

时隔多年的社融负增如何理解？

——4月金融数据点评

报告日期：2024年5月12日

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MALL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

研究助理：万琦

电话：18702133638

E-MALL: wanq@tpyzq.com

一般证券业务登记编码：S1190122070011

Contents

1

长、短期因素共致社融减少

2

M1同比少见转负，M2同比突破新低

3

阶段性调整并不对应长期趋势

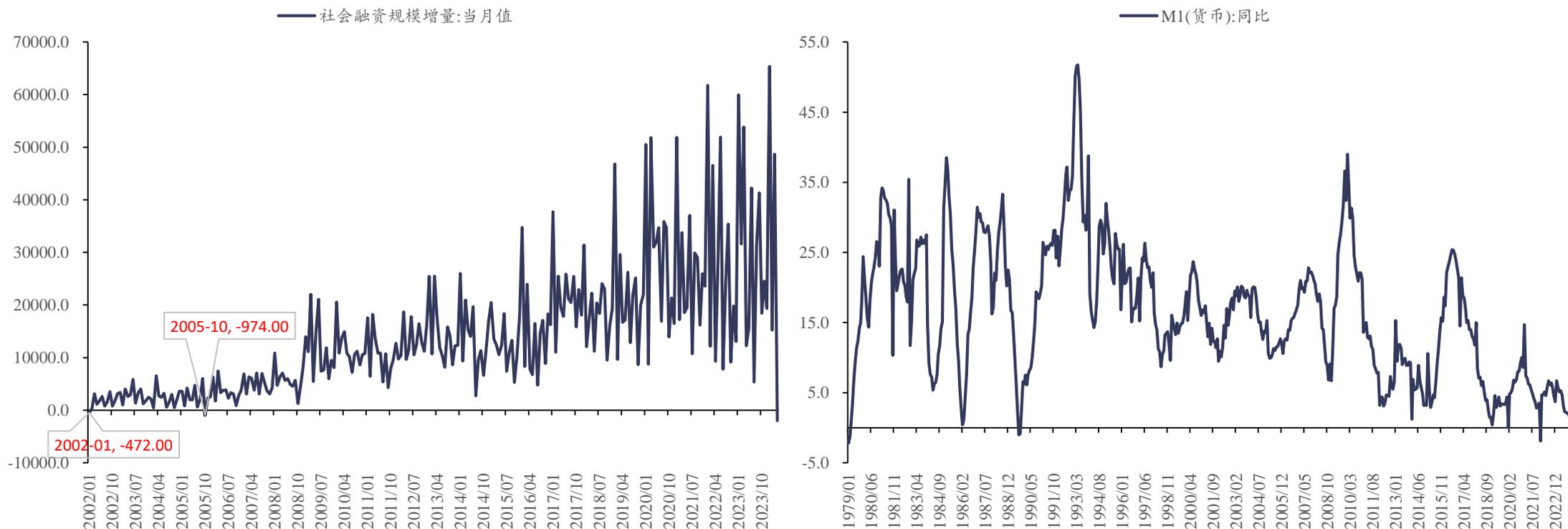
- 4月社会融资规模减少1987亿元，市场预期新增1.01万亿元，前值新增4.87万亿元。
- 4月人民币贷款新增0.73万亿元，市场预期0.82万亿元，前值3.09万亿元。
- 4月M2同比增长7.2%，市场预期8.4%，前值8.3%；M1同比下降1.4%，市场预期增长1.1%，前值1.1%

单位：亿元			当月新增						同比多增					
			2024/4	2024/3	2024/2	2024/1	2023/12	2023/11	2024/4	2024/3	2024/2	2024/1	2023/12	2023/11
社融	总	社融规模	-1987	48675	15248	65364	19326	24554	-14236	-5192	-16362	5408	6268	4717
	表内融资	人民币贷款	3306	32920	9773	48401	11092	11120	-1125	-6567	-8411	-913	-3309	-328
		外币贷款	-310	543	-9	989	-635	-357	9	116	-319	1120	1030	291
	表外融资	信托贷款	142	681	571	732	347	197	23	726	505	794	1111	562
		委托贷款	90	-465	-172	-359	-43	-386	7	-640	-95	-943	58	-298
		未贴现承兑银行汇票	-4486	3550	-3686	5636	-1865	202	-3141	1758	-3617	2673	-1311	11
	企业直接融资	企业债券	493	4545	1712	4950	-2741	1388	-2447	1188	-1950	3312	2146	784
		非金融企业境内股票融资	186	227	114	422	508	359	-807	-387	-457	-542	-935	-429
	政府融资	政府债券	-984	4626	6011	2947	9324	11512	-5532	-1389	-2127	-1193	6515	4992
	信贷	总	人民币贷款	7300	30900	14500	49200	11700	10900	112	-8000	-3600	200	-2300
居民部门		短期贷款及票据融资	763	12208	-2335	8395	1621	4391	1837	-14	-8349	-2919	1004	2558
		中长期贷款	2434	20516	11862	39372	10074	6791	-3079	-6532	-101	2141	-3901	-2679
		居民人民币贷款	-5166	9406	-5907	9801	2221	2925	-2755	-3041	-7988	7229	468	298
企业部门		居民短期贷款	-3518	4908	-4868	3528	759	594	-2263	-1186	-6086	3187	872	69
		居民中长期贷款	-1666	4516	-1038	6272	1462	2331	-510	-1832	-1901	4041	-403	228
		企业人民币贷款	8600	23400	15700	38600	8916	8221	1761	-3600	-400	-8200	-3721	-616
		企业短期贷款	-4100	9800	5300	14600	-635	1705	-3001	-1015	-485	-500	-219	1946
企业中长期贷款		4100	16000	12900	33100	8612	4460	-2569	-4700	1800	-1900	-3498	-2907	
企业票据融资		8381	-2500	-2767	-9733	1497	2092	7101	2187	-1778	-5606	351	543	
M0、M1、M2	同比(%)	M0	10.8	11	12.5	5.9	8.3	10.4						
		M1	-1.4	1.1	1.2	5.9	1.3	1.3						
		M2	7.2	8.3	8.7	8.7	9.7	10						
	存款	人民币存款	-39200	48000	9600	54800	868	25300	-34591	-9100	-18500	-13900	-6374	-4200
		住户存款	-18500	28300	32000	25300	19780	9089	-6500	-774	24074	-36700	-9123	-13411
		非金融企业存款	-18725	20725	-29900	11400	3165	2487	-17317	-5330	-42800	18555	2341	511
		财政性存款	981	-7661	-3798	8604	-9221	-3293	-4047	751	-8356	1776	1636	388
非银行业金融机构存款	-3300	-1500	11574	5526	-5326	15700	-6212	-4550	16737	-4574	2	9020		

