

宏观

证券研究报告

2024年05月13日

如何理解经济数据和金融数据的背离

对4月金融数据我们认为有以下几点值得关注。

第一，金融数据“挤水分”，4月统计口径调整、监管趋严等或对信贷增速造成扰动。造成企业信贷下滑。

第二，经济“去金融化”，经济数据和金融数据出现背离。

最后，在4月金融数据偏弱时，市场对后续财政、央行发力的预期升温。

风险提示：政府债发行不及预期，经济增长不及预期，金融数据超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

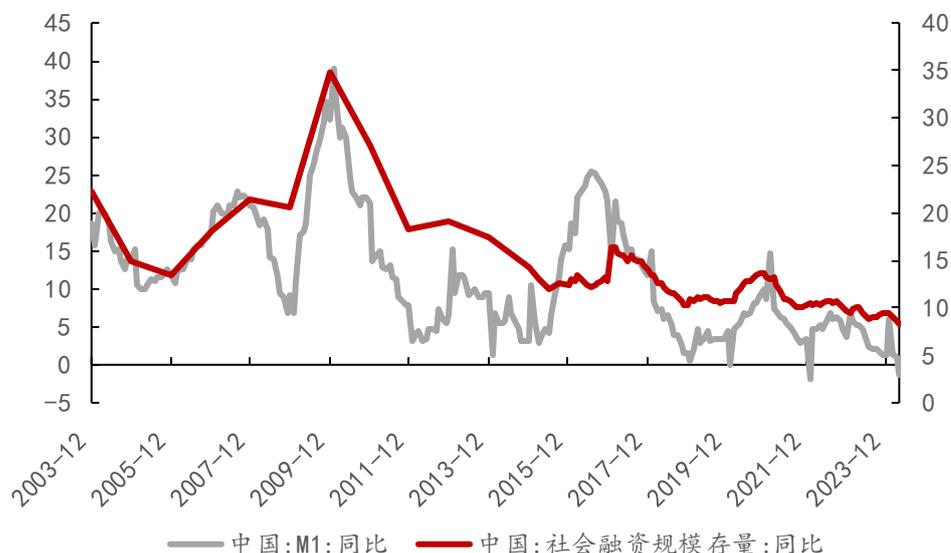
孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-收储存量房是否可行？》 2024-05-12
- 《宏观报告：依然是强调配合——一季度货政报告解读》 2024-05-11
- 《宏观报告：宏观-全球电动汽车产业正在倒退吗？》 2024-05-09

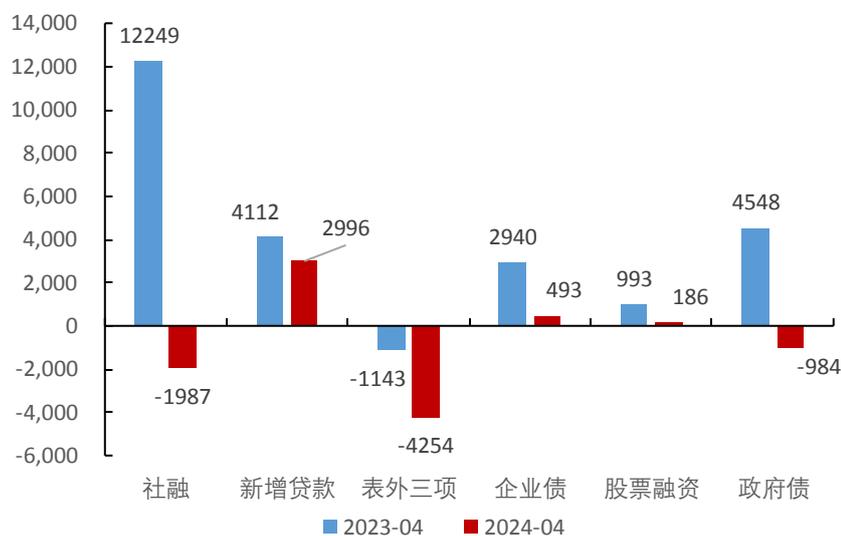
4月金融数据大幅走弱。新增社融减少1987亿元，同比增速和当月新增均创历史新低。与资金活跃程度相关的M1同比增长-1.4%，是有统计数据以来的次低点，在非春节月份（1-2月），M1同比增速首次转负。

