

## 金融经济差收敛

### ——2023 年 4 月金融数据点评

4 月我国新增社融 1.22 万亿（预期 1.72 万亿），较去年同期多增 2,729 亿；新增人民币贷款 7,188 亿（预期 1.14 万亿），较去年同期多增 649 亿；M2 同比增长 12.4%（预期 12.6%）。

#### 一、信贷：企业贷款冲高回落，居民贷款降至新低

4 月新增信贷弱于季节性，仅略好于疫情冲击下的去年同期，主要受居民端拖累。新增人民币贷款同比多增 649 亿，但较近五年平均减少 4,843 亿，较往年同期收缩四成。

企业贷款未能继续创新高，既源于信贷投放在一季度前置发力之后回归平稳，也受经济内生修复乏力拖累。4 月非金融企业贷款新增 6,839 亿，同比多增 1,055 亿，环比少增 2.02 万亿。其中，中长贷当月新增 6,669 亿，同比多增 4,017 亿；短贷减少 1,099 亿，同比少减 849 亿。从信贷投向看，基建、房地产、制造业的信贷需求均边际回落。4 月建筑业景气度扩张斜率放缓，房地产景气度再次转入收缩区间，工业企业利润连续两个月同比下降 20% 以上。由于信贷资源供给较充足，银行增加票据贴现以弥补表内信贷需求不足，票据贴现新增 1,280 亿，环比多增 5,967 亿，国股行半年直贴利率中枢由一季度 2.4% 下降至 2.1%。

居民贷款降至历史同期新低，结束连续两个月的同比多增，中长贷与短贷均出现净偿还。4 月居民贷款减少 2,411 亿，同比多减 241 亿。中长贷方面，受房地产销售回落和提前还贷的拖累，居民中长贷收缩超千亿，为历史首次。4 月地产销售明显放缓，30 大中城市商品房成交面积同比增速回落 16.7pct 至 28.4%，环比下降 23.2%，导致中长贷同比

多减 842 亿。短贷方面，居民短贷减少 1,255 亿，尽管较去年少减 601 亿，但仍显示居民消费信心亟待提振。五一期间居民文旅出行“人多钱少”，相较 2019 年同期出行人次增长两成，但人均消费减少一成。

## 二、社融：信贷走弱拖累社融低于预期

4 月新增社融 1.22 万亿，低于市场预期（1.72 万亿），较近五年平均减少 7,383 亿，社融存量同比增速持平于 10.0%。从结构上看，非标融资是社融同比多增的首要贡献项，表内信贷和企业债券为拖累项。

一是非标融资各项均同比改善。非标融资当月减少 1,145 亿，同比少减 2,029 亿。其中，未贴现银行承兑汇票减少 1,347 亿，同比少减 1,210 亿；信托贷款新增 119 亿，主要流向房地产和基建领域，同比多增 734 亿；委托贷款增加 83 亿，同比多增 85 亿。

二是新增专项债发行维持高位，国债净融资同比少增但地方一般债净融资形成补充。4 月新增政府债融资 4,548 亿，同比多增 636 亿，环比少增 1,474 亿。

三是当前企业债利率高于去年同期，较表内贷款性价比不高，企业债券融资仍处低位。4 月企业债券融资新增 2,843 亿，同比少增 809 亿，环比少增 445 亿。

## 三、货币：M2 增速小幅回落

居民存款超预期减少，使得 M2 同比增速下降 0.3pct 至 12.4%。4 月多家银行下调存款利率，同时资本市场尤其是债券市场走强，带动居民存款部分向理财等金融投资回流，叠加提前还款，导致居民存款减少。

居民存款减少 1.2 万亿，同比多减 4,968 亿；企业存款减少 1,408 亿，同比多减 198 亿；非银金融机构存款新增 2,912 亿，同比少增 3,804 亿。此外，受 4 月税期扰动和财政前置发力影响，财政存款新增 5,028 亿，同比多增 4,618 亿，小幅拖累 M2。

广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）小幅收窄 0.3pct 至 2.4pct，商业银行“资产荒”延续。私人部门活力不足，导致金融资源冗余在银行间市场，加之货币政策稳健适度，市场流动性保持充裕。企业部门资金使用效能不高，M2-M1 剪刀差处在高位。企业预期疲弱限制投资需求，但信贷供给充足、利率不断下调，导致企业融资后减持现金，转入定期存款或理财。4 月 M2-M1 剪刀差为 7.1%，高于近五年均值 2.9pct。