数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

4月金融数据在以下方面有些“出乎意料”：

- 一则，实际数据远低于市场预期。考虑到4月是信贷小月，所以市场对于本月社融新增规模的收缩其实已有预期，但官方公布的数据还是明显偏离了市场的一致预计，预期差不仅体现在“量”的大小上，也反映在数据的变动方向上。
- 二则，社融新增及M1少见转负。一方面本月社融规模负增，数据统计以来仅出现过两次，分别是2002年1月和2005年10月；另一方面，M1同比在这个月也回落至0以下，梳理M1同比的历史数值，负值出现的次数并不算多，并且也大多集中在春节月份（或受临近年份春节错位的基数扰动）。因此本月社融新增及M1同比转负均属于少见情况。

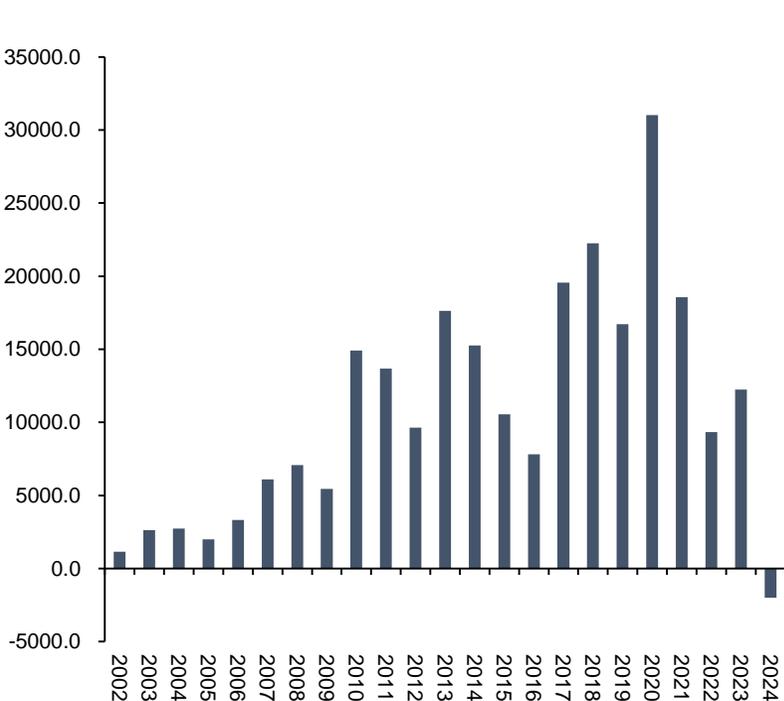


数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

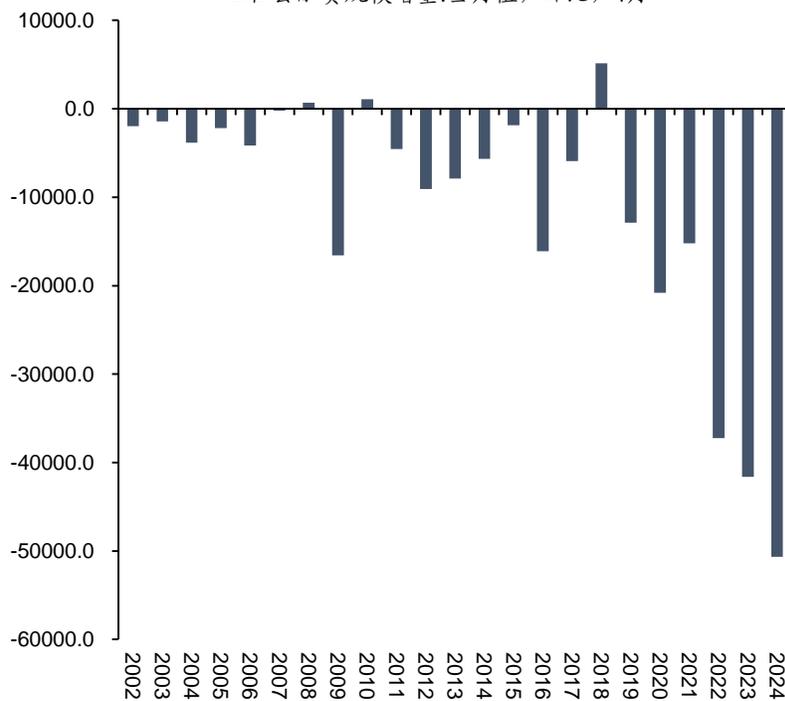
4月金融数据在以下方面有些“出乎意料”：

- 三则，社融新增单月、同比及环比规模均创历史同期新低。与2002年以来各年的4月数据相比，无论是单月新增还是同比、环比口径，今年4月的规模都突破新低。
- 四则，M2同比突破历史最低增速。本月M2同比增速明显下降，也是有数据以来的历史最低增速。

