是自2019年以来净融资额季节

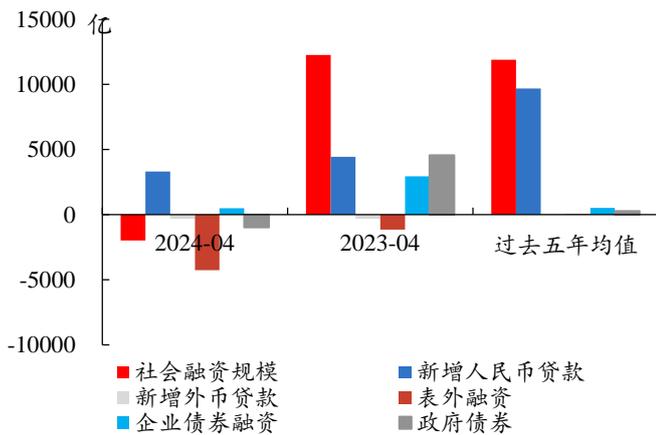
性最低；4月地方政府债净融资额约为549亿元，同样大幅低于季节性水平。4月政府债发行进度总体偏慢，且与前几年节奏出现差异，导致政府债券同比大幅下滑。4.30政治局会议指出“及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”，也体现了前4个月财政进度偏慢，中央推动加快发行节奏，尽快拉动基建实物工作量的态度。此外，央行在一季度货币政策报告中提出“计划发行的政府债券规模也不小，发行节奏还会加快”，我们预计随着国家重大战略和重点领域安全建设的行动方案有序落地，超长期特别国债可能在6月底前开始发行，并对后续社融形成有效支撑。

其次，非标融资共计同比少增3111亿元，是社融的第二大拖累。其中主要是未贴现银行承兑汇票偏弱，单月净减少4486亿元，同比多减3141亿元。表外票据大幅低于季节性，说明抛开季节性因素，4月企业开票行为较为低迷，或也与3月该指标冲高后回落有关。委托、信托贷款均小幅多增。

第三，企业债券方面，4月企业债券融资增加493亿元，同比少增2447亿元，同样弱于季节性。化债背景下城投债净融资额萎缩，信用债供给收紧。企业直接和间接融资双双走弱，无法以替代效应解释，实体融资需求有待改善。

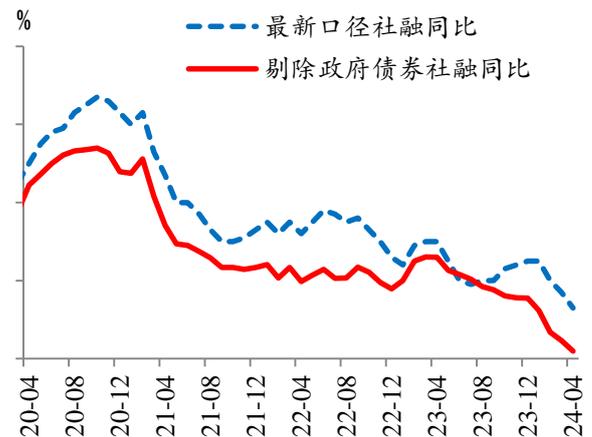
最后，社融口径人民币信贷增加3306亿元，同比少增1125亿元。

图3：4月社融总量大幅弱于季节性



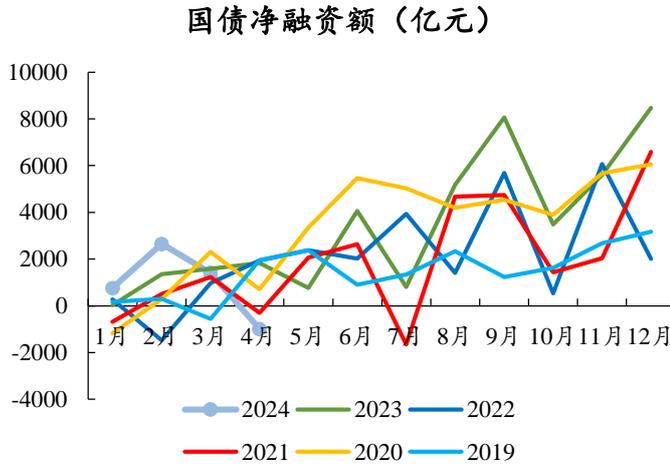
数据来源：Wind、开源证券研究所；

图4：4月社融增速继续下探



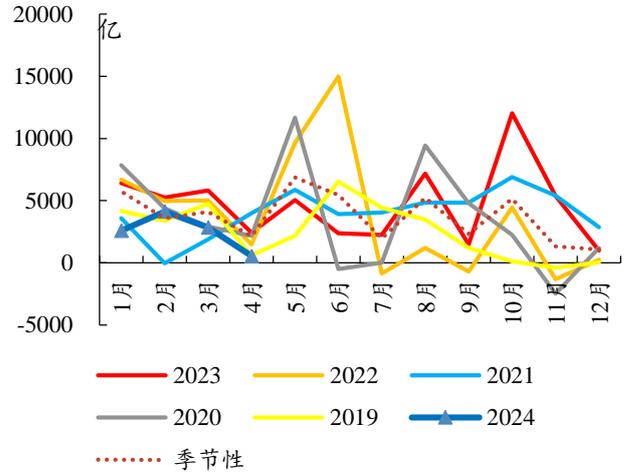
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：国债净融资额创近5年同期历史新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2月以来地方政府债净融资下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

