

4月金融数据点评：社融短期读数承压，长期或与高质量发展相适配



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



陈国文 研究助理
Email:chenguowen@lczq.com

投资要点：

社融单月新增负增长。4月新增社融-1987亿，同比少增1.4万亿，社融存量增速环比继续回落0.4个百分点至8.3%。结构上看，人民币贷款、政府债券、企业债券和未贴现银行承兑汇票同比大幅少增是主要拖累项。

信贷结构不佳。一是票据冲量支撑企业信贷。企业当月新增贷款8600亿，主因表内票据大幅同比多增，短期和中长期贷款则分别少增3001亿和2569亿。二是居民部门负增长，消费需求仍然不足。当月居民短贷和中长贷分别减少3158亿和1666亿，同比多减2263亿和510亿。三是信贷“挤水分”的扰动客观存在。一季度国家统计局对金融业增加值的季度核算方式进行了优化调整，从主要参考贷款余额改为更多参考银行利润表指标。调整后，过去信贷投放中虚增的水分被挤出，银行冲高存贷款压力缓解，需求偏弱下，银行可能会收缩短贷和中长贷比重而去投放票据。

存款大幅走低，M1、M2增速均回落。一是单位活存拖累M1增速。M1当月增速转负至-1.4%，主因单位活存降至-3.7%，央行在一季度货币政策报告中提到：“企业和居民的存款定期化趋势加剧。定期和活期存款比重已由2017年的“六四开”升至目前的“七三开。”居民、企业需求不足仍是资金活化程度偏低主因；二是M2增速创历史新低。M2当月增速下滑至7.2%，当月存款减少3.9万亿，居民、财政、企业、非银存款同比均少增。或指向禁止“手工补息”后，存款相对于理财产品的吸引力下降，理财对存款的替换明显加速，4月理财环比增加2.34万亿元。

短期承压，长期将与高质量发展相适配。4月新增社融转负，存量增速再创历史新低，一是债券融资方面，发债“空窗期”，专项债发行进度偏慢、城投债融资偏紧；二是信贷融资方面，禁止“手工补息”、信贷“挤水分”等影响因素集中释放，叠加有效需求不足。背后传递了“信贷增长已由供给约束转化为需求约束”的信号，并不意味着金融支持实体经济力度减弱。往前看，一是专项债、特别国债将在二季度逐步发力，为社融提供有效支撑；二是禁止“手工补息”强化了存款利率调整效果，稳定了银行负债成本，为后续降息留出空间。三是信贷“挤水分”后，货币信贷总量数据将更实，资金使用的效率也将更高，低效占用的信贷资源被盘活后，有利于更好的助力高质量发展。

风险提示：房地产等重点领域风险扩大；政府债发行不及预期。

相关报告

美国4月非农点评：劳动力市场超预期放缓

2024.05.07

美国一季度GDP点评：经济增长放缓、通胀反弹

2024.05.06

3月财政数据解读：中央支出继续发力，地方支出节奏待提升

2024.04.25

目 录

1. 社融：单月融资负增长.....	4
1.1 社融新增由正转负，存量增速环比走低.....	4
1.2 信贷、政府债、企业债均同比少增.....	4
2. 信贷：企业部门贷款结构不佳，居民部门转为负增长.....	6
2.1 企业部门票据冲量，居民部门再度出现净偿还.....	6
2.2 信贷数据转弱或更多映射金融支持质效的提升.....	8
3. M1、M2 增速均回落.....	9
3.1 禁止“手工补息”拖累存款规模.....	9
3.2 社融短期读数承压，长期或与高质量发展相适配.....	10
4. 风险提示.....	10

