

物价与金融数据无须过度担忧

——4 月金融物价数据点评

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

事件：

5 月 11 日，国家统计局与央行分别公布 4 月物价、金融数据，引发市场关注。我们认为，对 4 月物价和金融数据无须过度担忧。

事件点评

➤ CPI 有所改善，PPI 受黑色系影响

季节性调整后，4 月核心 CPI 和服务业 CPI 环比增速分别为 1.7%、2.0%（前值-1.3%、-3.9%），均较上月出现明显反弹，很可能意味着 4 月总需求和增长尚可，经济仍在平稳复苏。PPI 环比弱于预期主要受煤炭、钢铁等品类的拖累。有关品种在 4 月份先有所下跌，然后出现了反弹，并在 5 月持续反弹。这导致了 4 月平均价格低于 3 月，对 PPI 环比造成了一些负面影响。

➤ PPI 与宏观经济关系淡化，无须过虑

我们认为无须对 PPI 低于预期过度担忧（同比-2.5%，wind 一致预期-2.3%）。一方面，地产链仍然偏弱早已被市场充分定价，而我们此前的研究表明伴随着中国经济迎来以资本支出为驱动力的新周期，经济对地产链依赖度降低，和 PPI 和大宗商品价格的相关性也明显弱化。即使 PPI 稍弱一些，也不能说明经济基本面有问题。另一方面，即使从黑色系有关价格的表现来看，也已经出现了一定程度的修复和反弹。

➤ 社融偏弱与短期特殊因素有关，后续可能改善

这些因素包括 1) 广义财政发力不足，影响政府债券、企业债券（融资平台发债）和企业中长期贷款（基建配套融资）；2) 叫停手工补息和防止空转的一些措施可能影响了居民和企业的短期贷款和承兑汇票的发行。3) 地产持续低迷继续影响居民和企业中长期贷款，但是这一现象已经持续了很长时间。展望未来，政治局会议部署财政发力可期，打击套利的活动结束后，相关扰动也会自动消失。

➤ 新旧动能转化也意味着 GDP 的信贷密度下降

对金融数据无须过虑的更重要的原因是新旧动能转换之际，同样的 GDP 增长确实需要更少的社融增长。上述现象在 90 年代末期国企大出清后制造业投资回升之际出现过，在上一轮供给侧改革之后制造业投资走强之际也出现过。目前，社融和经济基本面也已经有一段时间的背离。一个重要的解释是，资本支出中自有资金比较多，但是房地产投资主要靠杠杆。

➤ 工业部门的信贷需求仍然维持较快增长

从一季度工业部门中长期贷款存量增速来看，同比仍维持在 20% 以上的水平。这意味着剔除融资平台、地产公司的一般企业信贷需求仍然旺盛——和我们的观点资本支出推动新周期保持一致。实际上，M1 增速较差很可能也与地产与城投公司融资增速较弱，地产销售偏低迷有关（当然也受到社融整体放缓的影响）；如果有单独针对实体企业的 M1 统计，其增速可能也并不低。

风险提示：经济、政策与预期不一致，外需和地缘政治发生不利变化。

相关报告

- 1、《鲍威尔放偏鸽信号：加息不太可能：——美联储 5 月议息会议点评》2024. 05. 03
- 2、《逆周期调节政策和经济改革都值得期待：——4 月政治局会议点评》2024. 04. 30

正文目录

1. 价格数据无须过虑	3
1.1 CPI 有所改善	3
1.2 PPI 与宏观经济关系淡化, 无须过虑	3
2. 金融数据无须过度担忧	5
2.1 一些特殊因素导致 4 月社融偏弱	5
2.2 新旧动能转化导致社融和经济之间的关系发生变化	6
2.3 货币供应放缓下滑不足为奇	7
3. 风险提示	8

