

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

居民存款增速或已进入下行通道

2023年5月14日

- **居民房贷再度收缩，或与房贷利率降幅收窄有关。**4月居民中长贷同比多减842亿元，连续多增2个月后再度转为收缩。一方面4月以来新增购房需求有所降温，另一方面居民提前还贷也有影响，对存量房贷造成了收缩压力。新增购房需求降温，或与房贷利率降幅收窄有关。根据首套房贷利率动态调整机制，2023Q1评估期内，共计31座城市由符合放宽利率下限条件变为不再符合，从而缺乏进一步下调房贷利率的条件。4月百城首套房主流房贷利率平均为4.01%，仅较上月微降1个基点。
- **复苏不均衡或需要政策进一步发力，企业信用扩张有望延续。**历史上看，企业中长贷属于较为典型的“顺周期”信贷。今年以来工业企业利润仍深陷负增长，4月企业中长贷逆势扩张，增速连续第10个月上升，背后是各项政策的有力支持。当前经济复苏存在工业复苏偏弱、资金空转、物价指标趋势性下行等一系列结构性问题。为解决这些问题，各项政策支持可能还未到需要撤出的时候。未来货币政策等或仍将维持积极取向，引导金融加大对于实体经济的支持力度。基于此，我们判断企业部门信用扩张有望延续。
- **居民存款增速或已进入下行通道。**4月居民存款减少1.2万亿元，居民存款增速降至17.7%，连续2个月回落共0.6个百分点，下行拐点初现。未来居民存款增速有望持续回落，一是从边际上看，居民储蓄意愿开始松动，消费和投资支出意愿均有望进一步好转。二是从基数上看，去年居民存款增速大幅抬升，基数随之走高，同比指标面临下行压力。我们预计，今年末居民存款增速或降至11.3%左右。
- **关注存款变局下的投资机会。**考虑到居民存款在各项存款中占比最高，去年以来居民由于缩减支出所形成的超额储蓄体量较大，居民存款下行将对整体存款走势产生显著影响。一方面意味着居民消费、投资等支出意愿逐步回升，推动经济进一步复苏，对于股市是利好。另一方面或导致银行存贷差出现回落，债市“资产荒”行情的窗口期在缩短。但在市场“赚钱效应”下，居民储蓄有望向理财、资管等金融产品回流，从而继续对债市行情形成支撑。
- **风险因素：**国内政策力度不及预期，实体部门预期转弱，中美贸易脱钩等。

目 录

一、居民房贷再度收缩，或与房贷利率降幅收窄有关	3
二、复苏不均衡或需要政策进一步发力，企业信用扩张有望延续.....	5
三、居民存款增速或已进入下行通道	7
四、关注存款变局下的投资机会	8
风险因素	8

图 目 录

图 1：4 月末以来，RMBS 条件早偿率指数升至高位	3
图 2：2023Q1 评估期，70 城新房价格指数环比和同比变化情况	4
图 3：今年以来居民短期消费贷增速修复幅度较大	5
图 4：4 月企业中长期贷款进一步扩张	6
图 5：2022 年下半年以来，企业中长贷与工业企业利润明显背离	6
图 6：截至今年 3 月，企业仍处在去库存阶段	7
图 7：居民存款增速的下行拐点初现.....	7
图 8：当前理财产品预期收益率仍处于低位	8

