

M1 负增长，财政货币政策扩张临近

——中国金融系列一

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

宏观事件

5月11日，央行发布2024年4月金融统计数据。数据显示：2024年前四个月社融规模增量为12.73万亿元，比去年同期少3.04万亿元；4月M2余额301.19万亿元，同比增长7.2%；M1余额66.01万亿元，同比下降1.4%。4月末人民币贷款余额同比增长9.6%，存款余额同比增长6.6%。

核心观点

■ 4月金融数据显示出扩张的谨慎

负债端：M1进入负增长状态。1) 4月负债端最大的变化在于M1同比增速进入“负增长”，人民币存款超季节性的回落是主要原因。其中4月企业存款降低1.87万亿，居民存款降低1.85万亿，非银金融降低0.33万亿。一方面，存款回落有季节性因素；另一方面，年初以来债强股弱带动企业和居民“存款搬家”进入到理财市场，非银金融的存款也继续流出。2) 4月M2-M1剪刀差继续扩大至8.6%，显示出货币的活化/流通速度依然较慢，在实体部门对于未来的预期依然不高的背景下，政府最后支出者的需求继续增大。而今年前4个月政府支出的维持谨慎，也影响了以基建为代表的实体经济活动。

资产端：缺乏增量，存量优化。1) 4月社融增量转入负值（减少1987亿元），受政府债、企业债和未贴现银行承兑汇票影响。回顾历史，仅有2002年1月和2005年10月单月社融增量表现为净减少。2) 4月政府债券净融资为-984亿元，在债券市场热度上升的背景下，政府融资偏弱降低了单月社融的表现。4月政治局会议提出要“靠前发力”和避免“前紧后松”，继续关注未来政府融资扩张的节奏。

■ 融资偏弱的现实，利率回升的风险

从经济周期的角度：前期需求不足供给过剩在低通胀的价格上已经反馈，政治局会议提有效需求不足，背后是开始治理产能过程和增加政府支出的过程，对于宏观供需产生改善预期（减少供给，增加需求），带动经济周期回升，中期利率回升。

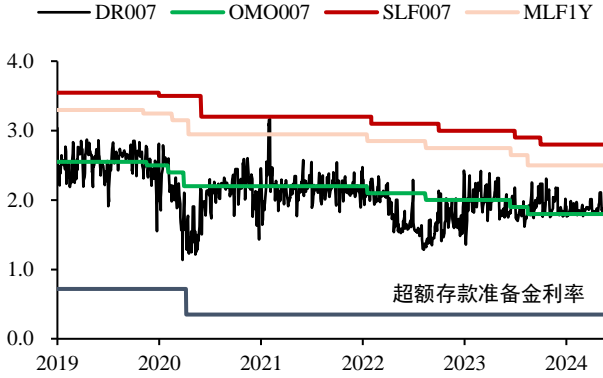
从利率品的供需角度：国债尤其是长期国债供给的增加，需要配合货币流动性的宽松环境，短期来看美国一季度低GDP为国内政策宽松提供了操作空间，但是展望下半年若美国通胀韧性上升，市场提升美联储货币政策的收紧预期定价，国内利率的空间将再次受限，预计利率呈现出平稳有一定回落后逐渐回升的概率在增强。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