图目录

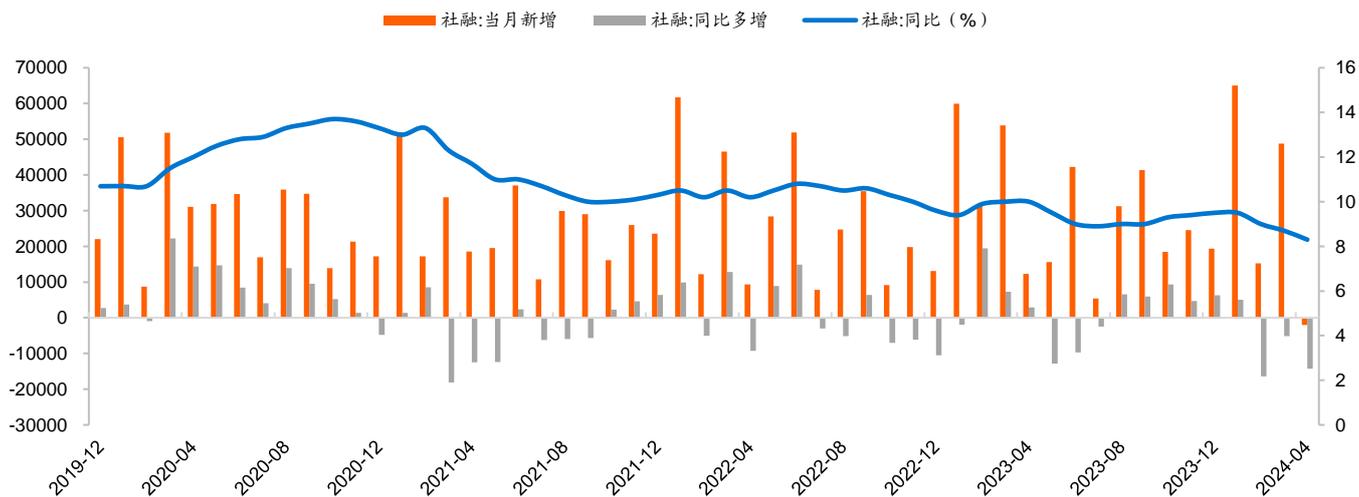
图 1	社融单月新增负增长 (亿元)	4
图 2	社融主要分项均有所回落 (亿元)	5
图 3	4 月票据贴现利率中枢下移	5
图 4	国债净融资同比少增	6
图 5	专项债发行节奏仍偏慢	6
图 6	城投债净融资同比少增	6
图 7	4 月城投债收益率	6
图 8	4 月新增人民币贷款 (亿元)	7
图 9	表内票据冲量同比多增 (亿元)	7
图 10	企业部门中长期贷款同比少增 (亿元)	8
图 11	企业部门短期贷款同比少增 (亿元)	8
图 12	30 大中城市商品房销售同比 (%)	8
图 13	居民部门中长期贷款同比少增 (亿元)	8
图 14	居民部门短期贷款同比少增 (亿元)	8
图 15	M1、M2 剪刀差走阔 (%)	9
图 16	企业、居民、财政、非银存款同比均少增 (亿元)	9
图 17	单位活存拖累 M1 增速 (%)	10

1. 社融：单月融资负增长

1.1 社融新增由正转负，存量增速环比走低

社融单月新增负增长。4月新增社融-1987亿，同比少增1.4万亿，社融存量增速环比继续回落0.4个百分点至8.3%。结构上看，人民币贷款、政府债券、企业债券和未贴现银行承兑汇票同比大幅少增是主要拖累项。

图1 社融单月新增负增长（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

1.2 信贷、政府债、企业债均同比少增

人民币贷款同比少增。4月社融口径新增人民币贷款3306亿，同比少增1125亿。或体现出两点信息：一是“信贷小月”供给端投放意愿或不弱。4月票据贴现（6M）利率中枢环比下行43bp至1.50%，回落幅度大于季节性，当月表内票据融资亦同比多增7101亿，或指向信贷统筹投放节奏背景下，信贷小月供给不弱。二是需求偏弱或是主因。一方面从长期需求来看，央行在一季度货币政策报告指出：“传统高度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。在这个过程中，信贷需求较前些年会出现“换挡”；另一方面从短期需求来看，4月初市场利率定价自律机制要求银行不得以任何形式向客户承诺或支付突破存款利率授权上限的贴息，部分低息贷款融资需求或受到影响。