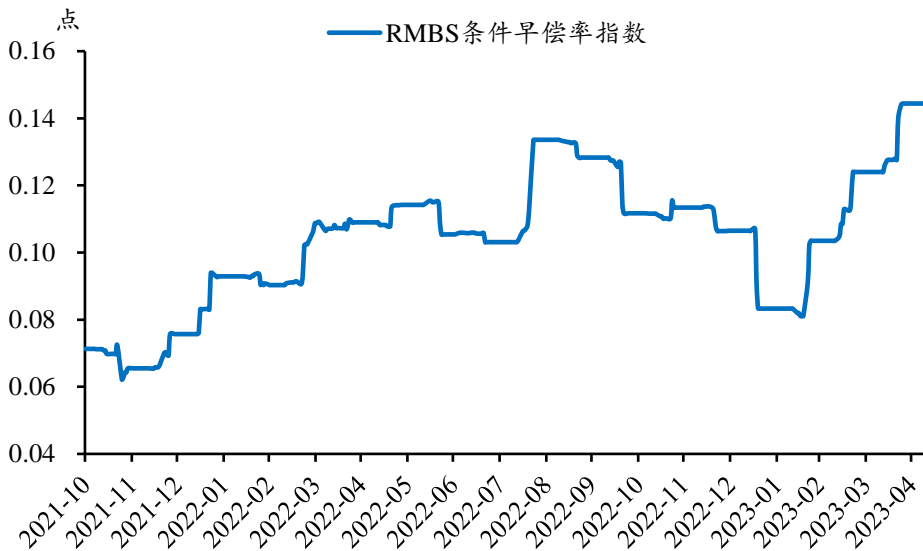
事件：

2023年5月11日，央行公布4月金融数据：新增人民币贷款7188亿元，预期1.14万亿元，前值3.89万亿元。新增社会融资规模1.22万亿元，前值5.38万亿元。M2同比增长12.4%，预期12.6%，前值12.7%。

一、居民房贷再度收缩，或与房贷利率降幅收窄有关

居民房贷在连续多增2个月后再度转为收缩。4月居民中长贷（房贷）减少1156亿元，同比多减842亿元。一方面，从高频数据上看，4月份以来30城房地产销售数据有所回落，指向新增购房需求有所降温。另一方面，居民提前还贷或也产生了一定影响，对存量房贷造成了收缩压力。提前还贷本身是一种正常现象，一大原因是我国二手房交易通常需要结清房贷，这意味着只要二手房市场存在交易行为，居民提前还贷的情况就难以避免。4月末以来，RMBS条件早偿率指数升至0.14点的高位水平，显示出当前居民提前还贷的行为较为显著。

图 1：4月末以来，RMBS 条件早偿率指数升至高位



资料来源：Wind，信达证券研发中心

新增购房需求降温，或与房贷利率降幅收窄有关。去年末，人民银行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。根据通知，自2022年第四季度起，各城市政府可于每季度末月，以上季度末月至本季度第二个月为评估期，对当地新建商品住宅销售价格变化情况进行动态评估。对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可自主决定自下一个季度起，阶段性放宽（维持、下调或取消）首套住房商业性个人住房贷款利率下限。而对于已采取阶段性下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限的城市，如果后续评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均上涨，应自下一个季度起，恢复执行全国统一的首套住房商业性个人住房贷款利率下限。

根据统计局发布的70城新建商品住宅价格指数，共计31座城市在2022Q4评估期内符合放宽房贷利率下限的条件，而2023Q1评估期内已不再符合，有关城市进一步下调房贷利率的空间在收窄。根据贝壳研究院数据，2023年4月份，重点监测的百城首套房主流房贷利率平均为4.01%，仅较上月微降1个基点。对比之下，沈阳、大连等7座城市连续在两个评估期内符合放宽条件。以沈阳为例，今年沈阳首套房贷款利率下调两次，先从4.1%降至3.9%，近期调整后进一步降至3.8%。除此之外，贵阳、赣州两市属于2022Q4评估期不符合、2023Q1评估期符合放宽条件，其中赣州于3月末宣布调整首套利率至4.0%。北京、上海、广州、深圳、杭州等30座城市已连续两个评估期均不符合放宽条件。