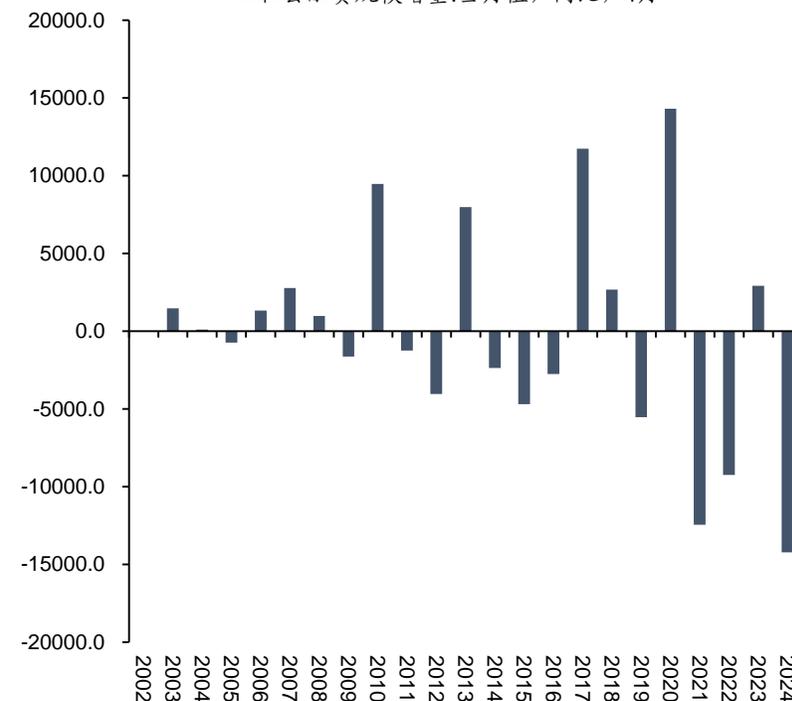
■ 社会融资规模增量:当月值, 4月



■ 社会融资规模增量:当月值, 环比, 4月



■ 社会融资规模增量:当月值, 同比, 4月

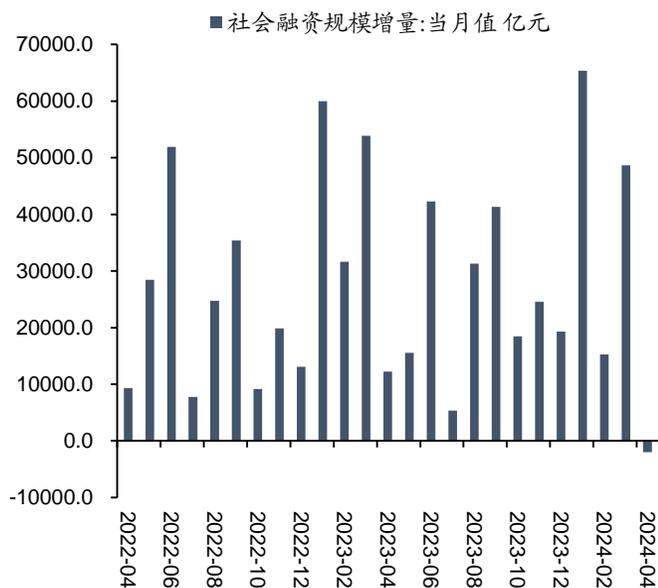


数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

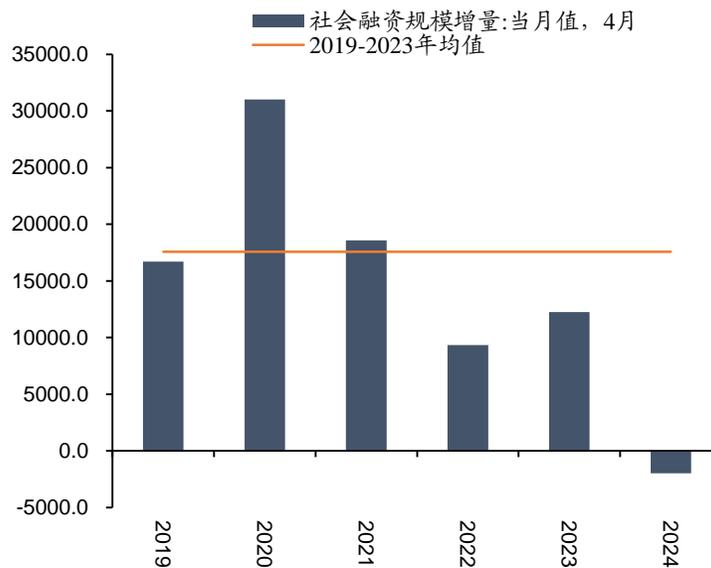
01 长、短期因素共致社融减少

- 中国4月社融减少1987亿元，同比少增约1.42万亿，比上月少增5.1万亿元。
- 主要分项来看，对单月值拖累明显的是未贴现银行承兑汇票及政府债券，分别减少4486亿元、984亿元；同比而言，人民币贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券及政府债券融资均为同比少增，分别较去年同期少增1125、3141、2447、5532亿元。
- 本月社融数据的偏弱表现是多重因素叠加的结果。既有需求侧的影响，也有供给端的驱动，既有此前逻辑的持续作用，也有短期因素的边际扰动。

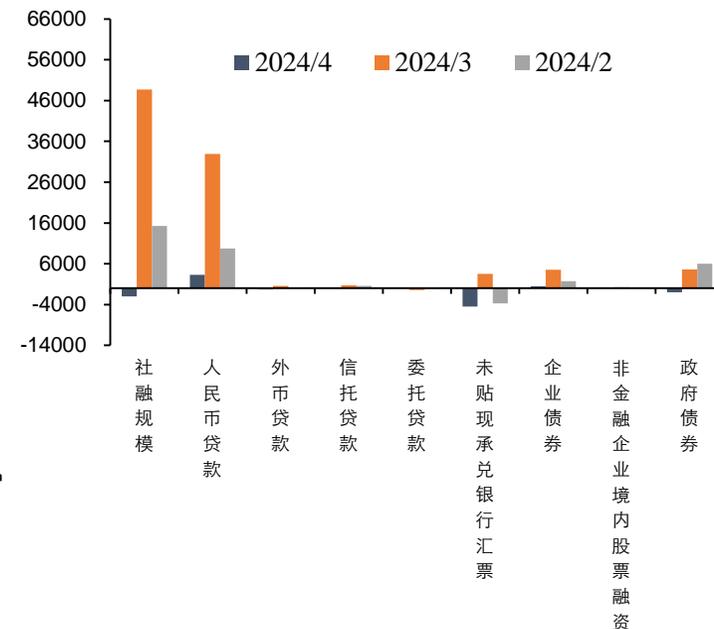
社融当月新增规模



社融4月新增规模



社融各分项新增规模



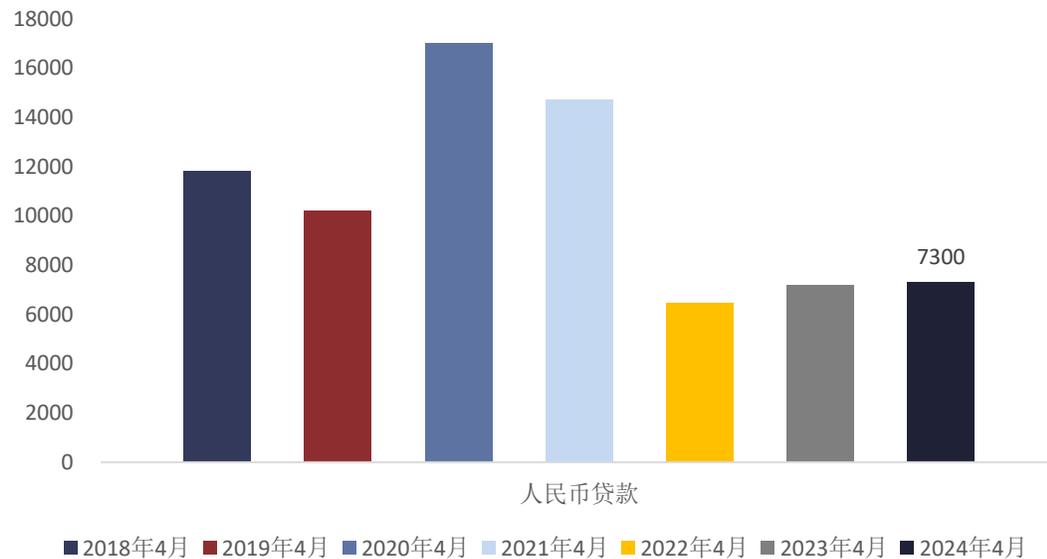
数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