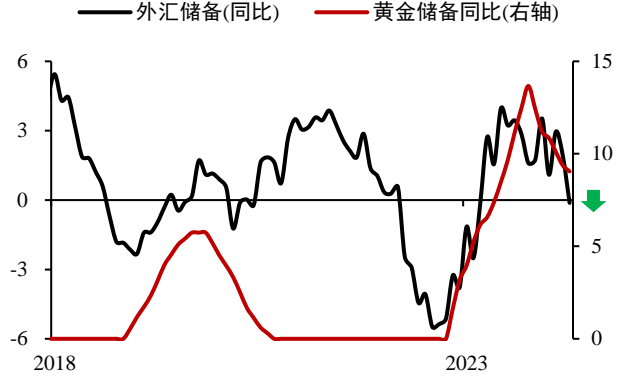
相关图表

图 1: 央行利率走廊向下压缩 | 单位: %



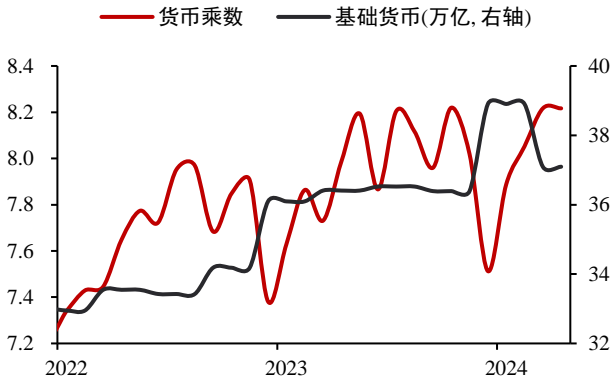
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 2: 外汇储备和黄金储备变化 | 单位: % YoY



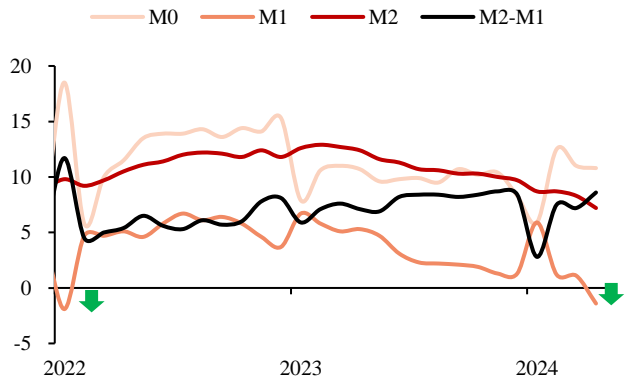
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 3: 基础货币和货币乘数 | 单位: 倍, 万亿



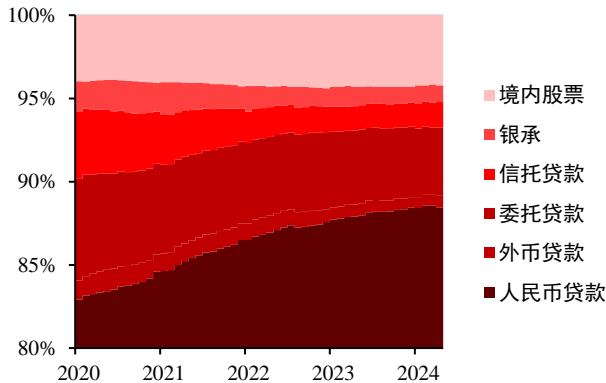
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 4: 货币流动性低位小幅改善 | 单位: % YoY



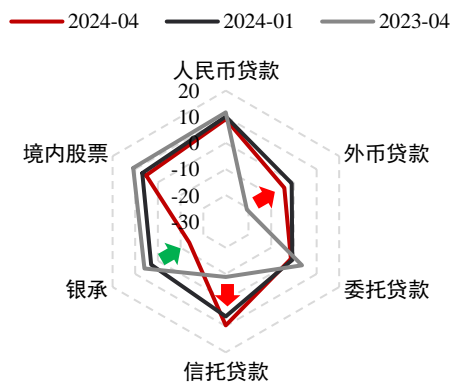
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 5: 社融存量结构 | 单位: %pct



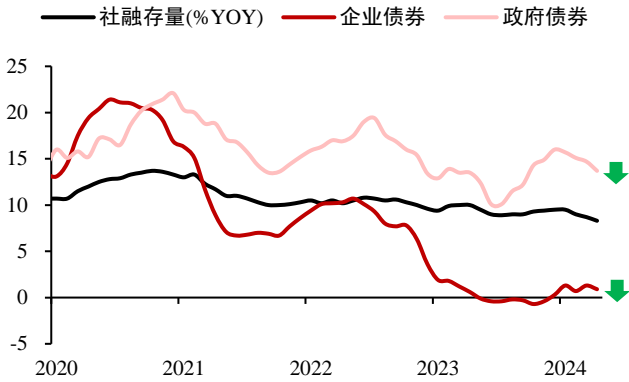
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 6: 社融存量增速 | 单位: % YoY



