



宏观点评

贷款收敛、存款减少，“做低利率”惯性延续 ——2023年4月金融数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《为何强信贷没有带来强增长？——如何理解一季度强信贷与弱预期的组合》

《强信贷还需要“降息”吗？——2023年一季度金融数据点评》

《年内信贷增量空间还有多大？》

《分化后如何收敛？居民部门或“拉低”企业部门贷款》

投资要点：

● 2023年4月金融统计数据概览：

2023年5月11日，人民银行公布4月金融统计数据，一季度的信贷投放前置效应结束，4月金融数据表现整体弱于预期，信贷、社融增量低于季节性水平。

(1) 社会融资规模：4月新增社会融资规模1.22万亿元，同比多增2729亿元，截至4月末，社融存量增速同比增长10.0%，增速与3月持平。由于从2023年1月份开始央行调整了社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”两个科目的数据，将这两项减去计算而来的原口径社融存量同比增速为9.95%¹，而根据央行公布的社融存量359.95万亿则同比增长10.26%。

(2) 贷款增长：4月金融机构口径新增人民币贷款7188亿元，同比多增734亿元。截至4月末，金融机构人民币贷款余额同比增长11.80%，增速与一季度末持平。

(3) 货币供应：4月末M2同比增长12.40%，环比下降0.3个百分点，同比抬升1.9个百分点；M1同比增长5.3%，环比上升0.2个百分点，同比抬升0.2个百分点，增速环比一降一升之下M2-M1剪刀差有所收窄。

(4) 从流动性环境看，M2-M1剪刀差年后连续两个月扩大后再次收窄至2月的7.10个百分点；社融和贷款增长动能减弱，但由于去年4月的低基数因素，同比增速双双与3月持平，M2增速下行导致社融和贷款增速与M2增速的剪刀差继续收窄，前者收敛至-2.40个百分点，后者收敛至-0.6个百分点。

● 信贷靠前投放结束、社融增量“补偿性”下行至季节性水平以下。从社融结构来看：

(1) 表内贷款多增动能减弱，4月对实体经济贷款投放占新增社融规模的比重下降至36.32%，略低于去年同期的38.77%，大幅低于疫情之前2019年同期的52.26%和上个月的73.42%。一季度贷款前置发力既有商业银行“早投放早收益”的季节性因素，也有2022年下半年政策性金融工具支撑基建投资对贷款的撬动效应，而在这些因素渐渐褪去之后，贷款投放回归季节性规律。同时一季度银行投放贷款也带来净息差收窄的压力，根据上市银行公布的一季报，一季度上市银行平均净息差回落至1.83%的水平，银行经营稳健性成为贷款稳健投放的前提，也因此进入4月份之后，存款自律机制频繁调控存款利率，旨在降低商业银行计息负债成本、稳定银行净息差。(2) 一季度贷款和企业债券融资之间形成替代效应，融资“回

¹ 在2023年5月11日发布的《2023年4月社会融资规模存量统计数据报告》中，央行在注2里面将社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据仅更新到1月末，过去4份报告这两项数据没有发生变动。因此这里4月末的旧口径社融存量增速也直接采用截至1月末的数据。

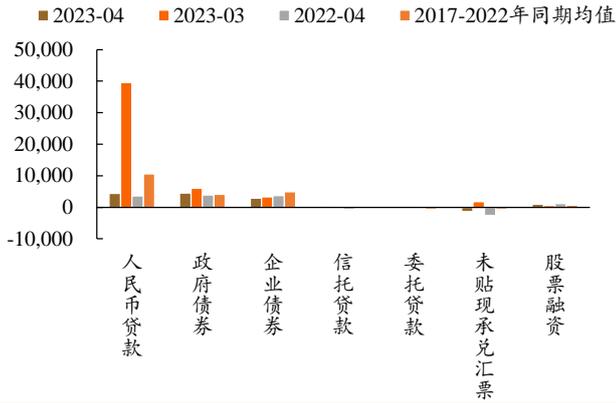
表”导致企业债券融资量继续下降，而4月份企业债券融资增量2843亿元，同比减少809亿元，相比表内贷款，企业债券融资增量降幅较小，表明在贷款供给边际收敛、一季度以来债券收益率持续下行的态势下，贷款替代债券融资的效应减弱。(3)政府债券融资占比被动上升，一季度财政靠前发力，4月投融资企稳，在4月税期和项目投入趋于稳定影响下，财政存款增长显著。总体来看，拉动社融增长的因素没有像一季度那样过于倚重新增贷款，各项债券融资也有贡献，但是同比多增的社融和贷款，在由于疫情影响而低增长的2022年4月份对比之下，显得“同比多增”的积极意味不足，并且也低于没有疫情状态下单月新增1万亿左右的季节性水平，基于一季度贷款的放量投放，4月份贷款和社融增量的下滑也可以视为“补偿性”下行。