01 长、短期因素共致社融减少

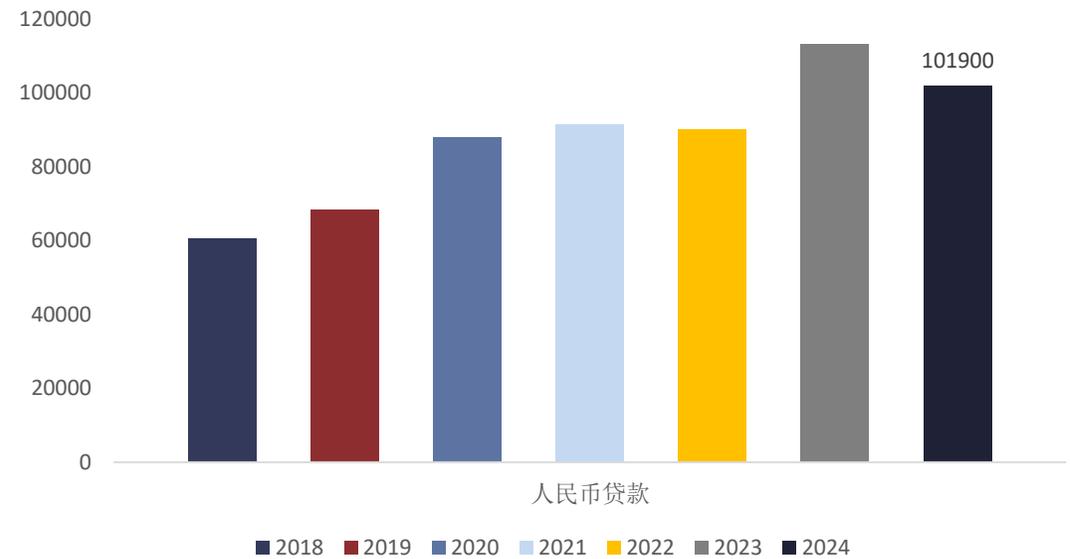
信贷方面，

- 总量角度，增量有限。4月新增人民币贷款7300亿元，同比多增112亿元，低于市场预期。
- 结构角度，票据冲量现象显著。4月票据融资同比明显多增，非银贷款新增规模较去年同期亦有扩大。而居民及企业短期、中长期贷款则均出现同比少增。实体部门融资需求对信贷的拉动不足。