图表目录

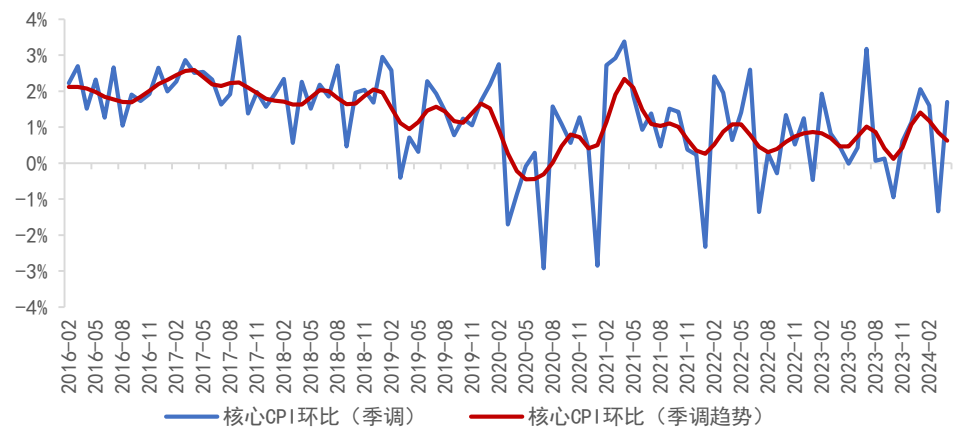
图表 1: 核心 CPI 环比 (季调)	3
图表 2: 服务业 CPI 环比 (季调)	3
图表 3: 钢材综合价格指数	4
图表 4: 焦煤期货结算价 (活跃合约)	4
图表 5: 社会融资环比和同比	5
图表 6: 工业和制造业的中长期贷款余额同比	6
图表 7: 生产对货币刺激依赖下降 (1997-2003)	7
图表 8: 生产对货币刺激依赖下降 (2015-2023)	7
图表 9: 人民币信贷余额结构 (2021 年)	7
图表 10: 中国 GDP 支出法的构成 (2021 年)	7
图表 11: 服务业的中长期贷款余额同比	8

1. 价格数据无须过虑

1.1 CPI 有所改善

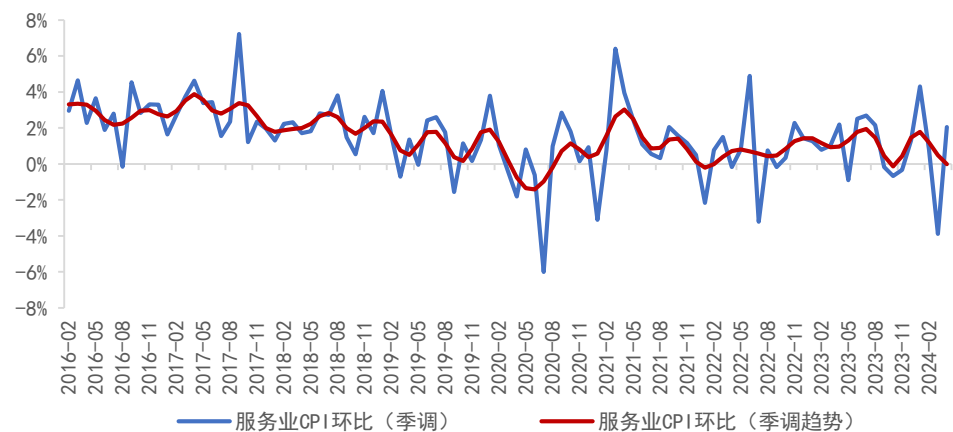
季节性调整后，4月核心CPI和服务业CPI环比增速分别为1.7%、2.0%（前值-1.3%、-3.9%），均较上月出现明显反弹。这当然有可能是对3月份价格数据偏弱的修正，也可能意味着4月总需求与经济增长表现尚可。

图表1：核心CPI环比（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：服务业CPI环比（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

