



经济恢复边际放缓，内生动力有待加强

——邵宇佳

点评报告

A0205-20230311

2023年4月	M2 同比 (%)	新增人民币贷款 (亿元)
人民银行	12.4	7188
北大国民经济研究中心预测	12.3	19500
wind 市场预测均值	12.6	11354.2
2022年同期值	10.5	6454

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

黄昱程

邵宇佳

杨盈竹

联系人：杨盈竹

联系方式：

010-62767607

gmjjvj@pku.edu.cn



扫描二维码或发邮件订阅
第一时间阅读本中心报告

要点

- 新增社融低于预期，第一季度信贷透支为主因
- 信贷部门结构再次分化，居民户成信贷需求短板
- 存款活期化边际好转，资金空转现象得到缓解
- 展望未来：宏观经济恢复不如预期，信贷需求弱恢复，M2 维持宽松不变



内容提要

2023年4月，新增社会融资规模1.22万亿元，较去年同期多增2873亿元，低于市场预期。今年第一季度以来，为实现资金全年效益的最大化，宏观政策在前期发力显著，导致对第二季度季初社融需求构成透支效应，同时房地产市场在3月出现的回暖迹象并没有持续到4月，所以考虑到去年同期受疫情影响出现的低基数，实际本月社融规模偏弱，低于市场预期。

2023年4月，新增人民币贷款7188亿元，同比多增734亿元，符合以往的季节效应，但显著低于第一季度的信贷需求力度，同时也低于市场预期。尽管去年因疫情暴发形成低基数，但4月新增人民币贷款表现依旧不如市场预期，降杠杆、风险偏好下降、楼市恢复边际减弱使得居民户成为当前信贷需求的主要短板，同企事业单位形成了鲜明对比。

2023年4月末，狭义货币（M1）余额66.98万亿元，同比增长5.3%，较上期提高0.2个百分点；广义货币（M2）余额280.85万亿元，同比增长12.4%，较上期下降0.3个百分点，但仍持续高位运行，低于市场预期。随着去年M2同比增速开始抬升，以及居民调整家庭资产配置倾向，如降杠杆、低存款利率引致的理财产品需求增加等，对M2同比增速形成拖累。此外，存款活期化增强，但未形成趋势，资金空转现象得到缓解，资金利用率提升。

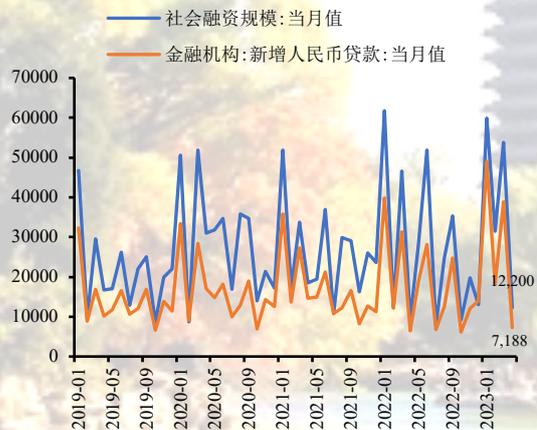


图1 社会融资规模（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

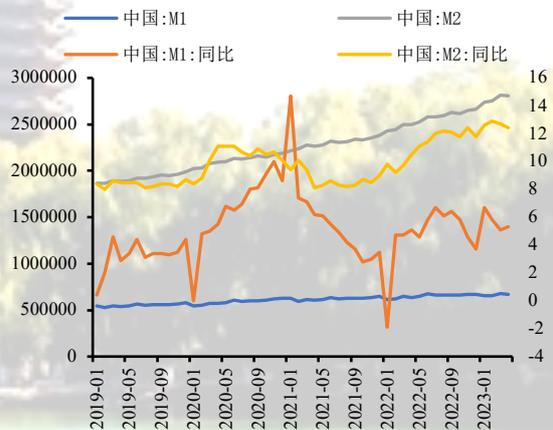


图2 M1和M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



正文

新增社融低于预期，第一季度信贷透支为主因

2023年4月，新增社会融资规模1.22万亿元，较去年同期多增2873亿元，低于市场预期。这主要源于人民币贷款新增额度较低，同比多增仅为815亿元，对社会融资规模的支撑力度减弱，若考虑到去年同期的低基数，4月实际信贷需求整体显偏弱，同时企业债券融资同比少增809亿元，成为本月社融的主要拖累项。但从社融多增的支撑力度来看，尽管未贴现银行承兑汇票在4月减少1347亿元，但实现了同比少减1210亿元，间接成为本月社融的主要支撑分项，外币贷款、信托贷款以及政府债券分别同比多增441亿元、734亿元、636亿元共同对社融构成支撑。