新增人民币贷款-单月



新增人民币贷款-累计

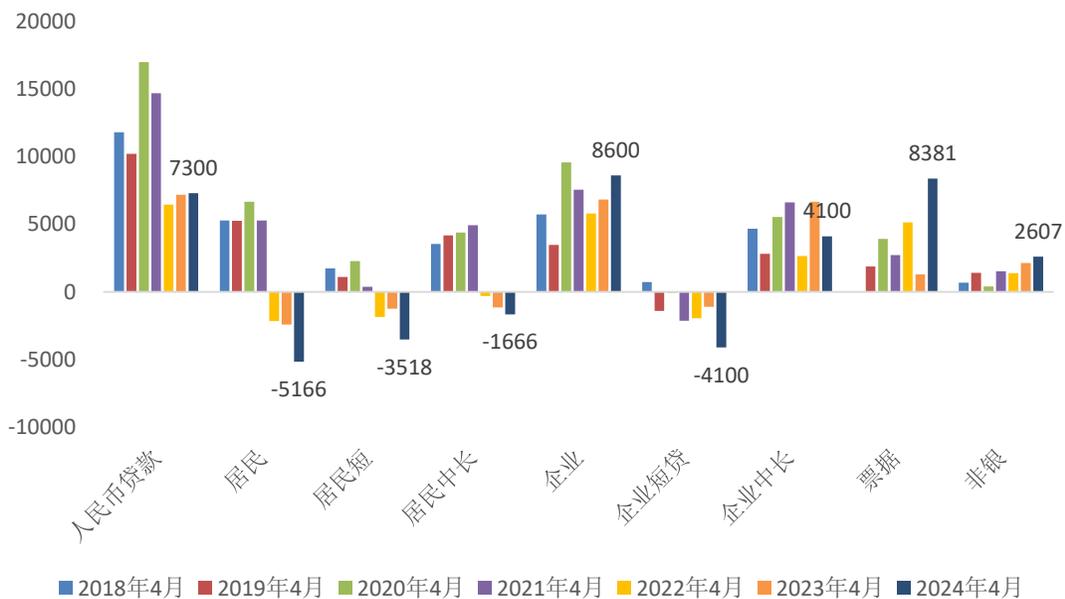


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

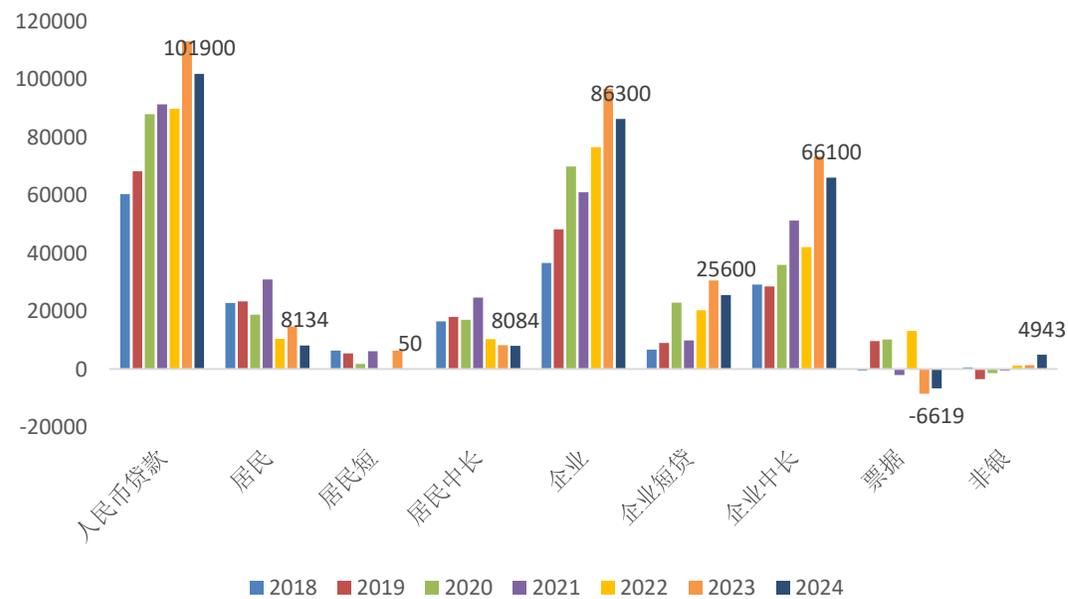
01 长、短期因素共致社融减少

- 对于信贷总量及结构特点我们可以从以下几点理解：第一需求方面，目前国内经济尚处于修复趋势，地产弱势运行，私人部门加杠杆的意愿不强，信贷需求有限。再加上一季度政府债券发行节奏偏慢，对配套融资的撬动也比较少；第二供给方面，在政策引导平滑信贷投放节奏、优化调整金融业增加值核算、规范治理手工补息及资金空转的影响下，银行一味追求存贷规模扩张的行为受到一定压制。今年一季度起统计局参考利息净收入、手续费及佣金净收入等指标而非存贷款增速来核算金融业增加值，地方政府推动存贷款加快增长以提高金融业增加值的动力明显减弱。

分项新增人民币贷款-单月



分项新增人民币贷款-累计



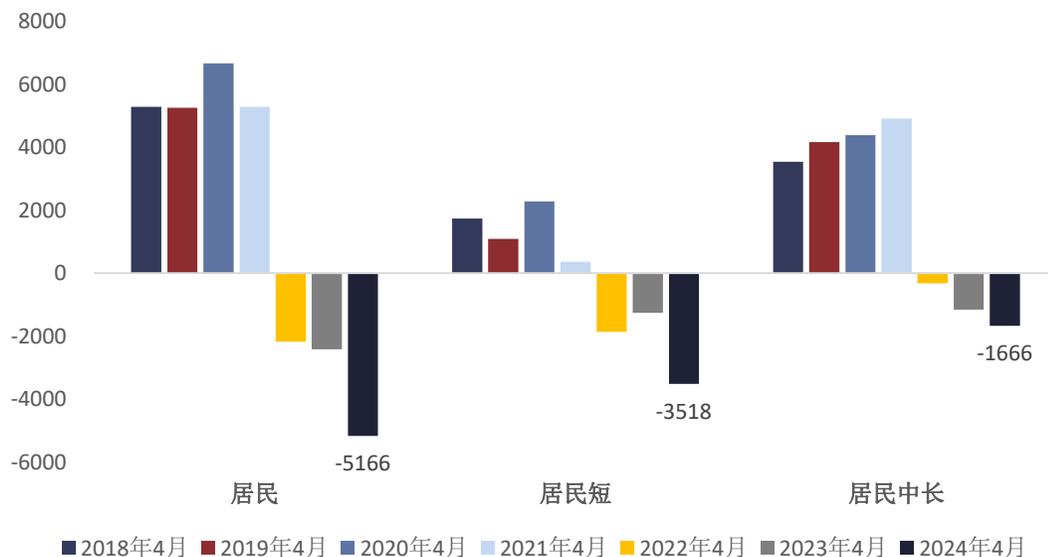
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01 长、短期因素共致社融减少

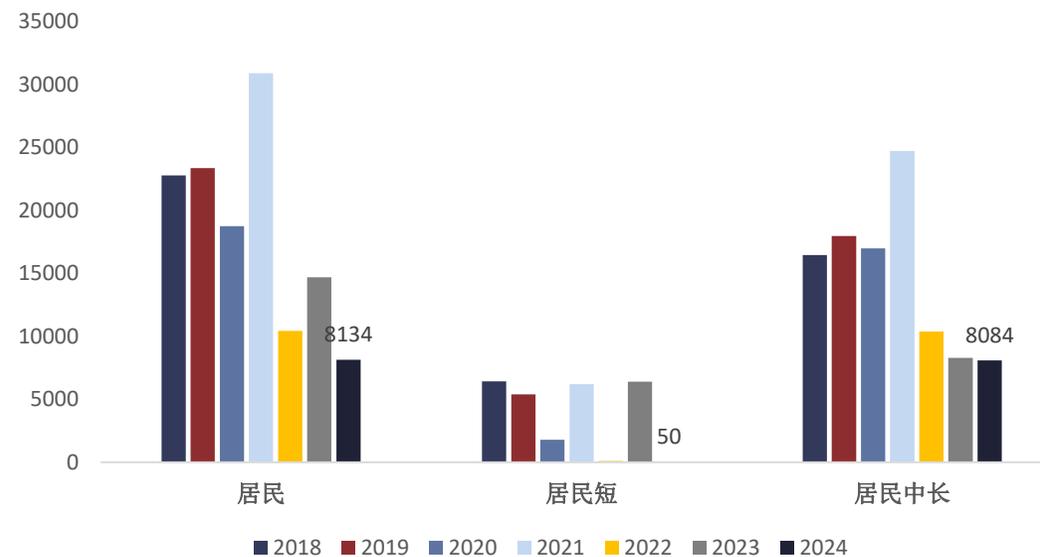
信贷方面，

- 居民端，4月住户贷款减少5166亿元，同比多减约2755亿元，其中短期贷款减少3518亿元，中长期贷款减少1666亿元，分别同比多减约2263、510亿元。居民短贷及中长贷的偏弱表现或与其收入预期不佳、地产弱势运行有关，因此加杠杆消费、购房的热情不高，对于相关贷款的需求也没有那么强烈。

