

金融数据“挤水分”扰动社融增速

——4月社融数据点评



YONGXING SECURITIES

核心观点

事件：2024年5月11日，央行公布4月金融统计数据：4月末广义货币M2同比增长7.2%，低于前值1.1个百分点；狭义货币M1同比下降1.4%，增速回落2.5个百分点。

社融增速扰动背后或是信贷结构的优化升级。4月社融同比增速为8.3%，回落0.4个百分点；首先，政府融资有待发力。4月政府债券净融资发行为-937.00亿元，规模低于前值与上年同期水平，整体来看政府债券发行融资节奏稍显滞后；其次，4月企业债券净融资1,707.00亿元，同比少增1,233.00亿元；第三，4月新增非标融资减少4,257.00亿元，同比多减3,114.00亿元；第四，票据融资占信贷比重增加。4月人民币贷款增加7,300亿元，同比多增112亿元。从结构上来看，4月企业中长期贷款增加4,100亿元，同比变动-2,569亿元；企业短期贷款减少4,100亿元，同比多减3,001亿元；而票据融资增加8,381亿元，同比多增7,101亿元；从居民端来看，居民信贷有所收缩。

M1与M2增速放缓。4月M1同比增速为-1.40%，较前值降2.5个百分点；M2同比增速为7.20%，低于前值1.10个百分点。我们认为，M1与M2增速变动或反映了在我国经济结构调整、转型升级的背景下，信贷增长呈现出新变化。当前M1和M2增速回落主要受到金融业增加值季度核算方式优化调整、打击“手工补息”等事件影响。

投资建议

金融数据“挤水分”扰动社融增速。社融增速扰动背后或是信贷结构的优化升级，未来或更有利于提高资金使用效率和金融支持实体经济质效。我们认为，在季节性因素背后4月金融数据波动或基于以下两个方面：主要扰动项或在于金融数据“挤水分”。央行主管媒体《金融时报》在5月11日发文指出，国家统计局2024年一季度对金融业增加值的季度核算方式进行了优化调整，优化后的核算方式主要参考银行利润指标而非贷款余额。长期来看，新的核算方法或有利于缓解信贷总量的非理性波动以增加金融系统稳定性，有助于减少资金空转现象、提升资金周转效率，助力经济高质量发展。文章也指出“挤水分”短期或带来扰动，其影响“可能集中体现在二季度，且会在下半年持续产生影响”，叠加市场利率定价自律机制加强对“手工补息”高息揽储的监管，综合影响4月金融数据；另一方面，实体经济需求端仍然偏弱。央行在5月10日公布的《2024年第一季度中国货币政策执行报告》中指出，我国贷款主要服务于实体经济供给端和投资领域，其中中长期贷款近五成投向基建、房地产、制造业，在地产销售价量同比低位背景下，势必对金融数据形成拖累；而居民非住房消费贷款占比不足10%，同时“企业和居民的存款定期化趋势加剧”，或侧面反映出居民风险偏好有待边际调整，需求端尤其是消费仍有较大增长潜力。综上，我们认为短期债市维持震荡，大幅调整后仍是配置机会。

风险提示

地缘政治风险；美联储货币政策超调；海外经济增速不及预期；国内物价变化超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2024年06月04日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523080003

相关报告：

《美债收益率上行》

——2024年06月02日

《债券收益率曲线呈现“陡峭化”趋势》

——2024年05月24日

《地产新政可实现多重目标——地产新政点评》

——2024年05月19日

正文目录

1. 社融增速有所回落	3
2. M1 与 M2 增速放缓	4
3. 投资建议	5
4. 风险提示	6

图目录

图 1: 社融部分分项变动情况(亿元)	3
图 2: 居民部门与制造业融资需求(亿元)	3
图 3: 政府债发行进度	4
图 4: 企业债发行规模(亿元)	4
图 5: 非标融资(亿元)	4
图 6: 近 3 年政府债券及企业债发行(亿元)	4
图 7: M1、M2 同比涨跌幅(%)	5
图 8: 企业投资意愿(社融与 M2 同比增速差; %)	5
图 9: 新增人民币存款(亿元)	5