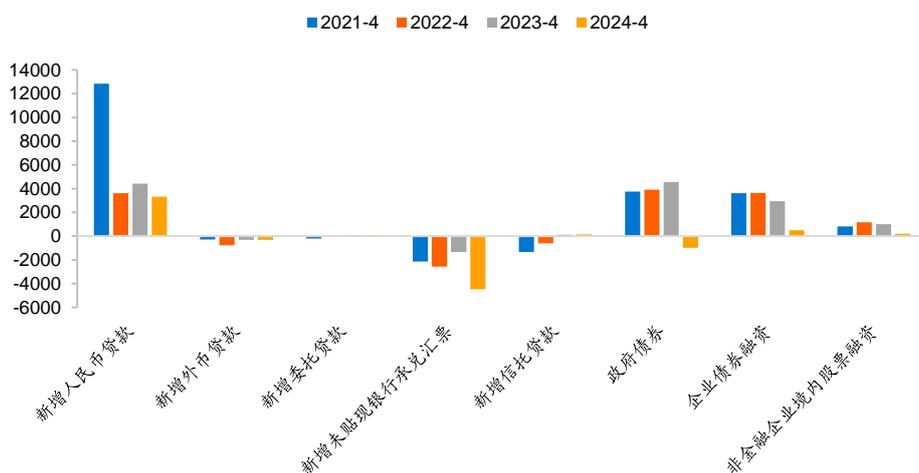
政府债券同比少增。政府债券当月新增-984亿，同比多增5532亿。一是受到期拖累明显，国债净融资转负。当月新发国债10850亿，同环比均有所上行，但受到当月国债到期偿还规模较大影响，国债净融资转负至-984亿，同比少增2817亿；二是专项债发行进度仍然偏慢。当月新增专项债发行883亿，同比少增1764亿。新增专项债发行偏慢或与新增专项债项目申报滞后以及规范专项债发行、严格项目审批有关。往前看，四月政治局会议提出“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”，预计政府债加速供给或将提振二季度社融增速。

企业债融资同比少增。企业债券当月新增493亿，同比少增2447亿。一是化债背景下城投债融资仍偏紧。城投债当月净融资-1079亿，同比多减2439亿。二是进一步映射出社融整体需求不足。城投债供给较少符合预期，但其他品种企业债供给并未多增，说明在低利率环境下企业融资意愿并未显著提升，即使信贷融资走弱，发债融资的替代效应仍不明显。一方面供给端企业发债意愿偏弱，供给不足；另一方面需求端银行、非银机构资金配置压力较大，需求明确；造成4月以来，债券市场“资产荒”现象持续演

绎。我们认为背后核心原因可能还是实体融资需求整体不足。

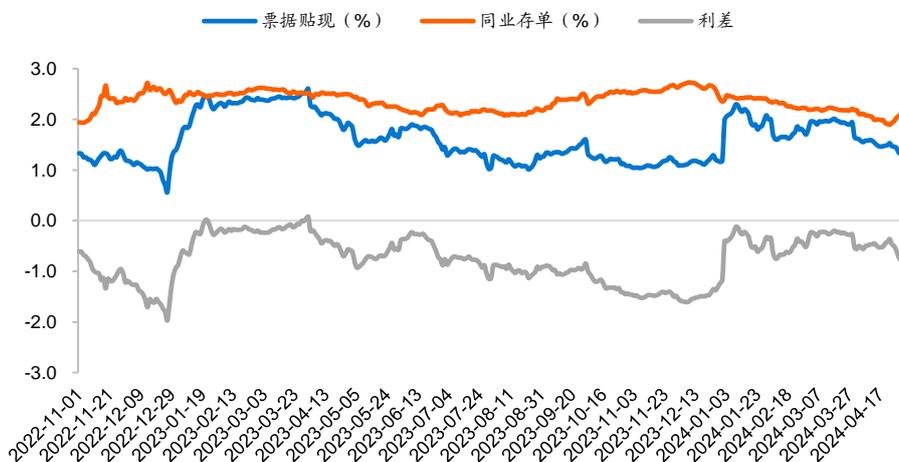
表外票据同比多减，其余分项波动不大。一是未贴现银行承兑汇票同比大幅多减。当月表外票据减少 4486 亿，同比多减 3141 亿，主因票据大量被贴现至表内；二是外币贷款同比小幅少减。当月新增外币贷款-310 亿，同比少减 9 亿，或与美元走弱、4 月进口数据回暖有关；三是信托、委托贷款均同比小幅少增。信托贷款、委托贷款当月分别新增 142 亿和 90 亿，同比分别多增 23 亿和 7 亿，整体波动较小。