居民新增人民币贷款-单月



居民新增人民币贷款-累计



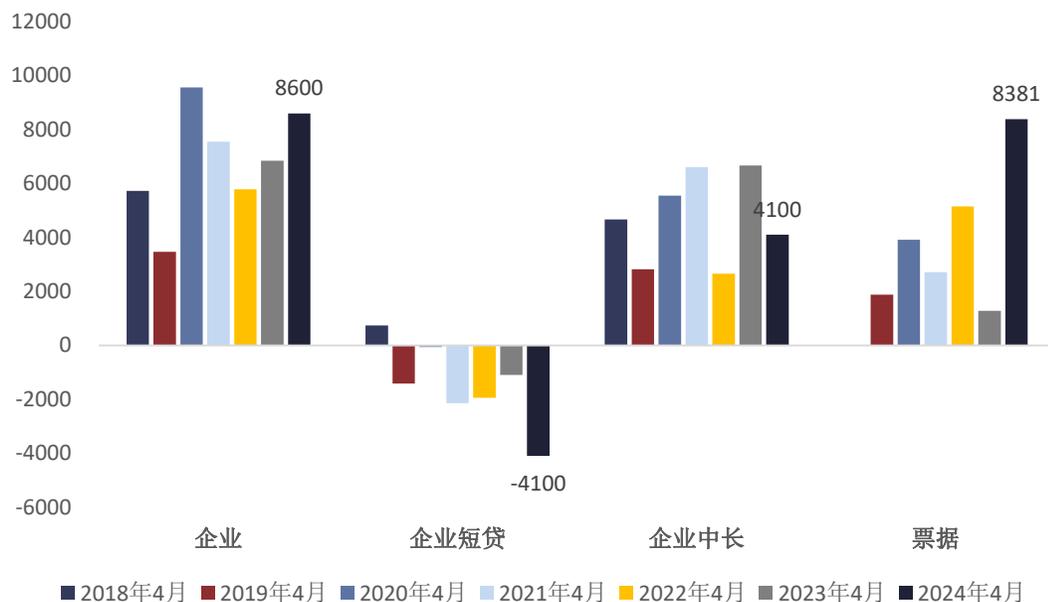
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01 长、短期因素共致社融减少

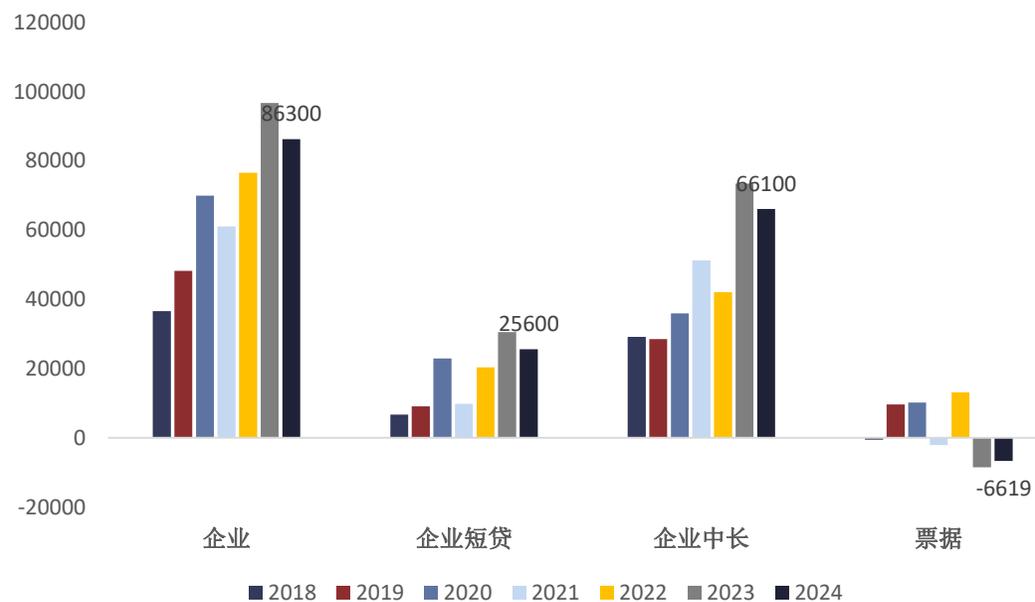
信贷方面,

- 企业端, 4月企(事)业单位贷款增加8600亿元, 同比多增约1761亿元, 其中, 短期贷款减少4100亿元, 同比多减约3001亿元, 中长期贷款增加4100亿元, 同比少增约2569亿元, 票据融资增加8381亿元, 同比多增约7101亿元。
- 企业部门信贷结构的明显分化主要有以下原因: 短贷方面, 单月减少且同比多减可能受监管部门治理资金空转套利的影响, 不排除企业提前偿还贷款以纠正此前“低贷高存”的行为; 中长贷方面, 第一目前需求不足的制约仍存, 企业也不具备加大投融资的信心。第二, 今年以来政府债券发行节奏偏慢, 基建及三大工程落地速度不快, 对于企业中长贷的撬动没有那么明显。而票据融资的多增可能是银行用来对冲企业短贷的减少, 由此形成了突出的票据冲量特征。

企业新增人民币贷款-单月



企业新增人民币贷款-累计



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01 长、短期因素共致社融减少

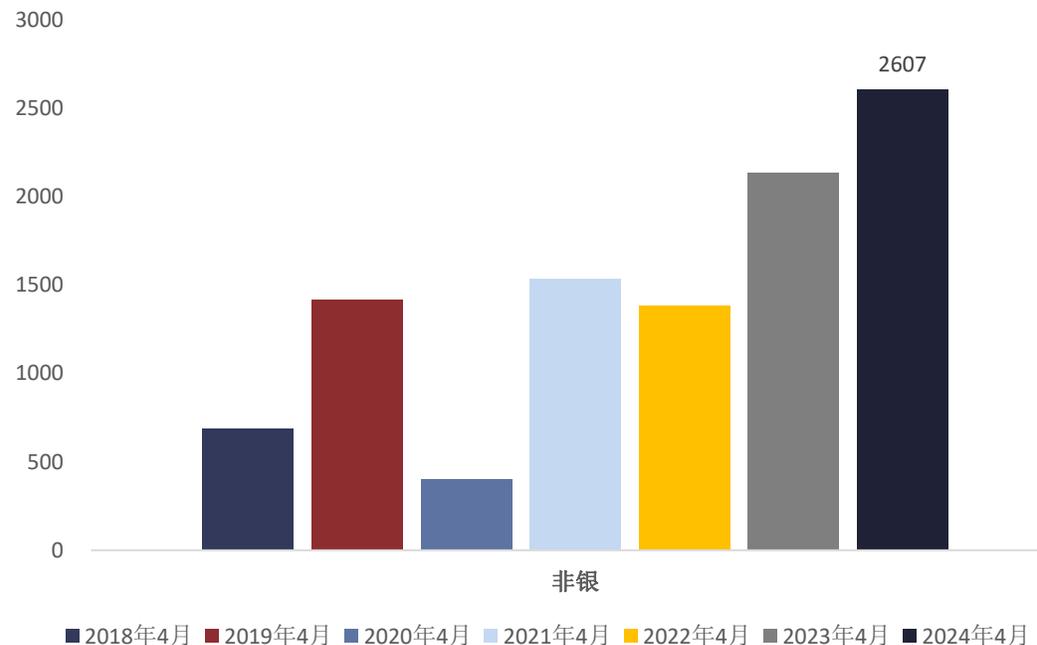
信贷方面，

➤ 非银贷款同比多增。本月非银贷款增加2607亿元，同比多增约473亿元。4月非银新增贷款是信贷另一同比多增的分项，对于整体信贷再次转为正向贡献，也部分造成了社融口径贷款与人民币贷款口径数据的差距。