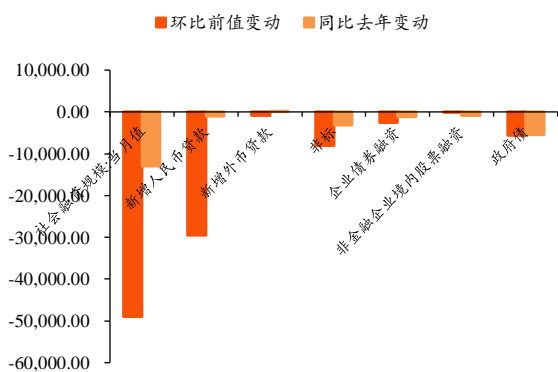
事件: 2024年5月11日, 央行公布4月金融统计数据: 4月末广义货币M2同比增长7.2%, 低于前值1.1个百分点; 狭义货币M1同比下降1.4%, 增速回落2.5个百分点。4月份社会融资规模存量同比增长8.3%。

1. 社融增速有所回落

社融增速扰动背后或是信贷结构的优化升级。4月社融同比增速为8.3%, 回落0.4个百分点; 3月新增社融-720.00亿元(初值为-1,987.00亿元), 是自2005年来首次转负; 2024年前四个月社会融资规模增量累计为12.73万亿元, 比上年同期少3.04万亿元。首先, 政府融资有待发力。4月政府债券净融资发行为-937.00亿元, 规模低于前值与上年同期水平, 整体来看政府债券发行融资节奏稍显滞后; 其次, 4月企业债券净融资1,707.00亿元, 同比少增1,233.00亿元; 第三, 4月新增非标融资减少4,257.00亿元, 同比多减3,114.00亿元, 其中, 委托贷款增加89.00亿元, 同比多增6.00亿元; 信托贷款增加142.00亿元, 同比多增23.00亿元; 未贴现的银行承兑汇票减少4,488.00亿元, 同比多减3,143.00亿元。

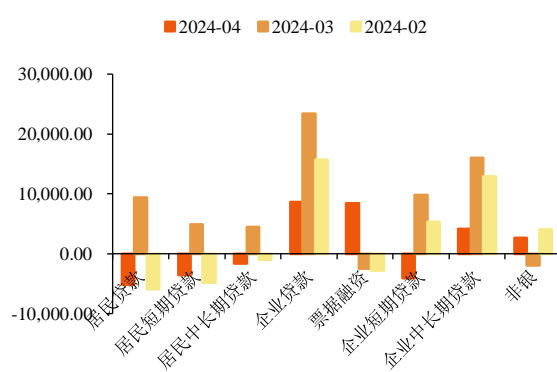
票据融资占信贷比重增加。4月人民币贷款增加7,300亿元, 同比多增112亿元。从结构上来看, 4月企业中长期贷款增加4,100亿元, 同比变动-2,569亿元; 企业短期贷款减少4,100亿元, 同比多减3,001亿元; 而票据融资增加8,381亿元, 同比多增7,101亿元, 总体4月企业贷款增加8,600万元, 同比多增1,761亿元; 从居民端来看, 居民信贷有所收缩: 4月居民贷款减少5,166亿元, 同比变动-2,755亿元, 其中, 居民短期和中长期贷款分别减少3,518.00亿元和1,666.00亿元, 同比变动-2,263.00和-510.00亿元。此外, 非银行业金融机构贷款增加2,607亿元, 同比多增473亿元。

图1:社融部分分项变动情况(亿元)



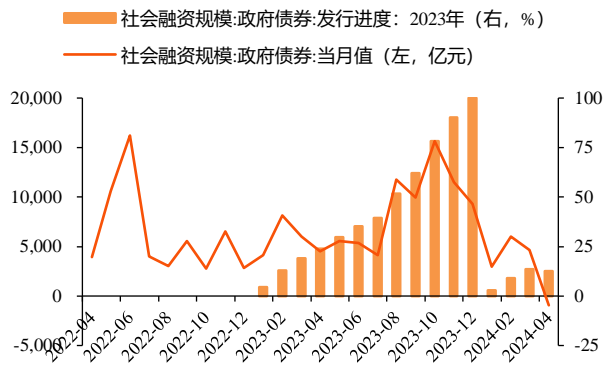
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:居民部门与制造业融资需求(亿元)