图2 社融主要分项均有所回落（亿元）



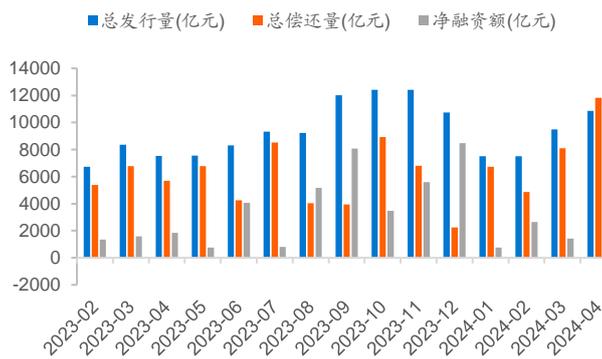
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 4月票据贴现利率中枢下移



资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 国债净融资同比少增



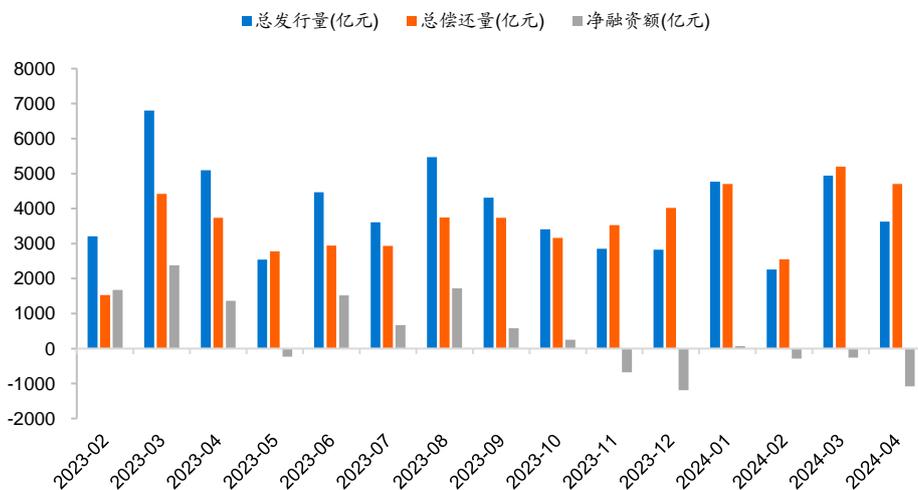
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图5 专项债发行节奏仍偏慢



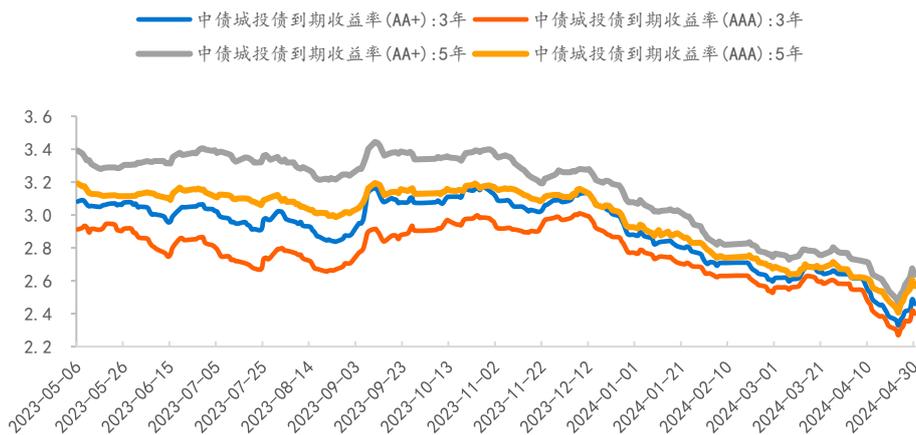
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图6 城投债净融资同比少增