非银贷款当月新增



非银贷款4月新增



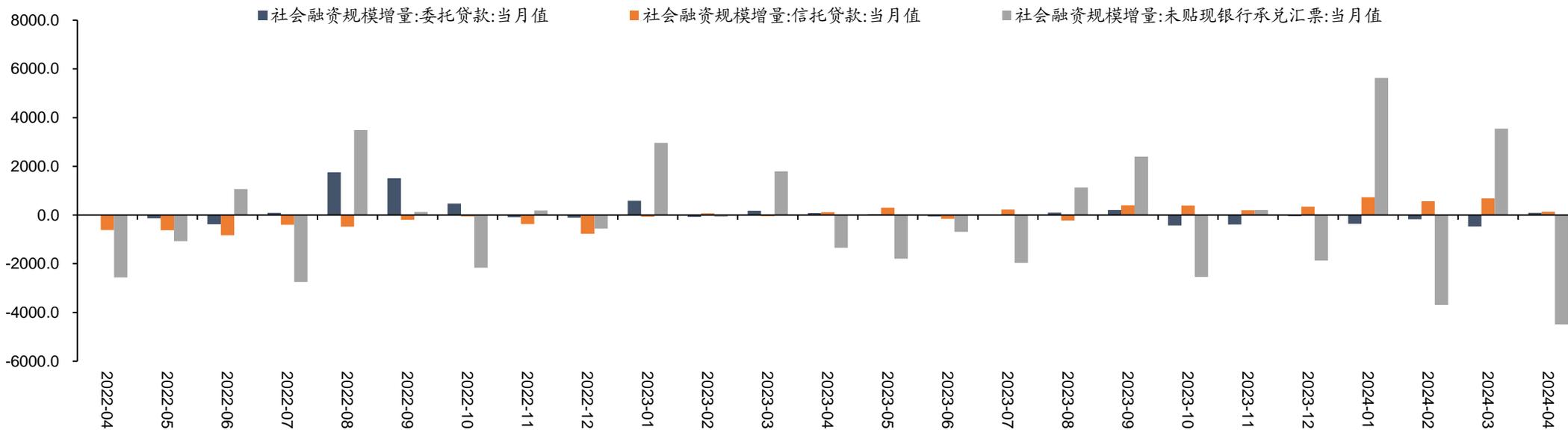
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01 长、短期因素共致社融减少

表外融资方面，

➤ 未贴现银行承兑汇票因票据贴现而大幅减少。4月未贴现银行承兑汇票减少4486亿元，同比多减3141亿元，与票据融资的同比多增相对应，反映出表外票据被银行贴现至表内以稳定信贷总额；信托贷款增加142亿元，委托贷款增加90亿元。

表外融资新增规模



数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

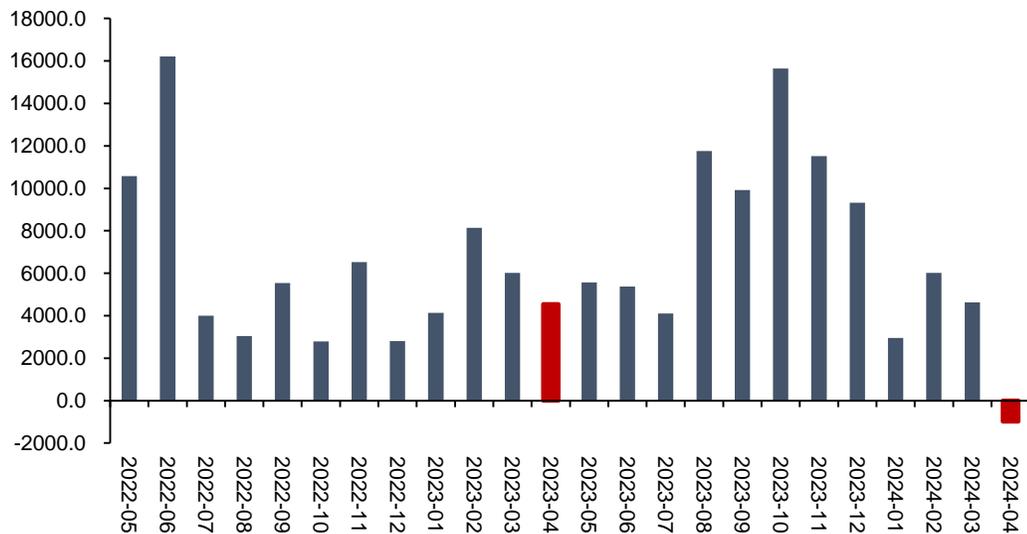
01 长、短期因素共致社融减少

直接融资方面，

- **政府债券方面**，4月政府债减少984亿元，同比少增5532亿元，是本月社融的拖累之一。今年以来政府债券的发行节奏偏慢，或受去年增发万亿国债的影响，这点也引起相关部门的关注。4月23日发改委指出已“完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作”，4月末政治局会议指出“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”，后续政府债券对社融的拖累或将减弱。
- **企业债券方面**，4月企业债增加493亿元，同比少增2447亿元。其中城投净融资的缺口明显扩大，地方化债背景下城投发债融资相应受制。

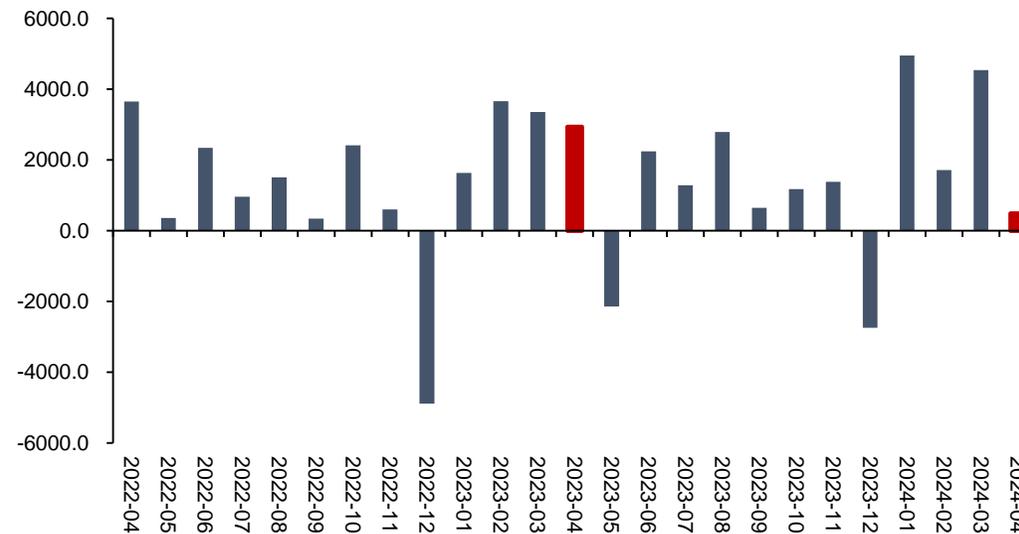
政府债券融资

社会融资规模增量:政府债券:当月值 亿元



企业债券融资

社会融资规模增量:企业债券融资:当月值 亿元

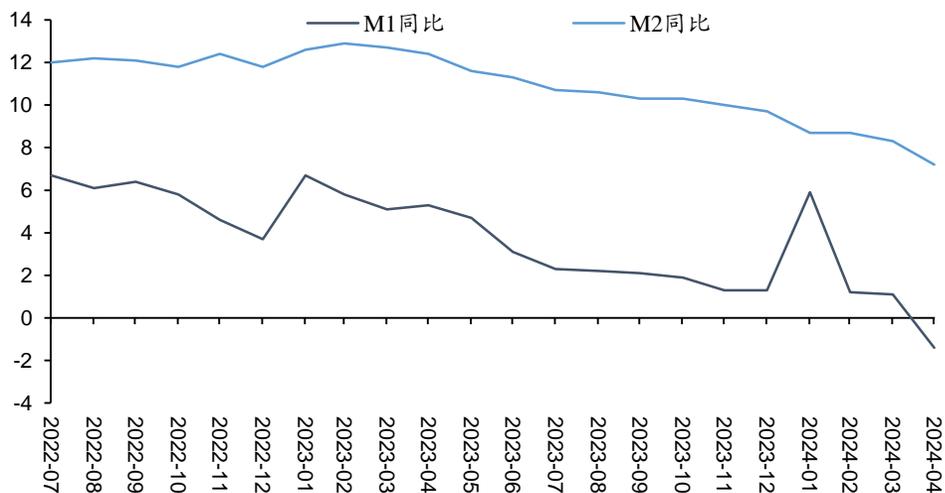


数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

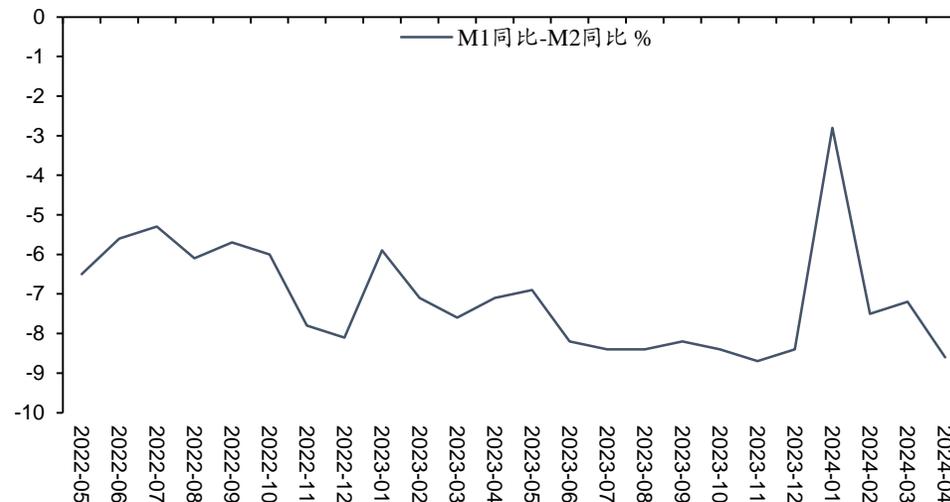
02 M1同比少见转负，M2同比突破新低

- 4月M1同比-1.4%，较前值回落2.5个百分点，少见地在春节之外的月份转为负增长。对此除国内经济复苏基础仍待巩固这一既存逻辑之外，4月还存在新因素的扰动。4月中上旬市场利率定价自律机制发布倡议文件，要求银行业金融机构禁止通过手工补息的方式高息揽储，银行应展开自查并于2024年4月底前完成整改，存款的吸引力下降。叠加防资金空转治理对“低贷高存”的限制，企业短期存款可能被用来偿还贷款。
- 4月M2同比7.2%，前值8.3%，低于市场预期且创下了该数据有统计以来的最低值。广义流动性增长放缓可能源于以下因素：一则，4月对银行高息揽储的治理可能驱动存款向金融市场分流。随银行下调存款利息，私人部门的存款可能转为金融投资，而部分金融产品的投资未必会在M2的统计中得到体现。二则，信贷小幅多增，派生存款有限；三则，财政支出助力基建落地的节奏较缓，资金由政府部门流向私人部门从而拉动M2同比的作用有限。
- 从存款数据上来看，4月人民币存款减少3.92万亿元，同比少增约3.46万亿。其中住户存款减少1.85万亿，非金融企业存款减少1.87万亿，财政性存款增加981亿元，非银存款减少3300亿元。

M1、M2同比



M1-M2同比



数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

03 阶段性调整并不对应长期趋势

- 4月金融数据存在多个“出人意料”之处，但对此应保有一定理性，短期的扰动性因素对于本月数据的影响举足轻重，而阶段性的调整并不对应长期趋势。一方面，4月不少宏观数据已经披露，反映出较为温和的修复势头，未像金融数据如此偏离预期且变动罕见，因此金融数据的表现有其特有因素的驱动；另一方面，4月相关核算方式的调整以及对于补息、套利行为的规范治理客观而言也在逐渐挤出金融数据的虚增部分，短期内数值的下降难以避免。央行在一季度货币政策执行报告讨论了信贷增长与经济高质量发展的关系，指出“我国信贷总量已从过去两位数以上的较高增速放缓至个位数，但这并不意味着金融支持实体经济力度减弱”，“要科学认识信贷增长和经济增长的关系，转变片面追求规模的传统思维”，也给出了一定暗示。向后看，金融数据预计将有所企稳。一方面政府债发行相关的拖累将减轻，对私人部门融资的撬动也有望增强；另一方面从其他宏观数据透露的积极信号来看，国内经济修复向好的势头延续，这也意味着实体经济融资需求将逐步恢复。此外结构上来看，央行在一季度报告中指出“信贷投放归根结底应与经济高质量发展的需要相适配”，后续金融资源可能会向科技创新、绿色发展、普惠小微等领域倾斜。

风险提示：

- 政策落地不及预期。
- 实体部门信心修复不及预期。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证和证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。