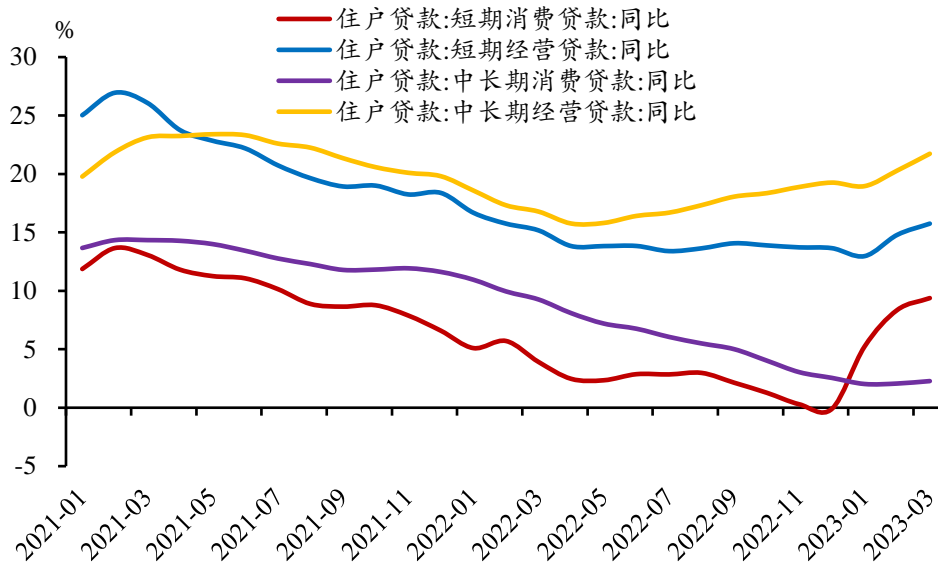
图 2: 2023Q1 评估期, 70 城新房价格指数环比和同比变化情况

城市	新建商品住宅价格指数:环比			新建商品住宅价格指数:同比			备注
	2022-12	2023-01	2023-02	2022-12	2023-01	2023-02	
天津	-0.70	0.30	0.90	-4.00	-3.00	-2.20	
石家庄	-0.60	0.10	0.20	-2.90	-2.40	-2.20	
太原	-0.60	0.20	0.50	-4.60	-4.40	-3.50	
哈尔滨	-0.40	-0.40	0.10	-7.60	-7.00	-6.00	
福州	-0.20	0.20	0.30	-2.30	-2.50	-2.40	
厦门	-0.10	-0.30	0.10	-3.90	-3.90	-3.30	
郑州	-0.60	0.20	0.60	-3.40	-3.00	-2.20	
武汉	-0.10	0.20	0.60	-5.60	-5.70	-4.70	
南宁	-0.20	-0.10	0.50	-3.40	-4.00	-3.10	
兰州	-0.50	-0.10	0.50	-5.60	-5.60	-4.80	
唐山	-0.60	0.10	0.40	-2.10	-2.60	-2.20	
丹东	-0.20	0.10	-0.30	-4.80	-4.00	-4.00	
吉林	-0.50	-0.80	0.30	-3.80	-4.60	-4.50	
无锡	0.40	-0.30	0.30	-0.30	-0.90	-1.20	
扬州	0.60	0.40	0.40	-3.30	-2.40	-1.60	2022Q4评估期符合放宽条件, 2023Q1评估期不再符合
徐州	-0.30	0.20	0.60	-1.00	-1.60	-0.90	
温州	-0.20	-1.00	0.30	-6.30	-7.90	-6.90	
金华	-0.30	-0.20	0.40	-2.10	-2.40	-2.10	
蚌埠	-0.10	0.40	0.30	-2.70	-2.30	-2.20	
九江	0.20	0.20	0.10	-2.50	-1.70	-1.20	
洛阳	-0.50	-0.50	0.30	-4.80	-5.00	-4.40	
平顶山	0.20	-0.60	-0.10	-2.60	-3.00	-2.40	
宜昌	-0.20	-0.50	0.60	-5.00	-5.20	-4.20	
襄阳	-0.10	-0.30	0.20	-4.40	-4.00	-3.40	
岳阳	-0.60	0.10	0.10	-8.20	-8.10	-7.30	
常德	-0.40	-0.50	0.20	-5.70	-5.60	-4.70	
惠州	-0.70	-0.40	0.30	-2.80	-2.90	-3.10	
湛江	-0.50	0.60	1.40	-8.30	-7.00	-6.10	
韶关	-0.60	0.20	0.20	-3.50	-2.60	-2.10	
桂林	-0.60	0.10	0.70	-4.70	-4.50	-3.60	
北海	-0.40	0.40	0.60	-10.30	-9.80	-7.30	
沈阳	-0.60	-0.40	-0.10	-5.20	-5.00	-4.60	
大连	-0.40	-0.10	-0.30	-4.90	-4.80	-4.70	
长春	-1.10	-0.50	-0.30	-4.30	-5.00	-5.00	2022Q4、2023Q1评估期均符合放宽条件
秦皇岛	-0.50	-0.30	-0.20	-5.90	-5.60	-5.60	
锦州	-0.40	-0.50	-0.20	-3.50	-3.80	-3.50	
牡丹江	-0.50	-0.20	-0.20	-3.20	-3.00	-2.60	
济宁	-0.30	-0.20	-0.10	-4.70	-4.40	-3.90	
贵阳	-0.20	-0.40	-0.30	-1.40	-2.10	-2.00	2022Q4不符合, 2023Q1符合
赣州	-0.30	-0.10	-0.10	-0.10	-0.30	-0.70	
北京	0.20	0.40	0.20	5.80	5.20	4.70	
呼和浩特	-1.40	-0.30	0.60	-3.10	-3.30	-2.60	
上海	0.40	0.70	0.20	4.10	4.20	3.90	
南京	-0.10	0.00	0.30	0.30	0.20	-0.30	
杭州	0.30	0.40	0.20	6.40	6.50	6.20	
宁波	0.20	0.60	0.90	1.80	1.90	2.20	
合肥	-0.10	0.70	0.30	1.60	2.40	3.30	
南昌	-0.30	0.30	0.30	1.80	1.70	1.70	
济南	-0.10	-0.20	0.90	1.90	1.60	2.40	
青岛	0.30	0.40	0.50	0.60	1.50	2.10	
长沙	0.50	0.30	0.00	3.20	3.40	3.30	
广州	-0.40	-0.20	0.30	0.40	-0.30	-0.60	
深圳	-0.30	-0.20	0.20	-0.20	-0.90	-1.10	
海口	-0.20	-0.10	0.40	1.00	0.90	1.50	
成都	0.50	0.60	0.70	9.00	8.60	8.60	2022Q4、2023Q1评估期均不符合放宽条件
昆明	-0.70	0.30	0.90	-3.00	-3.10	-2.70	
重庆	-0.50	0.30	0.70	0.00	-0.60	-0.40	
西安	0.10	0.20	0.00	2.00	2.20	1.20	
西宁	-0.30	0.50	0.30	-3.60	-2.70	-1.60	
银川	0.10	0.10	0.50	2.30	0.90	1.40	
乌鲁木齐	-0.30	0.30	0.40	1.70	1.80	1.50	
包头	-0.40	-0.10	0.50	-4.60	-4.50	-3.80	
安庆	-0.30	0.20	0.40	-4.90	-4.30	-3.40	
泉州	0.70	-0.50	-0.40	-3.10	-3.70	-4.50	
烟台	-0.20	-0.10	0.50	-2.00	-1.80	-1.40	
三亚	-0.20	0.30	0.50	-0.80	-1.20	-0.60	
泸州	-0.40	-0.60	0.10	-4.30	-4.40	-3.80	
南充	0.10	0.50	-0.20	-2.80	-1.80	-1.10	
遵义	-0.50	0.20	0.80	-1.30	-0.50	0.00	
大理	-0.30	-0.60	0.30	-4.60	-4.70	-3.90	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

居民短期贷款持续修复。4月居民短期贷款减少1255亿元，同比少减601亿元，连续第3个月呈现为正向贡献。我们认为短贷需求修复与国内防疫优化后线下消费场景逐步恢复有关，从信贷收支表中披露的细项数据来看，住户各项贷款中短期消费贷增速修复幅度较大，3月增速录得9.4%，较去年末明显上升9.5个百分点。经文化和旅游部数据中心测算，今年“五一”假期，全国国内旅游出游人次、旅游收入按可比口径分别恢复至2019年同期的119.09%、100.66%。服务业强修复格局下，我们预计居民短贷需求有望在未来持续复苏。

图3：今年以来居民短期消费贷增速修复幅度较大



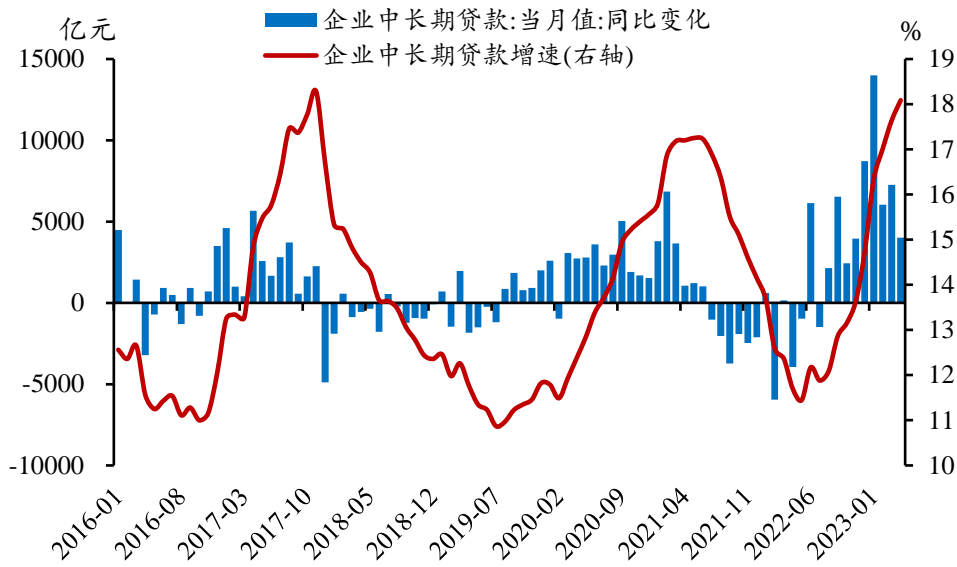
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、复苏不均衡或需要政策进一步发力，企业信用扩张有望延续

历史上看，企业中长贷属于较为典型的“顺周期”信贷。观察企业中长贷增速和工业企业利润增速，2017年以来两项指标的同步性较高，通常后者更为领先。这说明企业往往在自身盈利改善的前提下，才会增加投资开支，从而提升对于中长期贷款的需求。今年以来，工业企业利润仍深陷负增长，但企业中长贷早在去年下半年开始就进入了上行通道。这背后与政策的大力支持，包括贴息政策、监管窗口指导等息息相关。

当前经济复苏存在工业复苏偏弱、资金空转等一系列结构性问题。截至2023年3月，工业企业产成品存货同比录得9.1%，已连续10个月去库存。去库存阶段，企业投资开支意愿有限，体现在4月份M2较M1增速差仍录得7.1个百分点的较高值，企业资金活跃度仍偏低，与当前工业弱复苏的局面相对应。不仅如此，高增的企业信贷部分滞留在了金融体系，造成暂时性的“资金空转”。今年1-4月累计新增非银存款1.1万亿元，为历史同期较高值。考虑到今年以来居民配置理财等金融投资、同业派生等渠道的贡献有限，非银存款多增或主要来源于企业部门。此外，企业短期信贷需求一定程度上受到了中长期贷款扩张的替代，4月企业短贷和票据融资合计同比少增3019亿元。

为解决这一系列问题，政策面或进一步引导金融加大对于实体经济的支持力度，企业部门信用扩张有望延续。4月CPI同比明显回落，PPI同比降幅走阔，进一步凸显了当前经济复苏不均衡的问题。央行实现币值稳定的政策目标中，同时包含防范通胀过热和通缩风险，未来货币政策基调或将维持积极取向。4月新增企业中长贷6669亿元，同比多增4017亿元，企业中长贷增速随之升至18.1%，连续第10个月上升。在各项政策的持续引导下，企业中长贷增速有望进一步抬升，未来或突破2017年11月18.3%的增速高点。

图 4：4 月企业中长期贷款进一步扩张


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：2022 年下半年以来，企业中长贷与工业企业利润明显背离


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：截至今年 3 月，企业仍处在去库存阶段



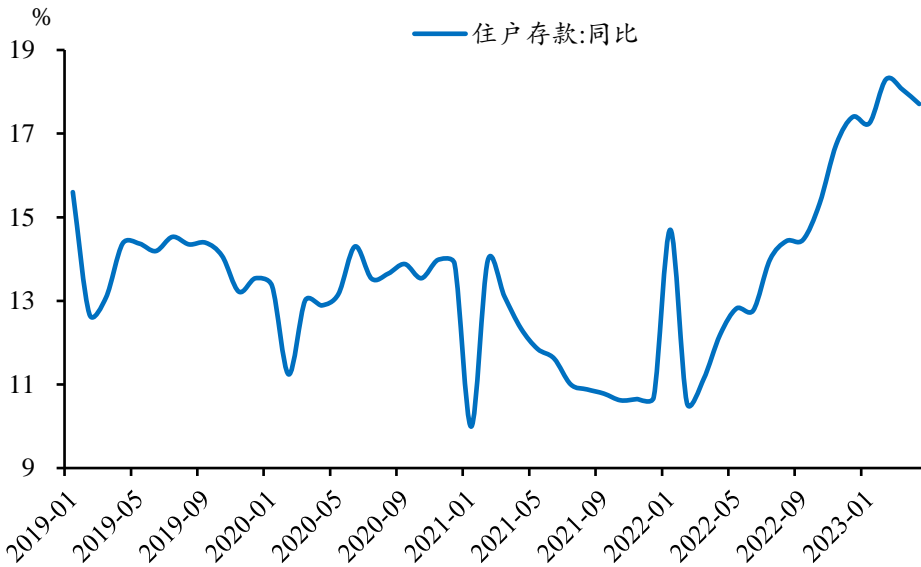
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、居民存款增速或已进入下行通道