相比较于今年第一季度较强的社融规模，4月开始出现信贷需求的拐点，一方面由于宏观政策的前期发力，实现资金全年效益的最大化，在第一季度实现开门红后对第二季度构成透支效应，导致4月整体信贷需求回落；另一方面正如我们在前几期的预判，尽管今年3月房地产市场出现回暖迹象，但这个回暖的持续性有待进一步观察，数据显示4月30大中城市商品房成交面积环比减少14.95%。从政府的角度，政府债券规模平稳增长，4月发行规模进度达到了43.24%，高于去年同期的38.41%，显示财政前置发力依旧显著强于去年，但环比出现回落，数据显示4月国债净融资-664亿元，同比少增2754亿元。此外，4月未贴现银行承兑汇票的大幅少减主要受去年低基数的影响，间接支撑了本月社融规模。

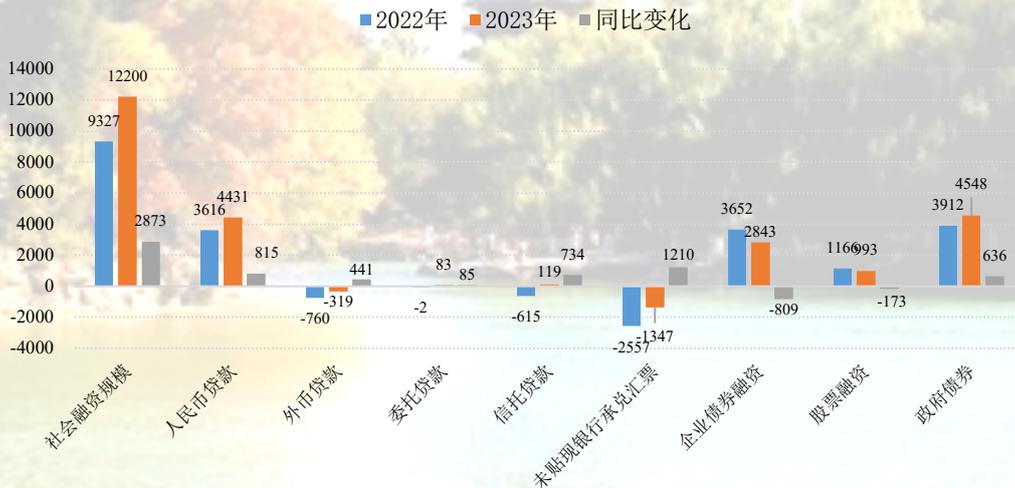


图3 4月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

信贷部门结构再次分化，居民户成信贷需求短板



2023年4月，新增人民币贷款7188亿元，同比多增734亿元，符合以往的季节效应，但显著低于第一季度的信贷需求力度，同时也低于市场预期。

2022年4月受疫情大规模暴发的影响信贷规模大幅走低，由此形成低基数，但是尽管在去年低基数的作用下，今年4月的信贷规模也仅多增734亿元，表明经济修复的内生动力和持续力不足。从信贷结构来看，短期贷款同比少减1450亿元，中长期贷款同比多增3175亿元，但票据融资大幅减少3868亿元，显示以基建投资为主的中长期贷款主要支撑着当前的信贷规模，而大幅减少的票据融资表明当前企业流动性较为充裕，并不需要通过票据融资的方式扩大金融需求。从部门结构来看，居民户人民币贷款同比减少241亿元，企事业单位同比多增1055亿元，反映出信贷总需求短板在于居民户，企事业单位在稳增长政策的作用下保持较高的信贷需求。

尽管中长期贷款作为当前信贷规模的主要支撑力，但其结构出现了分化。数据显示，4月居民户中长期贷款-1156亿元，同比少增842亿元，企事业单位中长期贷款6669亿元，同比多增4017亿元。这一方面由于居民户自今年以来始终存在着降杠杆的趋势，风险偏好明显下降，同时楼市恢复环比不如预期，共同抑制居民户中长期贷款的扩张，另一方面企业受稳增长政策推动在基建领域信贷扩张明显，4月制造业PMI和建筑业PMI分别为49.2%和63.9%，显示建筑业的景气度显著高于制造业。此外，居民户和企事业单位的短期贷款在4月均是负增长，但同比少减，反而支撑了本月的整体信贷规模。