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图7 4月城投债收益率



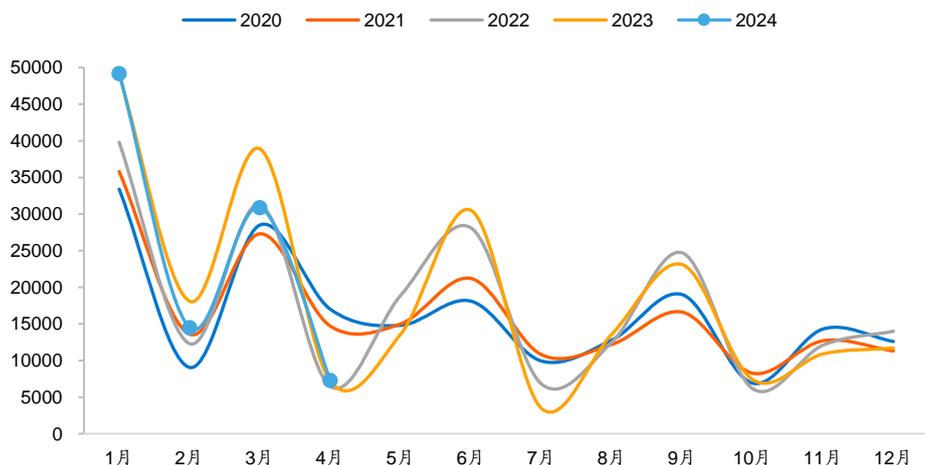
资料来源: Wind, 联储证券研究院

2. 信贷：企业部门贷款结构不佳，居民部门转为负增长

2.1 企业部门票据冲量，居民部门再度出现净偿还

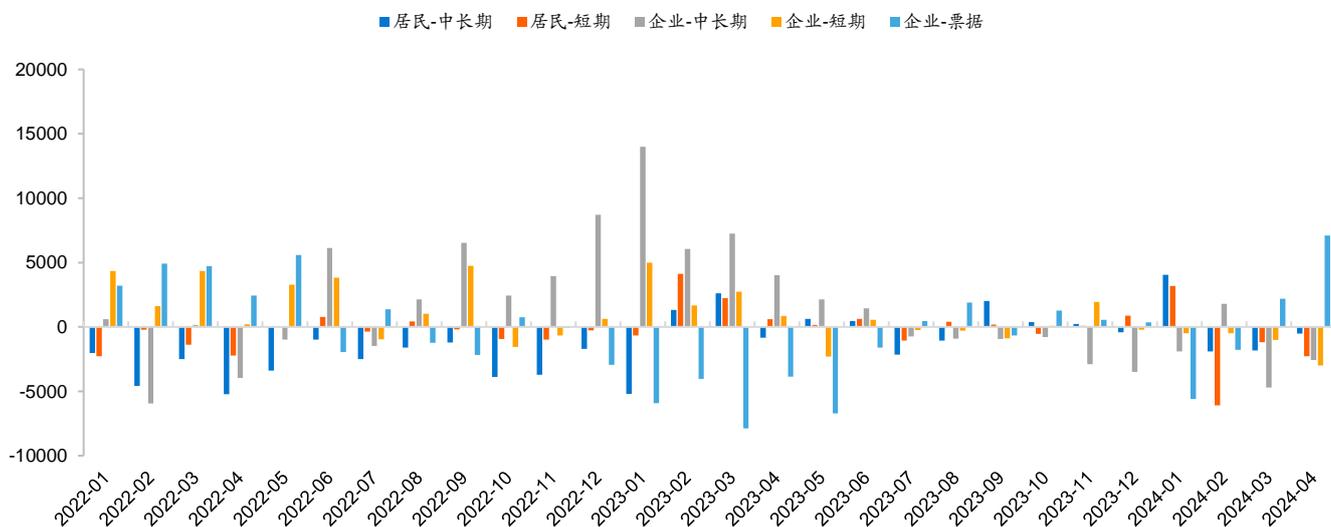
信贷结构不佳。一是票据冲量支撑企业信贷。企业部门当月新增贷款 8600 亿，主因表内票据大幅同比多增，短期和中长期贷款则分别少增 3001 亿和 2569 亿。二是**居民部门负增长，消费需求仍然不足。**当月居民部门短贷和中长贷分别减少 3158 亿和 1666 亿，同比多减 2263 亿和 510 亿。三是**信贷“挤水分”的扰动客观存在。**一季度，国家统计局对金融业增加值的季度核算方式进行了优化调整，从主要参考贷款余额改为更多参考银行的利润表指标。核算方法优化调整后，过去信贷投放中虚增的“水分”被挤出，银行冲高存贷款的压力缓解，叠加需求偏弱，银行可能会收缩短贷和中长贷的比率转而去投放票据。