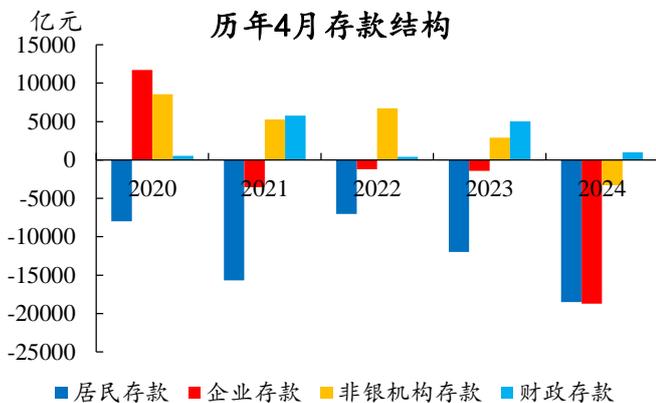
3、货币供应增速下行，资金活化偏弱，存款或有流出

M1增速下降2.5个百分点至-1.4%，是继2022年1月以后的再次负增。M2增速下降1.1个百分点至7.2%。

居民、企业与非银存款皆为少增，停止“手工补息”或有一定影响。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18725亿元，同比多减1.7万亿元。企业存款超预期下滑，居民存款并未转化为企业存款，反映消费和投资有待提升。非银存款减少3300亿元，同比少增6212亿元。居民、非金融企业和非银机构存款均下滑，监管禁止存款“手工补息”后，可能导致一部分存款流出或转移。财政存款同比少增4047亿元，4月财政支出力度有所加强。

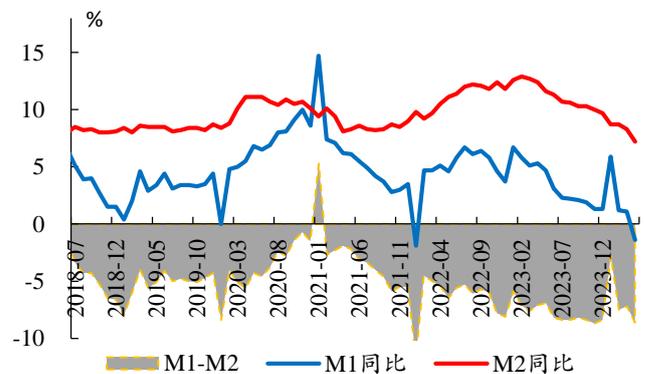
M1增速转负，一方面基建、地产相关企业受项目开工缓慢影响，资金活化程度仍偏弱。另一方面，受禁止“手工补息”影响，4月存款流入理财增加，部分企业活期存款转移至理财。M2增速下降反映信贷派生较弱，同样也有存款搬家的影响。

图7：2024年4月企业和居民存款同比大幅减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：4月M1增速大幅下行至负区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、统计、监管、基本面三重因素使得4月金融数据出现异动

4月金融数据出现超预期的异动，社融、M1罕见同时转负，或是统计、监管和基本面三重因素共同作用。

统计方面，统计局对金融业增加值的季度核算方式进行优化调整。根据《金融时报》文章《数据“挤水分” 金融业增加值“去虚胖”》，新的核算方式可减少银行在个别时点冲高存贷款总量行为，减少货币信贷波动，但短期内“可能带来‘挤水分’的扰动，对货币信贷总量造成下拉影响”。此外，央行一直强调的“信贷均衡投放”，也为金融机构减少了冲量的动力，共同导致了信贷增速放缓。

监管方面，严查银行“手工补息”。“手工补息”的减少会使得部分高息存款流出，转移至理财，对存款总量造成一定削减，进而影响M1、M2增速。

基本面方面，4月居民贷款、企业中长贷、表外票据等数据揭示了经济需求不足，供需条件待改善的问题。此外，广义财政力度也是金融数据的扰动之一。经济和预期仍在恢复过程中，表现出来是对金融数据负面的影响。

但结合央行的观点，不能完全将信贷增速与经济增长情况相关联。在《一季度货币政策执行报告》中，央行表示当前经济结构调整、存量货币信贷高企、直接融资加快发展的背景下，货币信贷增速与经济增长的关系趋弱，因此，货币信贷增速放缓并不意味着金融支持实体力度减弱，也不意味着经济增长面临更多挑战。但央行充分认识到当前经济需求不足、供需不匹配的问题，下一步将维稳和温和推升物价作为货币政策的重要考量。结合当前金融数据走弱，我们判断后续货币政策可能偏宽，但防止资金空转和稳汇率或对宽松施加一定制约，央行可能引导“适度宽货币，高质宽信用”。此外，财政变量的重要性提高，后续发债节奏预计加快，广义财政力度提升有望对实体需求和预期带来拉动。

5、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn