

2024年05月12日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

社融数据为何转负？

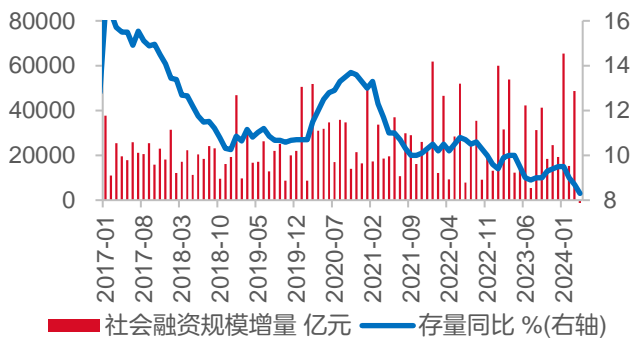
——国内观察：2024年4月金融数据

投资要点

- **事件：**5月11日，央行发布2024年4月金融数据。4月M2同比7.2%，前值8.3%，M1同比-1.4%，前值1.1%。新增人民币贷款7300亿元，同比多增112亿元。社会融资规模减少1987亿元，同比多减1.4万亿元。社融存量增速为8.3%，前值8.7%。
- **核心观点：**单月社融为2005年10月以来首次负增长，M1增速转负，M2也降至历史低位，与PMI、进出口以及4月以来的高频数据有明显的背离和偏差。内需虽然仍然不足，但也并未像金融数据表观上反映的这么差。从中短期的来看，“挤水分”影响具有一定的持续性，年内需要更理性看待金融数据。不过，货币增速回落进一步显现出调整利率的必要性。后续关注房地产新一轮限购政策放开后的效果以及是否会有进一步的增量政策；另外一点是财政发力的节奏，从发改委此前的表述以及政治局会议的提法来看，项目筛选后政府债券发行节奏可能会加快，配套的降准可能即将而至。此外，从更长期来看，未来可能需要淡化信贷总量的增速，匹配一季度货币政策执行报告中指出的“信贷增长与经济高质量发展的关系”，更多强调满足有效融资需求的效率。
- **表内“挤水分”影响贷款增速。**1) 统计局对金融业增加值季度核算方法调整。由主要参考存贷款余额同比增速进行推算，调整为主要参考银行利润指标。往后看，存贷款冲量的虚增部分可能会减少，或主要体现在增量上，这一影响从同比的角度来看至少会持续到今年年末。2) 手工补息的整改。此前手工补息被用作高息揽储，可能存在低贷高存的现象，或在一定程度上造成资金空转，也不利于存款利率调降的效果传导。前期违规的存贷款违规的增量可能会被纠正，从环比的角度来看，可能会对近几个月的金融数据形成扰动。
- **除信贷外，政府债、企业债以及非标融资同步走弱，使社融波动加大。**
 - 1) 政府债发行节奏偏慢影响社融，但后续仍可期待。今年4月新增地方政府专项债发行833亿元，去年同期为2648亿元；从累计来看，今年前4月累计发行7224亿元，完成进度18.52%，去年同期累计发行16216亿元，完成进度41.05%。发行错位对社融的影响较大。另外社融口径下4月政府债券融资净减少984亿元，较3月的增加4626亿元大幅减少。政治局会议提出，“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”，此前发改委也表示已联合财政部完成地方政府专项债项目筛选工作。往后看，专项债发行有望提速，特别国债发行可能会加快落地，预计全年对社融的支撑力度逐步加强。
 - 2) 城投债影响企业债净融资。从Wind口径来看，城投债4月净融资额-1079亿元，较3月的-271亿元明显回落，或是影响4月社融口径下企业债券融资回落的主要原因。
 - 3) 非标融资略超季节性的减少。历年来看，非标融资4月往往呈现出季节性减少，但净减少4486亿元超季节性，主要拖累来自于未贴现银行承兑汇票，委托贷款及信托贷款相对稳定。主因方面可能是表内票据融资短期高增，对新增未贴现银行承兑汇票有一定替代作用。
- **信贷结构上，支撑主要来自于企业票据融资。**企业贷款方面，略强于去年，主要支撑来自于票据融资（+8381亿元），中长期贷款（+4100亿元）上绝对值不高，也弱于去年，可能受政府发力放缓下的配套融资需求回落影响。居民短贷（-3518亿元）及中长期贷款（-1666亿元）均减少。假期服务消费的走强，可能并不代表整体消费的走强；中长期贷款再次负增，反映4月地产销售层面仍弱，与30城销售数据相印证，新一轮限购政策放开的效果尚需时日。

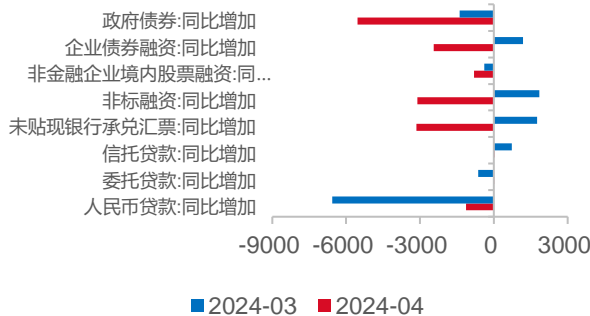
- **M2增速降至历史低位，M1增速重回负增长。**M2回落可能主因社融、贷款回落下，存款派生的减少，此外理财规模的增长（不体现在M2中），以及手工补息的整改亦或有影响。M1增速再次收缩，实体经济活力仍处低位，这也反映出仍需政策加力。
- **风险提示：稳增长政策落地不及预期；房地产、地方政府债务风险处置不及预期。**

图1 新增社融规模及存量同比, 亿元, %



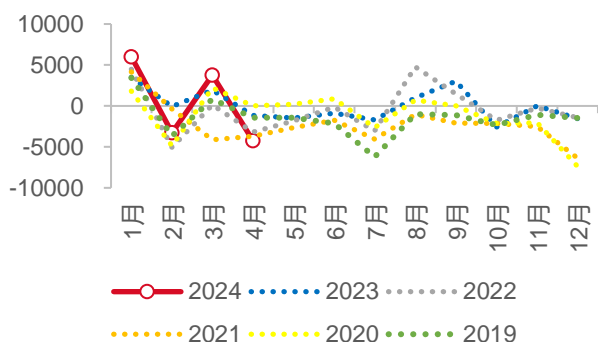
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 4/3月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元



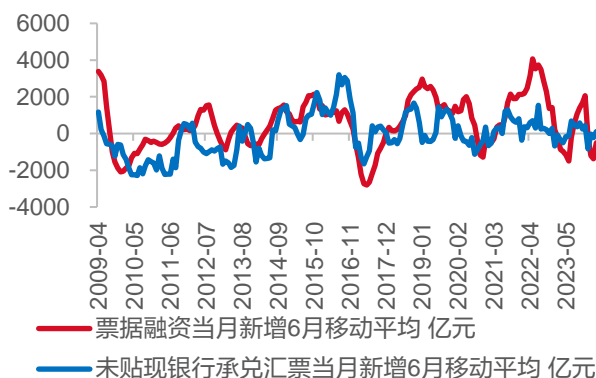
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图3 非标融资季节性规律, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

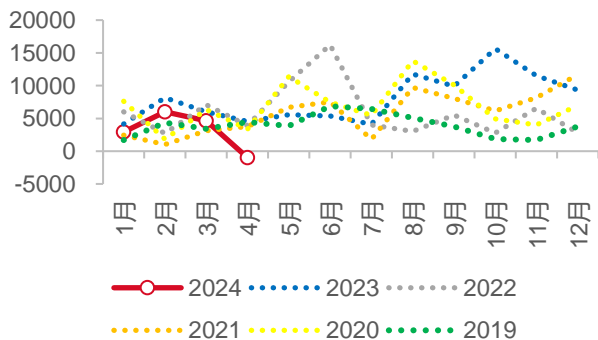
图4 票据融资与未贴现银行承兑汇票 6月移动平均, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

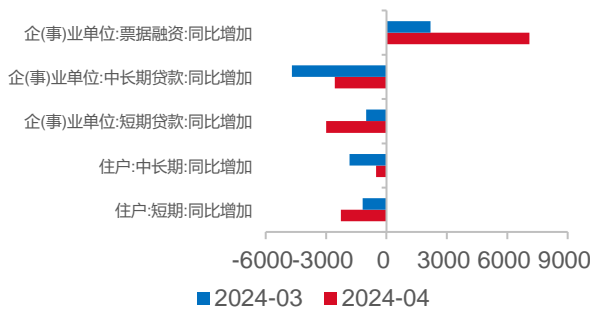
注: 未贴现银行承兑汇票做逆序表示, 即正值为减少, 负值为增加

图5 政府债券融资季节性规律, 亿元



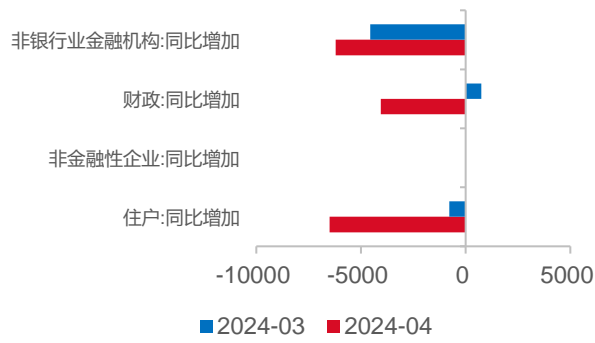
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图6 4/3月人民币贷款同比多增结构, 亿元



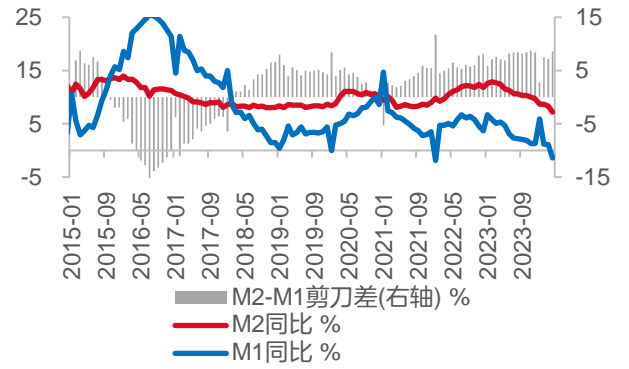
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图7 4/3月存款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图8 M2与M1同比及剪刀差, %, %



资料来源: 央行, 东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089