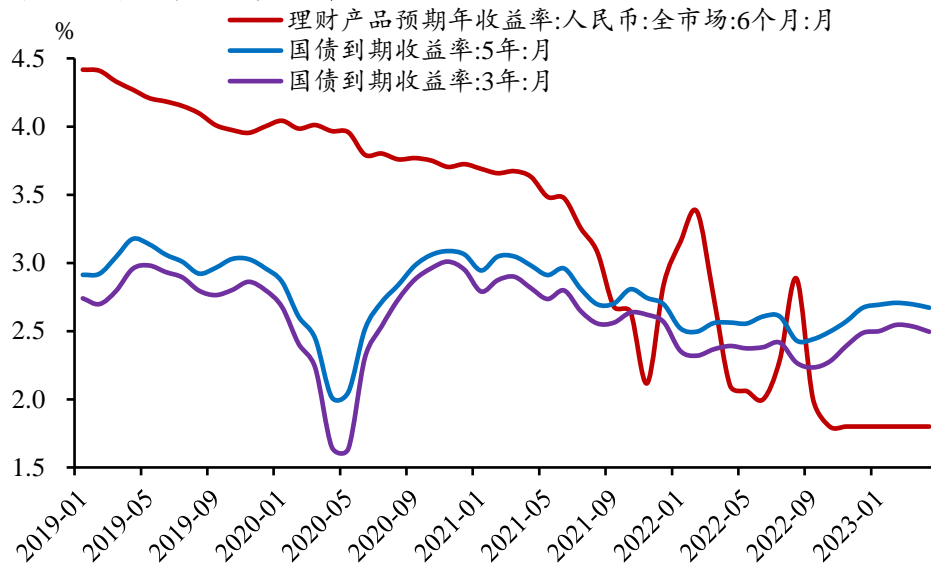
居民存款增速的下行拐点初现。4 月居民存款减少 1.2 万亿元，同比多减 4968 亿元。居民存款增速随之降至 17.7%，连续 2 个月回落共 0.6 个百分点，显示出居民储蓄意愿进一步松动。

未来居民存款增速有望持续回落。一是从边际上看，当前居民消费尤其是服务业消费迎来较好复苏，居民投资收益预期有望跟随市场“赚钱效应”逐步改善，消费和投资支出意愿均有望进一步好转。二是从基数上看，去年 2 月份起居民存款增速大幅抬升，基数也随之走高，同比指标面临下行压力。参考我们在《存款高增长何时走向终结？》中的测算，今年末居民存款增速或降至 11.3% 左右。

图 7：居民存款增速的下行拐点初现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：当前理财产品预期收益率仍处于低位


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、关注存款变局下的投资机会

考虑到居民存款在各项存款中占比最高 (截至 2023 年 4 月约 47.5%)，去年以来居民由于缩减支出所形成的超额储蓄体量较大，居民存款增速下行将对整体存款走势产生显著影响。一方面意味着居民消费、投资等支出意愿逐步回升，推动经济进一步复苏，对于股市是利好。另一方面或导致银行存贷差出现回落，4 月存贷差降至 47.3 万亿，较上月回落 1.2 万亿。对于债市而言，存贷差减少或意味着“资产荒”行情的窗口期在缩短。但市场“赚钱效应”下，居民储蓄有望向理财回流，从而继续对债市行情形成支撑。

风险因素

国内政策力度不及预期，实体部门预期转弱，中美贸易脱钩等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanguiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyui@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。