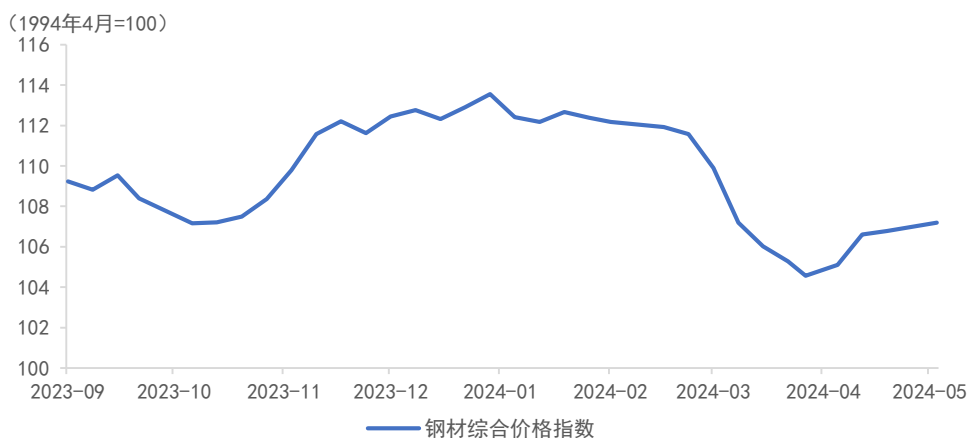
1.2 PPI 与宏观经济关系淡化，无须过虑

4月PPI同比下降2.5%，低于wind一致预期（-2.3%），我们认为主要是受到煤炭和钢铁相关品种的拖累。我们注意到，有关品种在4月份先有所下跌，然后出现了

反弹，并在 5 月持续反弹。这导致了 4 月平均价格低于 3 月，对 PPI 环比造成了一些负面影响。

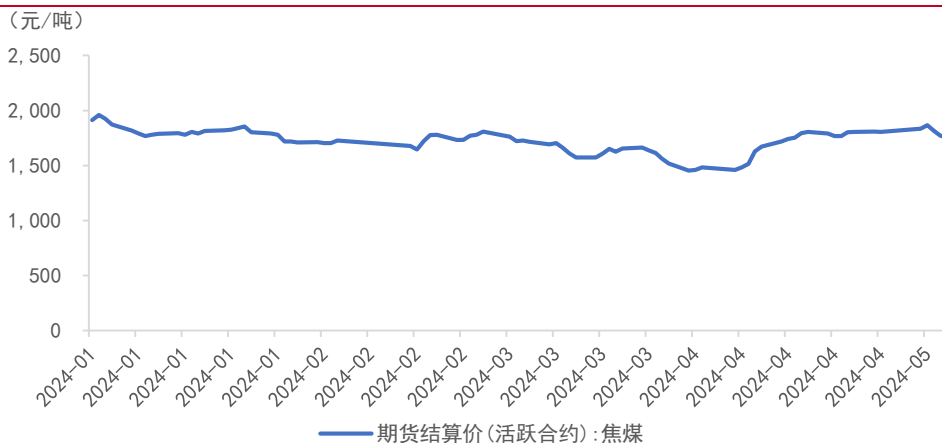
我们认为无须对 PPI 低于预期过度担忧。一方面，地产链仍然偏弱早已被市场充分定价，而中国经济迎来新周期意味着经济对地产链依赖度降低，和 PPI 的相关性也明显弱化。即使 PPI 稍弱一些，也不能说明经济基本面有问题。另一方面，即使从黑色系有关价格的表现来看，也已经出现了一定程度的修复和反弹。

图表3：钢材综合价格指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：焦煤期货结算价(活跃合约)

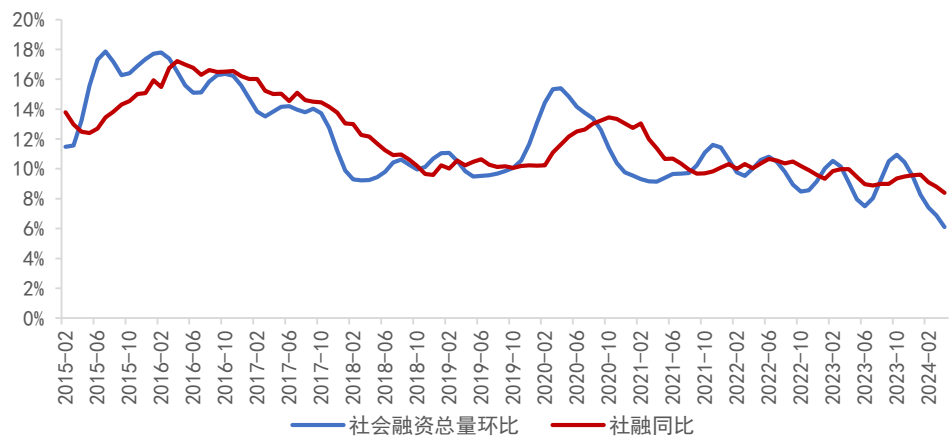


资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 金融数据无须过度担忧

4月金融数据整体低于预期，但是也无须过度担忧。一方面，4月社融偏弱有些特殊因素；另外一方面，社融和经济基本面的背离已经持续了一段时间。例如从10月以来，社融环比持续走弱，但是今年以来，经济数据整体反弹。我们认为这是经济新旧动能转化过程中的正常现象。