图 1：社融与 M1 同比走势（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：政府债和未贴现银行票据是社融的主要拖累（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

对 4 月金融数据我们认为有以下几点值得关注。

第一，金融数据“挤水分”，4月统计口径调整、监管趋严等或对信贷增速造成扰动。造成企业信贷下滑。

今年一季度国家统计局优化了金融业增加值的季度核算方式。金融业增加值核算从原先的主要参考存贷款余额同比增速变为主要参考银行利润表相关指标，如利息净收入等增速等。

在此前的核算模式下，部分地方政府为了推高金融业 GDP 或会加强对当期金融机构月末的存贷款增

速的指导与考核，使得货币信贷总量出现月末冲高，信贷或存在虚增情况¹。

相比于老方法，新方法主要参考金融机构利息净收入等指标，对信贷增速的要求明显减弱，机构推高信贷增速的诉求降低。金融数据“挤水分”短期会对信贷总量增速造成影响。

同时，政策加强了对资金空转的监管。一季度货币政策执行报告中提示到“要密切关注资金沉淀空转等情况，促进提高资金使用效率”²。4月监管强化了对“手工补息”的治理力度³。

对手工补息和企业“低贷高存”空转套利行为的监管一方面会造成企业存款搬家，新增存款下滑，4月非金融企业存款减少了1.87万亿；另一方面，企业贷款需求（原先贷款是为了转存款等）回落，此前的高息存款也可能被企业用于偿还存量贷款，这会导致新增贷款下滑。

信贷派生能力下滑、对资金空转的治理、财政发力偏慢等也造成4月M1同比增速下滑至-1.4%。

第二，经济“去金融化”，经济数据和金融数据出现背离。

年初以来，在居民购房意愿弱、企业融资需求不高、今年政府债发行进度明显偏慢的背景，信贷和社融数据表现持续偏弱。1-4月新增社融12.7万亿，同比减少3.04万亿，新增实体贷款9.4万亿，同比减少1.7万亿，政府债券净融资1.26万亿元，同比少1.02万亿元⁴。社融增速从2023年末的9.5%下滑至4月的8.3%，社融口径人民币贷款增速从10.4%下滑至9.1%。

在金融数据偏弱时，年初以来国内经济企稳回升。在出口和制造业投资的拉动下，一季度GDP同比增长5.3%。4月出口数据继续回暖，出口同比增长1.5%，前值-7.5%。清明和五一文旅收入相比2019年同比增长12.7%⁵、13.5%⁶也表现当前居民消费特别是服务消费依旧维持韧性。

经济和金融数据的背离是经济“去金融化”的体现。传统经济增长依赖与房地产和基建等高负债部门。在企业举债投资拉动经济的模式下，信贷增长和经济增长密切相关。

但是随着房地产等债务驱动的经济增长模式过去，依赖信贷资金的重工业趋于饱和，轻资产服务业占比持续提升，信贷也会进入换挡周期⁷。随着经济增长对信贷的依赖程度减弱，即使信贷增长比此前要低一些，但这也足够支持经济保持平稳增长。比如一季度信贷增长主要依赖服务业。工业、基建、服务业、房地产一季度新增中长期贷款1.6、2.0、4.6、0.9万亿，同比变动-2900、-1900、7900、1600亿元。

随着信贷进入换挡周期，信贷周期和经济周期的领先性和相关性均有减弱。**信贷数据高时，经济未必走强，信贷数据低时，也并不意味着经济将要走弱。**市场更应关注经济数据本身传递的价格和数量信号。（详见《金融数据与经济数据的背离？》，2023.08.12）

图3：一季度信贷去向（单位：亿元）

¹ https://mp.weixin.qq.com/s/abx-rJIVs_YFO2b8JEyWxQ

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5347944/2024051109091110942.pdf>