图8 4月新增人民币贷款（亿元）



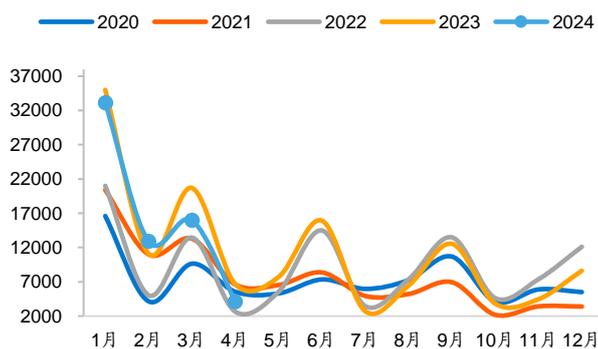
资料来源：Wind，联储证券研究院

图9 表内票据冲量同比多增（亿元）



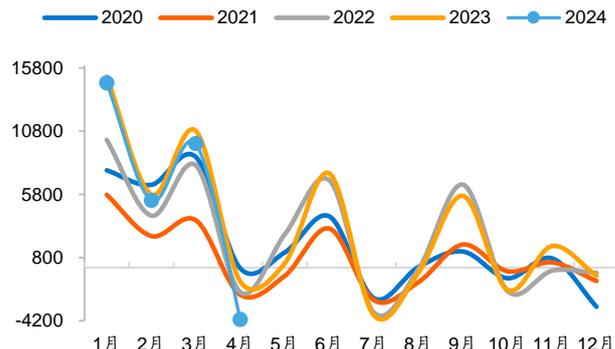
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 企业部门中长期贷款同比少增（亿元）



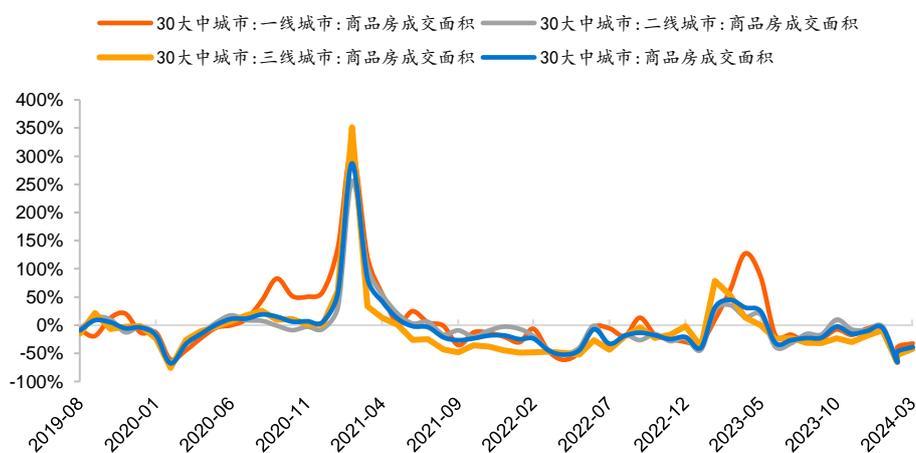
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 企业部门短期贷款同比少增（亿元）



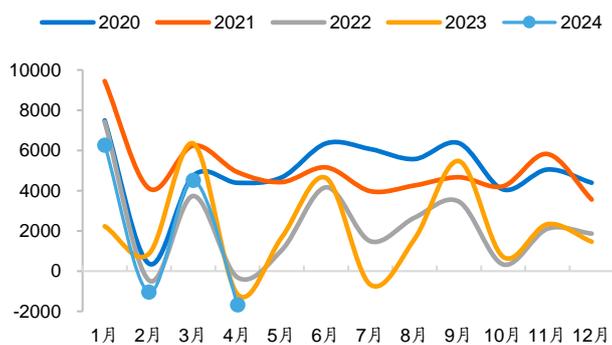
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 30大中城市商品房销售同比（%）