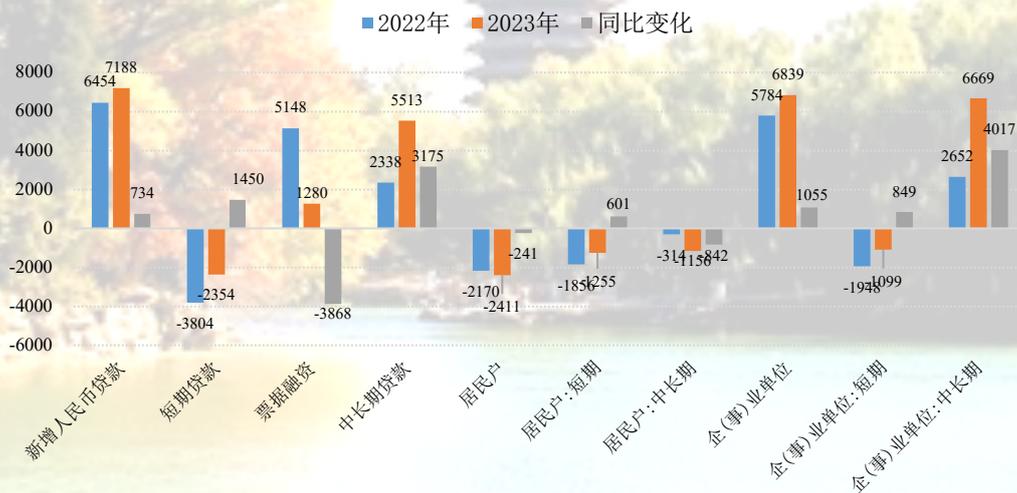


图4 4月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

存款活期化边际好转，资金空转现象得到缓解

2023年4月末，狭义货币（M1）余额66.98万亿元，同比增长5.3%，较上期提高0.2



个百分点；广义货币（M2）余额 280.85 万亿元，同比增长 12.4%，较上期下降 0.3 个百分点，但仍持续高位运行，低于市场预期。

自去年持续增长的居民存款在本月出现了首次下跌，但存款的减少并没有用于投资，一方面当前固定资产投资增速环比在减少，另一方面减少的居民户中长期贷款数据显示居民存款的减少可能用于还款房贷等，同时五一假期出行的火热以及短期贷款的减少表明居民存款的减少一部分也用于旅游消费。不仅如此，由于 4 月多家银行下调存款利率，购买理财产品成为了居民调整家庭资产配置的主要方式，同时理财产品一般在季末到期，4 月作为季初就会有大量的居民购买新的理财产品，形成存款向理财的流动，支撑 M1，但会对 M2 形成拖累。此外，去年自 4 月开始 M2 同比增速开始逐渐抬高，一定程度抑制本月的 M2 同比增速。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，4 月末两者的同比增速差为 7.1%，增速剪刀差较上期下降 0.5 个百分点。两者剪刀差缩小，预示着 4 月存款活期化增强，一方面居民存款转向理财产品的购买以及用于假期消费，从 4 月居民存款同比减少可知，另一方面财政存款大幅多增，拉低 M2。但是，从今年以来的趋势来看，两者剪刀差仍处于波动变化状态，并未形成趋势，这也间接反映出市场预期还需进一步巩固。

从社融与 M2 的同比增速差看，4 月末两者的同比增速差为-2.4%，较上期继续减少 0.3 个百分点，增速差再次降低。自 2022 年 4 月以来社融扩张速度持续弱于货币扩张速度，且增速差持续为负，预示着资金流动性持续充裕。自今年以来，稳经济政策持续落地生效，尤其是第一季度政策发力显著，增速差持续减小，表明资金空转现象有持续缓解的趋势，预计未来仍将进一步缓解。