图表5：社会融资环比和同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

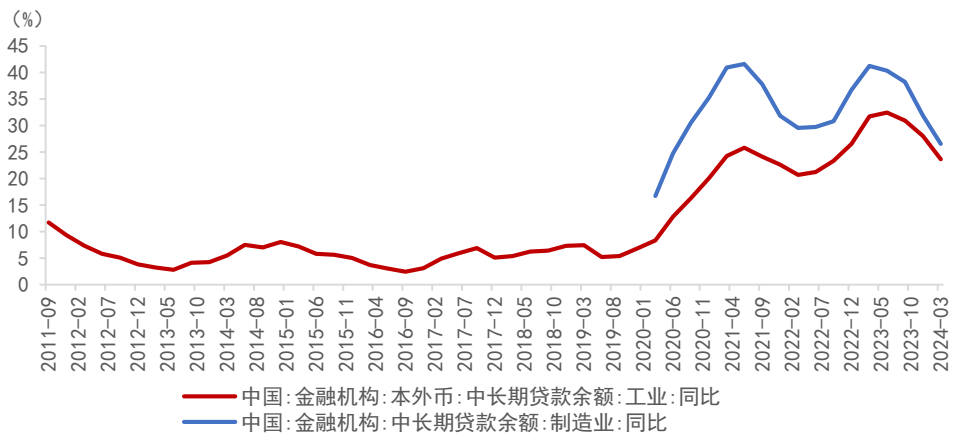
2.1 一些特殊因素导致4月社融偏弱

4月社融偏弱确实与一些特殊原因有关。从存量同比增速的角度来看，社融存量同比回落影响最大的是政府债券融资，以及承兑汇票；人民币贷款和企业债券融资只是稍偏弱一些。人民币贷款中，居民、企业短期贷款下降较多，居民、企业中长期贷款也有一定下滑，票据融资大幅反弹。

首先，政府债券、企业债券、和企业中长期贷款偏弱可能在一定程度上与财政政策发力不足有关。财政政策发力不足，政府债券发行偏弱；此外，对地方融资平台的限制也影响广义财政发力和企业债券发行，最终对政府债券和企业中长期融资构成负面影响。

但是真正的一般企业投资活动相关的工业中长期贷款存量增速仍然维持 20% 的高位增长，即使同比有一定下滑，与基数效应也有相当关系。

图表6：工业和制造业的中长期贷款余额同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

同时，按照政治局会议部署，后续财政会加力发挥，对总需求扩张起到促进作用，也会带动广义财政相关的社融增速企稳回升。

其次，叫停手工补息和防止空转的一些行为可能影响了居民和企业的短期贷款。一些套息的贷款（低价借、高价存）的行为可能终止，并带动一些还款的行为。由于空转减少，金融部门资产负债面临同步收缩的压力。银行或者增加了票据融资来支撑信贷额度。

同时，企业在融资条件较好的情况下，减少了承兑汇票的持有。

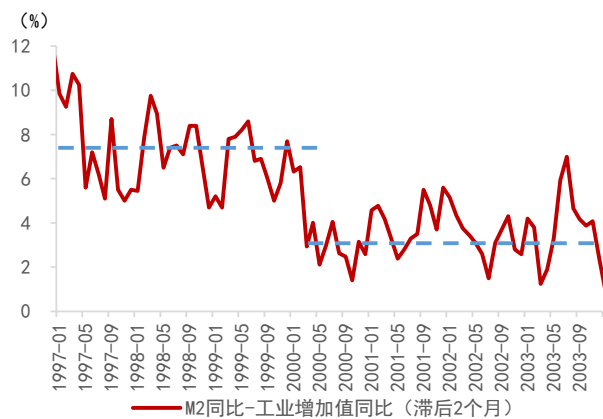
最后，地产部门仍然相对低迷影响了居民和企业的中长期贷款（包括对地产公司的贷款），当然，这个现象已经持续了相当长的时间。

2.2 新旧动能转化导致社融和经济之间的关系发生变化

另外一方面，在经济新旧动能转化之际，制造业等低杠杆部门替代高杠杆的房地产来支撑 GDP 与总需求之际，同样的经济增长需要的社融确实会更少一些。制造业投资中自有资金比较多，但是房地产投资主要靠杠杆。

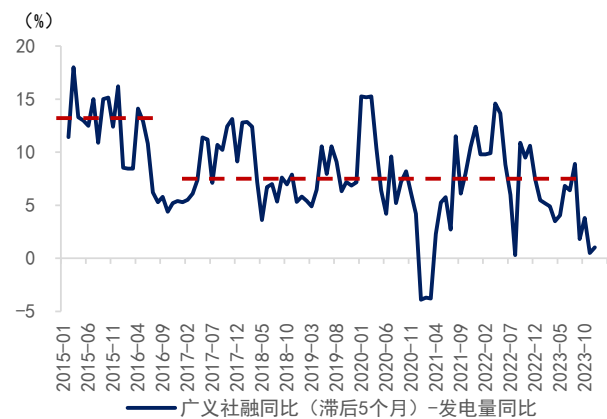
历史上，这种情况就出现过。从 2021 年的数据观察，制造业创造了 14.2% 的 GDP，只用了 9% 的信贷余额。但是房地产占用了超过四分之一的信贷余额，其投资只占 GDP 的不到 10%。