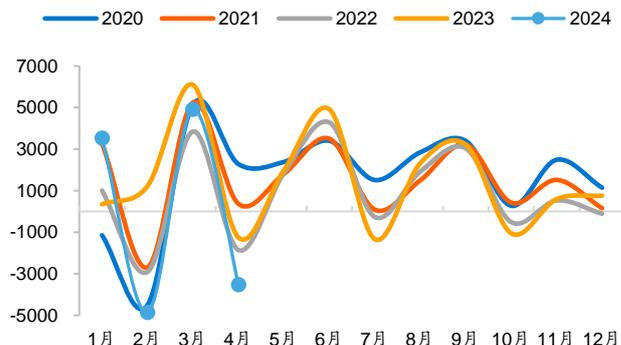
资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 居民部门中长期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图14 居民部门短期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

2.2 信贷数据转弱或更多映射金融支持质效的提升

信贷数据短期波动或不能清晰反应当前经济基本面全貌。“盘活存量、提升效能”背景下，要求信贷结构有增有减。信贷数据挤水分后产生的短期波动对经济基本面的解释度降低，所以信贷阶段性走弱，并不意味着金融支持实体经济力度减弱。

一是从央行表述来看，一季度货币政策报告中指出“近年来，随着我国经济转型升级和高质量发展，我国信贷增长与经济增长的关系区域弱化”、“一些省份贷款增长较快，但未有有效带动经济增长；还有一些省份以较低的信贷增长支持了较快的经济发展”。

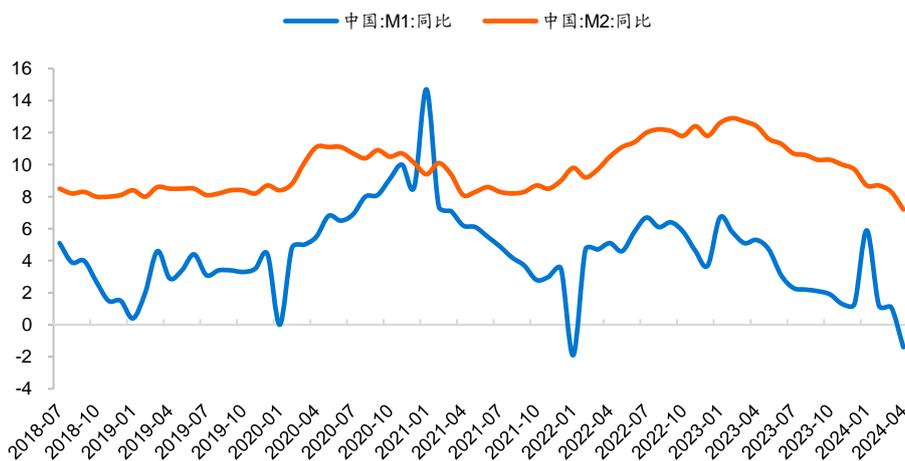
二是从数据表现来看，今年以来，一方面制造业 PMI 却重回荣枯线，并在 4 月延续扩张趋势；另一方面出口数据在 4 月也有所回暖，均与贷款余额增速从 2023 年底 10.6% 回落到 2024 年 4 月底 9.6% 相背离。