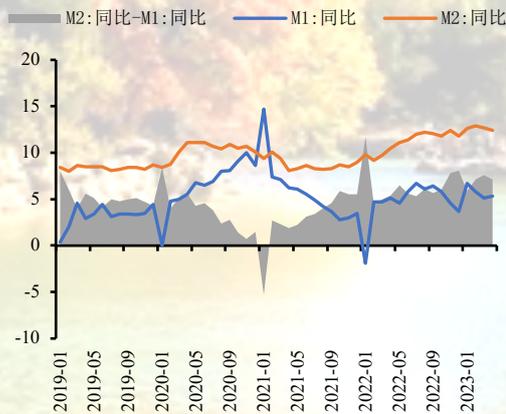


图 5 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

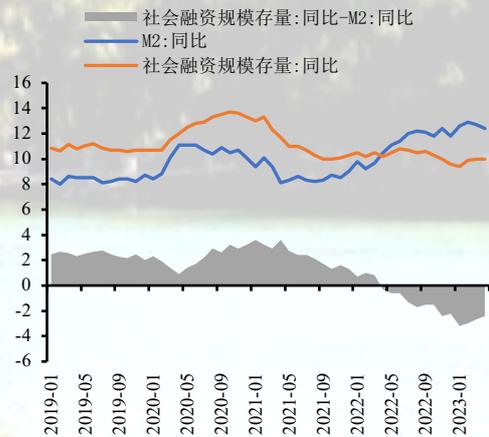


图 6 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



未来展望：宏观经济恢复不如预期，信贷需求弱恢复，M2 维持宽松不变

信贷规模：预计未来信贷规模将稳步提升，信贷结构仍需进一步调整。2023 年第一季度稳增长政策发力明显，信贷投放力度较大，对后续的信贷规模形成挤出效应，未来信贷规模的扩张仍需进一步的政策支撑。信贷结构分化预计仍会持续，居民户信贷将是未来政策调整的重点方向。

M2：预计未来 M2 同比增速继续维持高位运行。随着节后国内经济恢复的全面启动，偏宽松的货币政策仍将助力宏观经济稳定恢复，加之今年上半年基数较低，未来 M2 同比增速仍将保持高位运行，但后续随着去年基数的逐渐抬升而出现缓慢回落的趋势。





北京大学国民经济研究中心简介：

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，挂靠在北京大学经济学院。依托北京大学，重点研究领域包括中国经济波动和经济增长、宏观调控理论与实践、经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。同时，本中心密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动和长期增长纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

中心的研究取得了显著的成果，对中国的宏观经济政策产生了较大影响。其中最具有代表性的成果有：（1）推动了中国人口政策的调整。中心主任苏剑教授从 2006 年开始就呼吁中国应该立即彻底放弃计划生育政策，并转而鼓励生育。（2）关于宏观调控体系的研究：中心提出了包括市场化改革、供给管理和需求管理政策的三维宏观调控体系。（3）关于宏观调控力度的研究：2017 年 7 月，本中心指出中国的宏观调控应该严防用力过猛，这一建议得到了国务院主要领导的批示，也与三个月后十九大报告中提出的“宏观调控有度”的观点完全一致。（4）关于中国经济目标增速的成果。2013 年，刘伟、苏剑经过缜密分析和测算，认为中国每年只要有 6.5% 的经济增速就可以确保就业。此后不久，这一增速就成为中国政府经济增长速度的基准目标。最近几年中国经济的实践也证明了他们的这一测算结果的精确性。（5）供给侧研究。刘伟和苏剑教授是国内最早研究供给侧的学者，他们在 2007 年就开始在《经济研究》等杂志上发表关于供给管理的学术论文。（6）新常态研究。刘伟和苏剑合作的论文“新常态下的中国宏观调控”（《经济科学》2014 年第 4 期）是研究中国经济新常态的第一篇学术论文。苏剑和林卫斌还研究了发达国家的新常态。（7）刘伟和苏剑主编的《寻求突破的中国经济》被译成英文、韩文、俄文、日文、印地文 5 种文字出版。（8）北京地铁补贴机制研究。2008 年，本课题组受北京市财政局委托设计了北京市地铁运营的补贴机制。该机制从 2009 年 1 月 1 日开始被使用，直到现在。

中心出版物有：（1）《原富》杂志。《原富》是一个月度电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，目的是以最及时、最专业、最全面的方式呈现本月国内外主要宏观经济大事并对重点事件进行专业解读。（2）《中国经济增长报告》（年度报告）。该报告主要分析中国经济运行中存在的中长期问题，从 2003 年开始已经连续出版 14 期，是相关年度报告中连续出版年限最长的一本，被教育部列入其年度报告资助计划。（3）系列宏观经济运行分析和预测报告。本中心定期发布关于中国宏观经济运行的系列分析和预测报告，尤其是本中心的预测报告在预测精度上在全国处于领先地位。

免责声明

北京大学国民经济研究中心属学术机构，本报告仅供学术交流使用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供参考，亦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。

本报告版权仅为本研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。