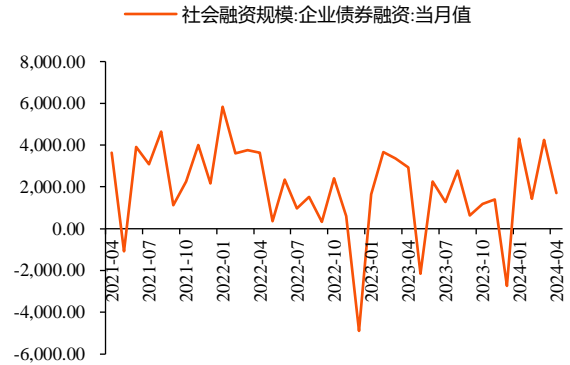
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:政府债发行进度



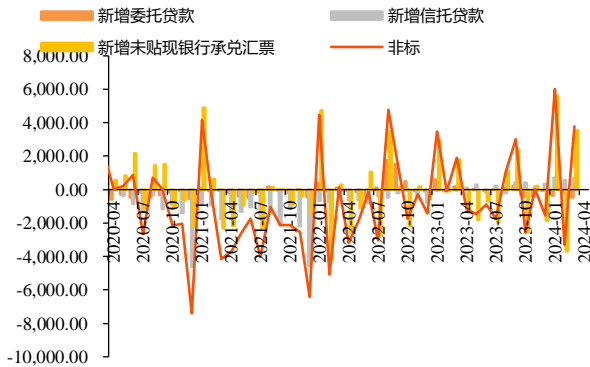
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:企业债发行规模(亿元)



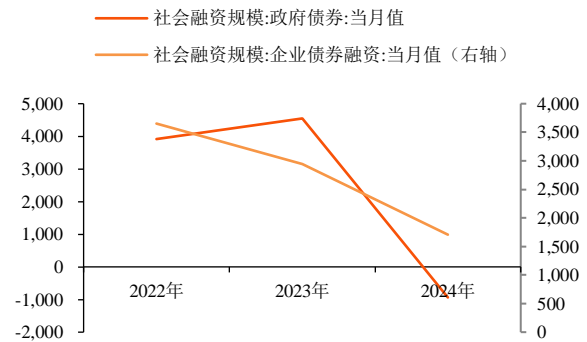
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:非标融资(亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:近3年政府债券及企业债发行(亿元)