3. M1、M2 增速均回落

3.1 禁止“手工补息”拖累存款规模

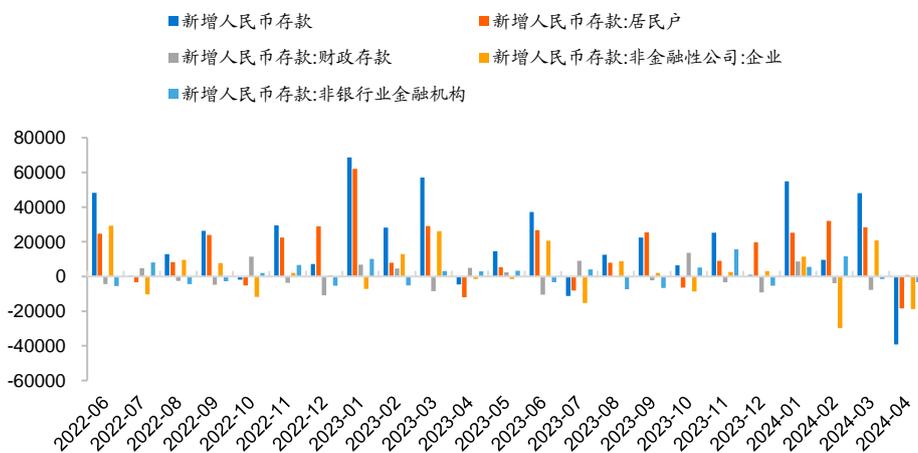
存款大幅走低，M1、M2 增速均回落。一是单位活存拖累 M1 增速。M1 当月增速环比下滑 2.6 个百分点转负至 -1.4%，主因单位活存续降 3 个百分点至 -3.7%，央行在一季度货政报告中提到：“企业和居民的存款定期化趋势加剧。定期和活期存款比重已由 2017 年的“六四开”升至目前的“七三开。”居民、企业需求不足仍是资金活化程度偏低主因；二是 M2 增速创历史新低。M2 当月增速环比下滑 1.1 个百分点至 7.2%，结合存款数据来看，当月存款减少 3.9 万亿，居民、财政、企业、非银存款同比分别少增 6500 亿、4047 亿、1.73 万亿和 6212 亿。或指向禁止“手工补息”后，存款相对于理财产品的吸引力下降，理财对存款的替换明显加速，普益标准数据显示，4 月理财环比增加 2.34 万亿元。

图15 M1、M2 剪刀差走阔 (%)



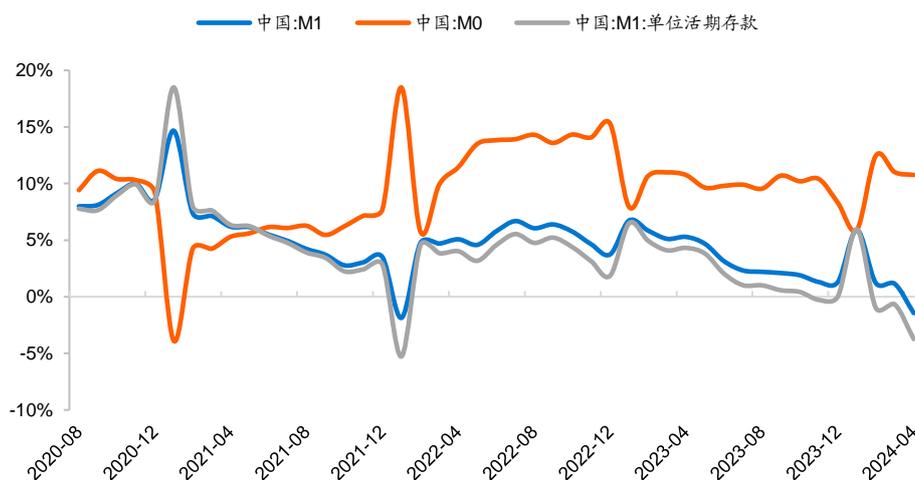
资料来源：Wind，联储证券研究院

图16 企业、居民、财政、非银存款同比均少增 (亿元)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图17 单位活存拖累 M1 增速 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

3.2 社融短期读数承压，长期或与高质量发展相适配

短期承压，长期将与高质量发展相适配。4月新增社融转负，存量增速再创历史新低，一是债券融资方面，发债“空窗期”，专项债发行进度偏慢、城投债融资偏紧；二是信贷融资方面，禁止“手工补息”、信贷“挤水分”等影响因素集中释放，叠加有效需求不足。背后传递了“信贷增长已由供给约束转化为需求约束”的信号，并不意味着金融支持实体经济力度减弱。往前看，一是专项债、特别国债将在二季度逐步发力，为社融提供有效支撑；二是禁止“手工补息”强化了存款利率调整效果，稳定了银行负债成本，为后续降息留出空间。三是信贷“挤水分”后，货币信贷总量数据将更实，资金使用的效率也将更高，低效占用的信贷资源被盘活后，有利于更好的助力高质量发展。

4. 风险提示

房地产等重点领域风险扩大；政府债发行不及预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000