图表7：生产对货币刺激依赖下降（1997-2003）



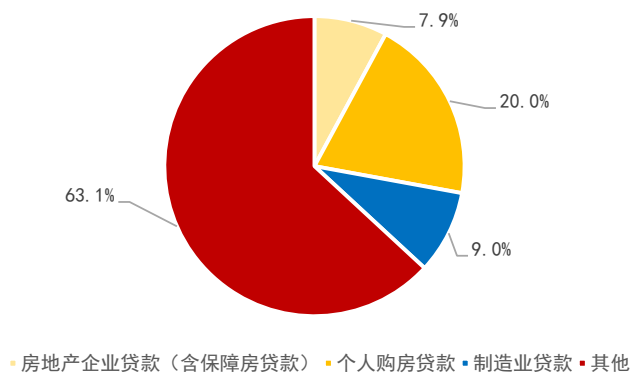
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：生产对货币刺激依赖下降（2015-2023）



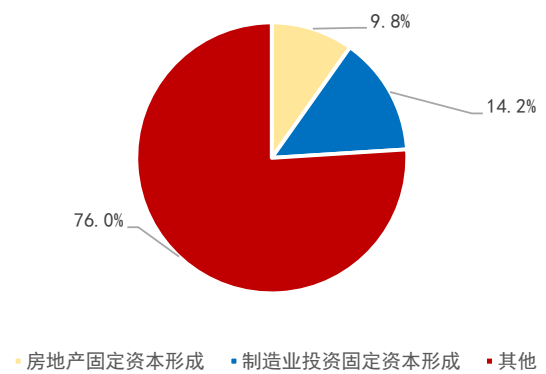
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：人民币信贷余额结构（2021年）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：中国 GDP 支出法的构成（2021年）



资料来源：Wind，国联证券研究所

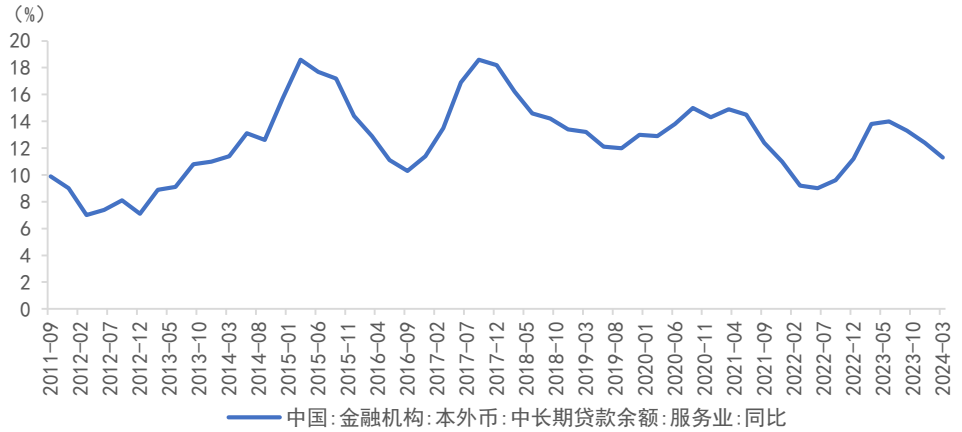
2.3 货币供应放缓下滑不足为奇

在这一背景下，M2 与 M1 增速下滑不足为奇。社融放缓（金融机构资产端放缓）肯定会导致负债端增速放缓，金融体系的主体是银行，而银行体系负债的主要部分就是 M2。而且，由于存款利率下行，不能排除一些存款转向理财、基金等其他投资品种，可能会导致 M2 进一步下降。

M1 又是 M2 的一部分。M2 增速下降本身就容易导致 M1 增速下降。企业部门活期存款一方面来自于企业借贷的资金，一方面来自于其他部门对企业部门的支付（当然也有企业部门的定期存款转化为活期，考虑到利率一直较低，这个情况我们暂时不考虑）。广义财政和地产低迷导致融资平台和地产商的借款不足，而财政发力不足和地产销售低迷也会导致政府和居民对企业部门的支付偏弱。

如果单纯考虑一般制造业和服务业部门，从其中长期贷款增速来看，应该景气程度仍然不错。如果有单独针对这个部门的 M1，我们认为其增速应该仍然不错。

图表11：服务业的中长期贷款余额同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

总体而言，金融数据偏弱值得关注，需要关注后续财政发力和资金空转整顿之后的表现，但是不宜过度担忧。

3. 风险提示

经济、政策与预期不一致，外需和地缘政治发生不利变化。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