#### 四、债市影响：债券收益率陡峭下行

4 月社融数据发布后，债券收益率陡峭化下行。自 4 月下旬以来，债券市场交易转向经济“弱”修复，收益率水平快速下行，10 年期国债由 2.85% 下探至 2.70%，基本回到去年理财产品赎回冲击前水平。流动性方面，5 月以来银行市场资金面维持宽松格局带动短端收益率持续下行，其中 DR001 及 DR007 围绕 1.20% 和 1.80% 小幅震荡，均较 4 月中枢下行 20bps。同业存单及短债方面，1 年期同业存单利率由 4 月 2.62% 下行至 2.42%，与货币市场短端利率等幅下行；1 年期和 3 年期国开债收益率较 4 月高点下行 16-18bps 至 2.26% 和 2.52%。

从市场预期看上，债券市场对于社融与贷款总量转弱、贷款投放边际放缓的预期已较为充分并对此定价。中长期看，经济整体弱复苏格局、内生动力仍不足，债券市场上行空间有限；但短期看，现阶段市场利多出尽，10 年期国债在降至 2.70% 后的继续下探仍存在一定阻力，后续需密切关注银行存款自律上限下调的影响及银行市场流动性走向。

## 五、前瞻：经济扩张内生机制仍需修复

总体而言，一季度“开门红”过后，4月金融数据受需求不足拖累，金融与经济数据的分化出现向下收敛。企业端，一季度房地产和基建投资的信贷需求或源自保交楼贷款和财政政策发力，4月信贷供需两端驱动力均有所下行。居民端，高频数据显示近期房地产修复受阻，消费修复动力仍不足，居民部门资产负债表收缩行为仍在持续。

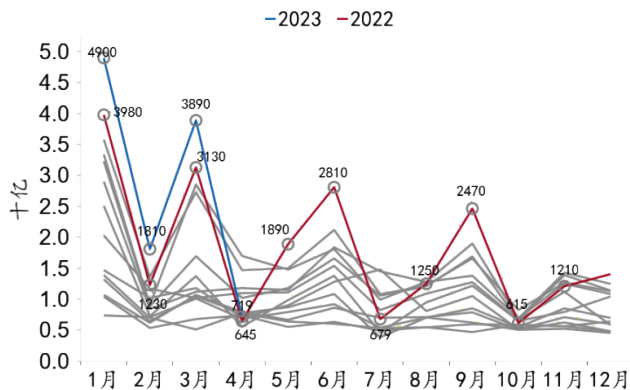
前瞻地看，由于经济扩张的内生机制仍需修复，M2和社融增速差收敛的速度或低于预期。当前我国通胀表现低迷，表明需求修复不及预期，经济内生动能增强有赖于私人部门信心的实质性改善。

(作者：谭卓 张巧栩 牛梦琦 林颖颖 郑箐)