- **信贷资金向投资和消费转化效率或有所恢复。**从贷款结构来看：(1)非金融企业部门依旧是拉动贷款同比多增的主力，4月份非金融企业贷款新增6850亿元，同比多增998亿元，其中企业短期贷款减少1099亿元，中长期贷款增加6669亿元，企业存款减少1408亿元，显示企业短期资金需求已得到较为充分的满足，企业融资需求以中长期投资扩张为主，前期融资而来的资金或开始投入使用，企业投资意愿或有所恢复。(2)居民部门融资增量再次转负，中长期贷款减少1156亿元，同比多减842亿元，短期贷款减少1255亿元，同比少减601亿元，短贷和中长贷共同减少指向居民购房和消费的风险偏好依然较低，联系到4月份以来部分银行“补降”定期存款利率，4月份居民储蓄减少1.2万亿元，存款和贷款共同减少或意味着居民部门仍在“提前还贷”。
- **居民存款减少或源自“提前还贷”和回流表外。**4月份出现了企业存款和居民存款共同减少的情况：(1)从企业部门看，4月企业存款减少1408亿元，同比多减198亿元，相较于上月的增加2.61万亿元出现大幅下降，前期融资而来的资金或开始投入使用，也与企业短期贷款减少相呼应，从另一个侧面印证了企业并不缺少短期资金的印象。(2)从居民部门看，4月居民存款大幅减少1.2万亿元，同比多减4968亿元，并且是居民部门一年多以来第一次减少，对比2023年3月份增加2.91万亿元，居民存款下滑部分原因或是我们之前提及的“提前还贷”，另一部分原因或许在于4月份以来金融市场投资机会频现，部分存款回流至理财产品，也就是说出现了一季度存款回表的逆向，存款回流表外的过程。(3)从政府部门看，4月财政存款增加5028亿元，同比多增4618亿元，财政存款多增主要受到4月税期、项目资金密集投入阶段结束以及去年同期疫情扰动严峻，财政稳增长支出力度大等影响。
- **社融和贷款同比增速对经济的引领作用下降。**一季度在“靠前发力”、“早投放早收益”等因素的影响下，社融、贷款新增规模大幅多增，但超季节性多增难以长期持续，今年一季度信贷增量占全年比或高于往年水平，类似2009年一季度新增贷款占全年比重48%的情形。4月份数据显示社融、贷款投放向季节性水平回归的趋势或已经明确。4月份企业融资短少长多和居民融资短多长少的结构性分化，反映出一季度以来经济复苏存在一定程度的不均衡，经济复苏“幅度弱”且“节奏慢”或已经成为市场的一致性预期。社融和贷款同比增速对经济的引领作用也出现下降，与新增贷款和社融相比，居民存款和M2、M1等银行负债的变化可能更加重

要，4 月份 M1 增速回升与企业部门短贷和存款减少，共同指向企业部门“经济活性”正在改善，资金对实体经济的支撑效应初显，接下来居民存款代表的终端需求是否有更加乐观的变化值得继续关注。