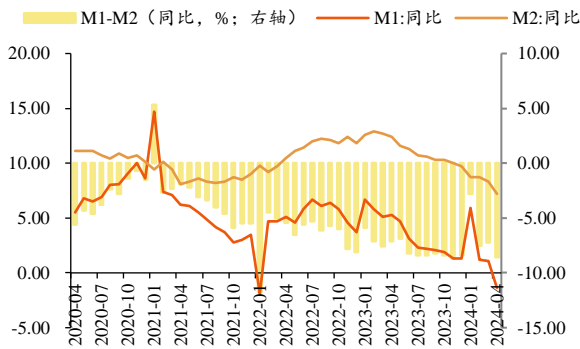


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

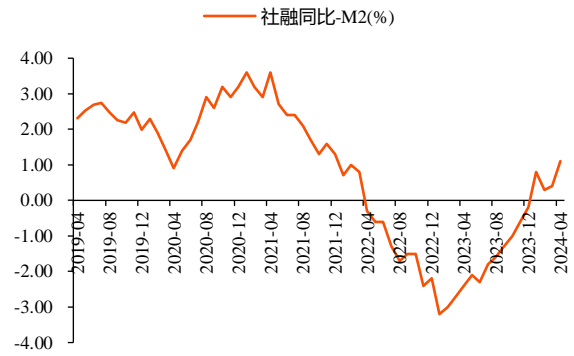
2. M1 与 M2 增速放缓

M1-M2 剪刀差绝对值走阔。4月M1同比增速为-1.40%，较前值降2.5个百分点；M2同比增速为7.20%，低于前值1.10个百分点。M2和M1增速剪刀差变动至-8.60 pct，绝对值走阔。我们认为，M1与M2增速变动或反映了在我国经济结构调整、转型升级的背景下，信贷增长呈现出新变化：正如央行指出，目前信贷投放存在边际效果递减、直接融资良性替代效应等，都会导致信贷与经济增长的相关性趋弱。所以当前M1和M2增速回落主要受到金融业增加值季度核算方式优化调整、打击“手工补息”等事件影响。

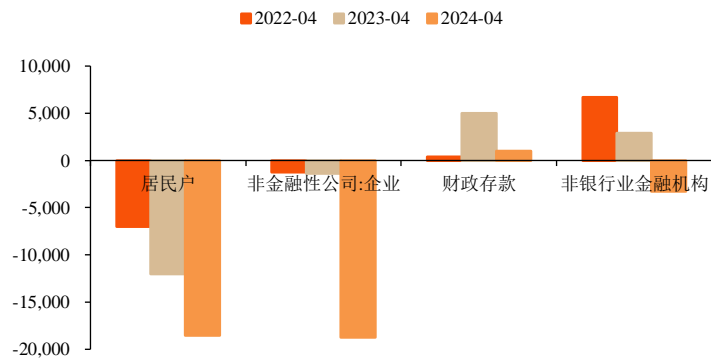
通过观察从社融与M2增速差可以发现，当前实体融资需求边际改善但依旧存在上行空间：4月社融与M2增速差维持在正区间为1.1%，较前值升0.7个百分点。从存款数据来看，4月住户存款减少1.85万亿元，比上年同期多减6500亿元；非金融企业存款减少1.87万亿元，同比多减1.73万亿元；财政性存款增加981亿元，同比少增4,047亿元；非银行业金融机构存款减少3,300亿元，同比多减6,212亿元。

图7:M1、M2 同比涨跌幅(%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:企业投资意愿(社融与 M2 同比增速差; %)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:新增人民币存款(亿元)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 投资建议

金融数据“挤水分”扰动社融增速。社融增速扰动背后或是信贷结构的优化升级,未来或更有利于提高资金使用效率和金融支持实体经济质效。我们认为,在季节性因素背后4月金融数据波动或基于以下两个方面:主要扰动项或在于金融数据“挤水分”。央行主管媒体《金融时报》在5月11日发文指出,国家统计局2024年一季度对金融业增加值的季度核算方式进行了优化调整,优化后的核算方式主要参考银行利润指标而非贷款余额。长期来看,新的核算方法或有利于缓解信贷总量的非理性波动以增加金融系统稳定性,有助于减少资金空转现象、提升资金周转效率,助力经济高质量发展。文章也指出“挤水分”短期或带来扰动,其影响“可能集中体现在二季度,且会在下半年持续产生影响”,叠加市场利率定价自律机制加强对“手工补息”高息揽储的监管,综合影响4月金融数据;另一方面,实体经济需求端仍然偏弱。央行在5月10日公布的《2024年第一季度中国货币政策执行报告》中指出,我国贷款主要服务于实体经济供给端和投资领域,其中中长期贷款近五成投向基建、房地产、制造业,在地产销售量同比低位背景下,势必对金融数据形成拖累;而居民非住房消费贷款占比不足10%,同时“企业和居民的存款定期化趋势加剧”,或侧面反映出居民风险偏好有待边

请务必阅读报告正文后各项声明

际调整，需求端尤其是消费仍有较大增长潜力。综上，我们认为短期债市维持震荡，大幅调整后仍是配置机会。

4. 风险提示

地缘政治风险：俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储货币政策超调：美联储加息或者降息步伐会有随市场变化进行调整，存在超出市场预期的可能；

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内物价变化超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在物价指数变化超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超预期：市场波动存超预期可能。

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。