附录

图 1: 4 月信贷较近五年平均水平收缩 40%

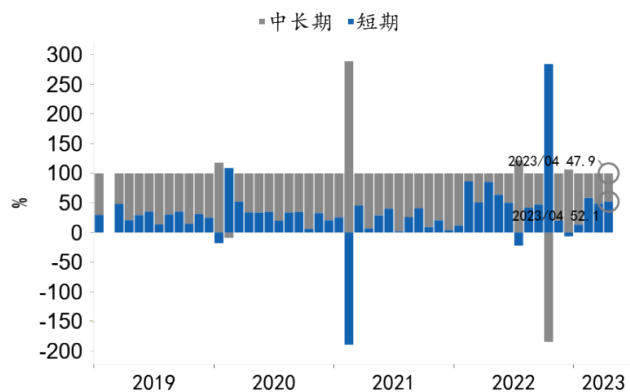
信贷的季节性



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比

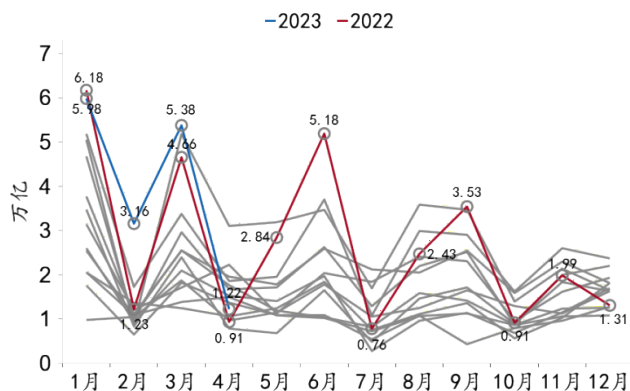
新增居民部门贷款构成



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 5: 4 月新增社融低于预期

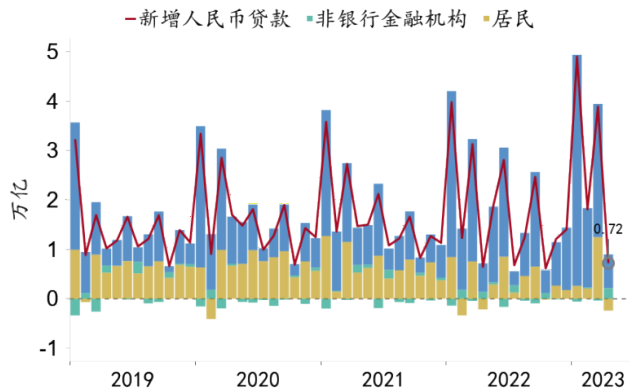
新增社融的季节性



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 居民贷款降至新低, 拖累新增贷款

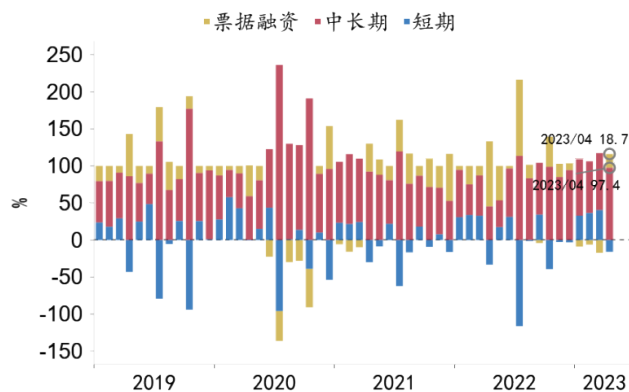
新增人民币贷款及构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比

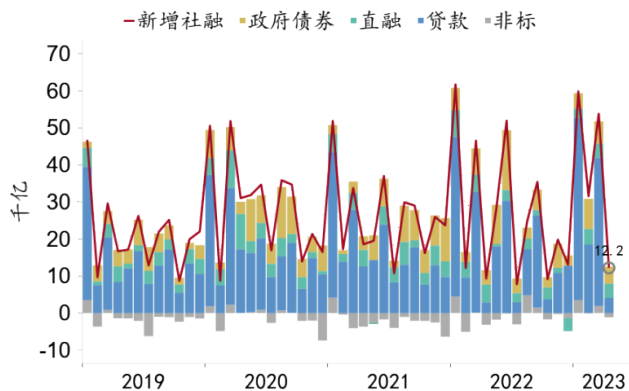
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

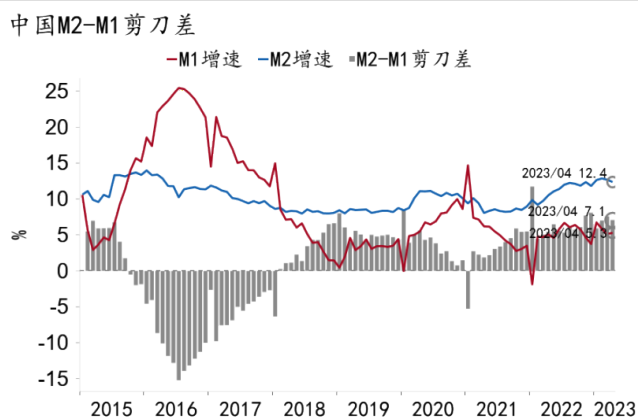
图 6: 表内信贷和企业债券拖累社融

新增社融及构成



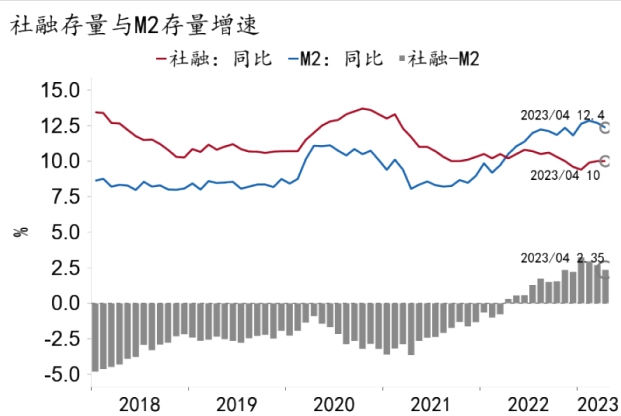
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7：4 月 M2-M1 仍维持在 7.1% 的高位



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8：广义流动性盈余小幅收窄 0.3pct 至 2.4pct



资料来源：Macrobond、招商银行研究院