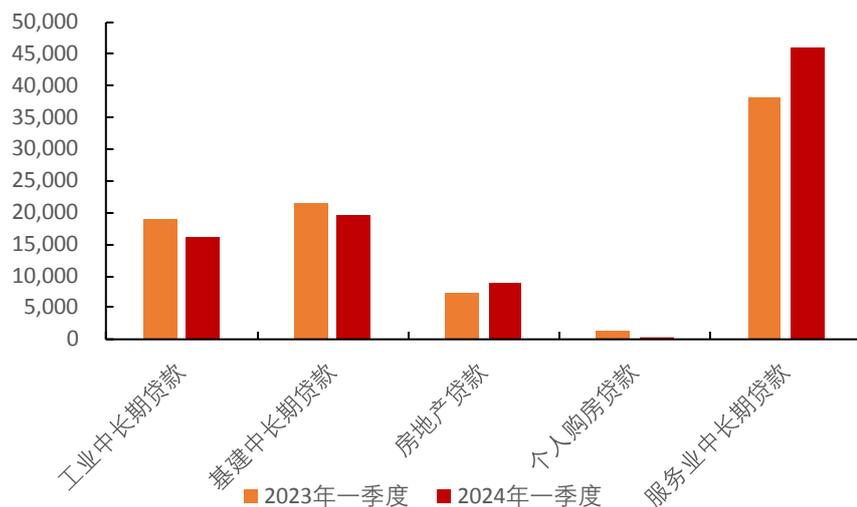
³ https://mp.weixin.qq.com/s/v5LzN-M9_t-MRiJ9oUbb1g

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5348250/index.html>

⁵ https://mp.weixin.qq.com/s/Q6Y-wnbXvnL5Bo2bC_Kw

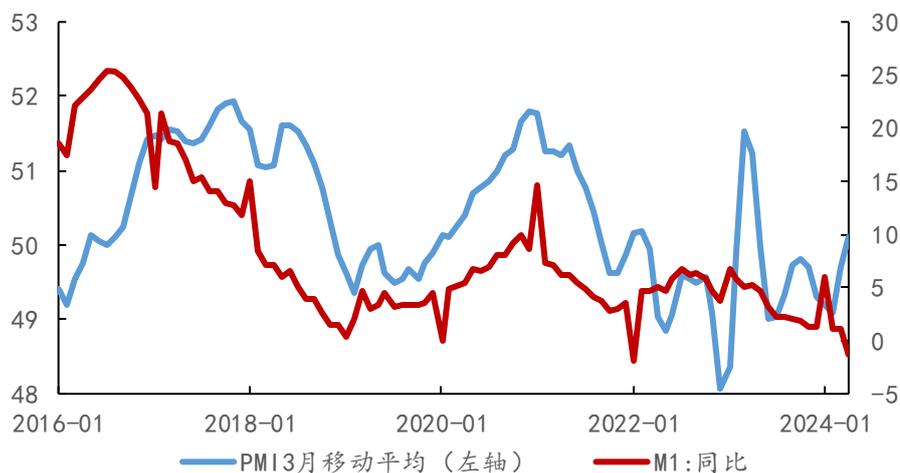
⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/9s81ecuue9OOQteWX-cZ6A>

⁷ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5347944/2024051109091110942.pdf>



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: M1 走势与 PMI 走势背离 (右轴单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

最后，在 4 月金融数据偏弱时，市场对后续财政、央行发力的预期升温。

年初以来财政政策相对缺位，1-4 月政府债净融资规模同比下降 44%，特别国债尚未启动发行，去年增发国债项目仍未完全开工（详见《改革是最重要的增量信息》，2024.05.01）。

4 月政治局会议已经明确强调要“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，保持必要的财政支出强度”。发改委也表示已经完成 2024 年地方政府专项债券项目的筛选工作，为今年 3.9 万亿元专项债券发行使用打下坚实基础⁸。

预计 5 月开始政府债发行进度有望加快，配合着专项债项目落地和实物开工率的推进，财政政策对经济的支持力度或有所提高。同时，随着政府债放量发行，后续社融增速有望好转。

在政府债加速发行时，考虑到此前政治局会议表示“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，预计央行会通过降准等来配合政府债发行，稳定市场资金面。

⁸ <https://mp.weixin.qq.com/s/I0BoEJyFkc3Am4S4v6wilw>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com