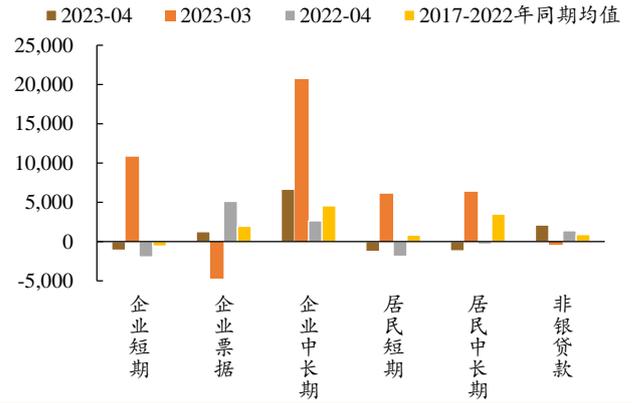
- **市场：二季度贷款投放或继续收敛、债券收益率继续定价“弱复苏+通缩+降息”。**
从贷款投放节奏来看，经过一季度贷款高增长之后，M2-M1 剪刀差扩大的特征指向资金空转现象阶段性抬头，部分存款产品利率与贷款利率倒挂，部分银行在前期大量信贷投放过后面临存款套利压力，修复净息差的意愿较强，二季度开始在存款自律机制的引导下，商业银行着重“补降”关键期限定期存款利率，商业银行净息差的稳定既是贷款可持续增长的前提，也是货币政策有效传导的支点，二季度伊始，存款自律机制的行为表明，通过调降存款利率、整顿存款秩序来“稳定银行息差、稳定贷款利率、降低负债成本”或继续是二季度的主题，4 月份贷款投放已然回归季节性规律，剩下的 2 个月贷款同比多增的幅度或继续收敛。然而约束存款利率或不是政策利率“降息”的有效信号，“降息”驱动贷款利率继续下行或不利于银行降低计息负债成本、修复净息差水平。
- 在 4 月份金融统计数据发布之后，10 年期国债活跃券收益率瞬时跌破 2.70%，从基本面因素看，4 月份金融统计数据印证经济复苏“弱”且“慢”、4 月份 CPI 和 PPI 同比增速继续下行继续推升“通缩”预期、降低存款利率释放出买债的利率空间，多重利多因素叠加，“做低利率”的宏观经济环境正在惯性延续，但是随着利率中枢不断下移，利率下行空间已经较为逼仄，低赔率的市场状态下，债券市场或侧重波段操作和品种选择。
- **风险提示：二季度内外部均衡的风险增大。**(1) 警惕二季度出口对经济增长的拉动作用进一步下降；(2) 警惕二季度内部消费或难以抵补对冲外部需求的下滑；(3) 一季度财政政策前置发力后，二季度对基建投资增长的支撑效应或减弱。

图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）



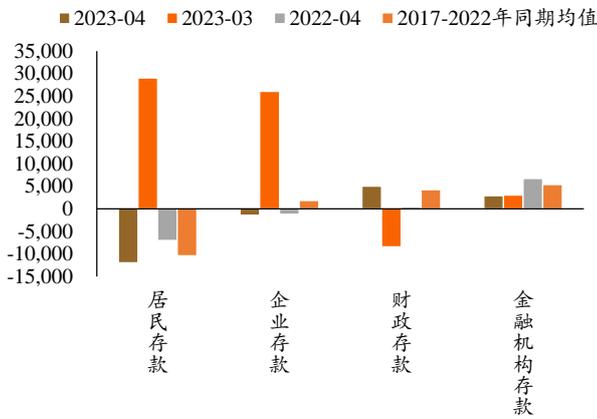
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）



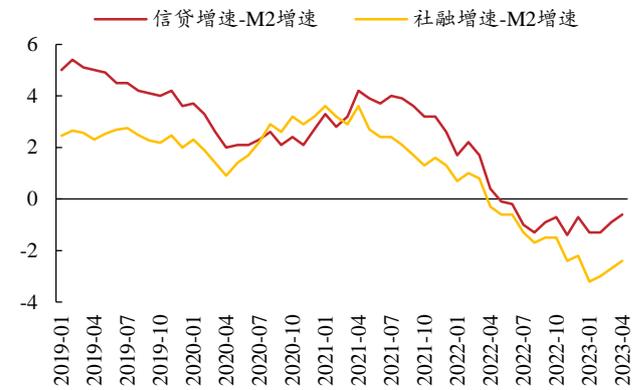
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：社融/信贷增速-M2增速“剪刀差”（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家、中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员、中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇，第五届邓子基财经研究奖得主。荣获 2019 和 2020 “新财富”固定收益研究第一名，2021 ISI Emerging Markets Group 杰出成就分析师，2022 “水晶球”（公募）宏观研究第一名。兼任清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师，上财 EMBA 讲师。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，侧重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。