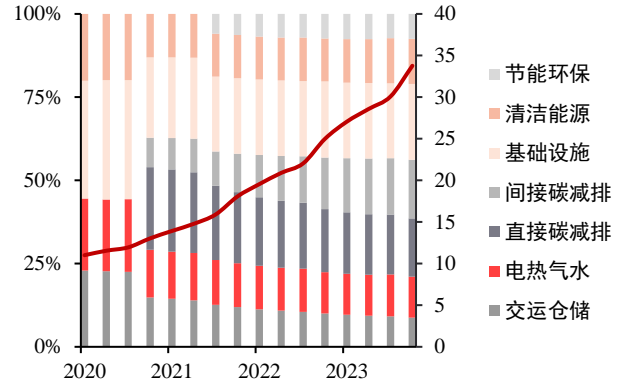
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 7：社融和债券融资增速对比 | 单位：%YoY



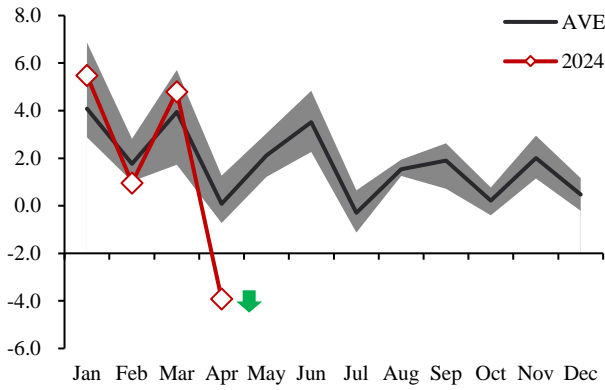
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 8：绿色贷款结构 | 单位：%pct, 万亿_右轴



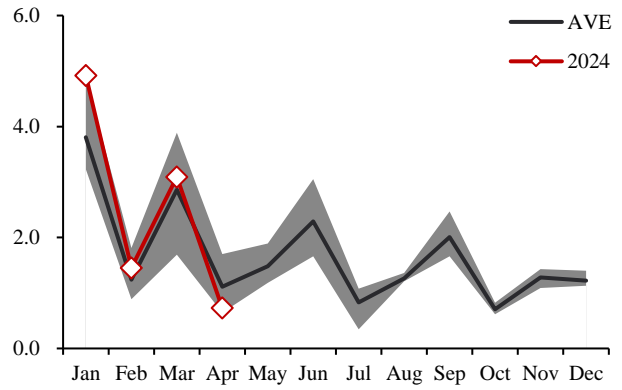
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 9：人民币存款季节性 | 单位：万亿元



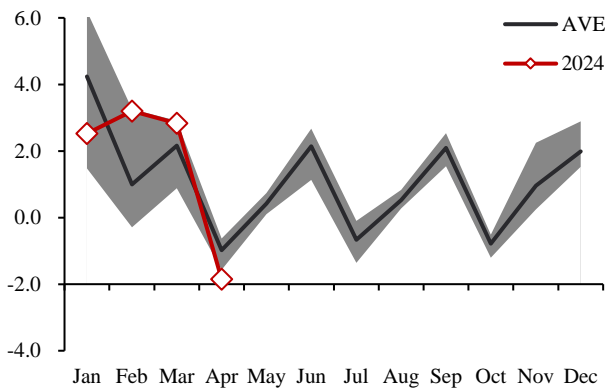
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 10：人民币贷款季节性 | 单位：万亿元



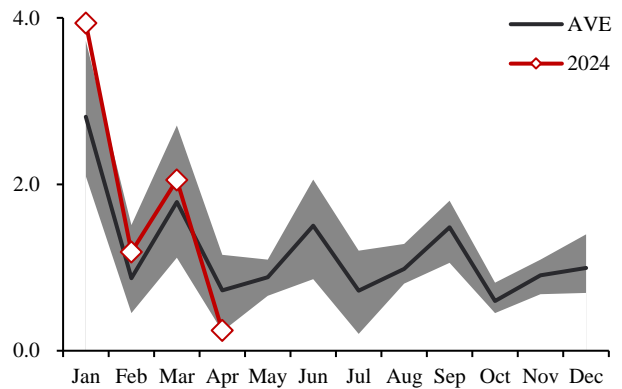
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 11：住户存款季节性 | 单位：万亿元



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 12：中长期贷款季节性 | 单位：万亿元



数据来源：iFind 华泰期货研究院

附录 1：2024 年 4 月金融统计数据报告¹

一、广义货币增长 7.2%

4 月末，广义货币(M2)余额 301.19 万亿元,同比**增长 7.2%**。狭义货币(M1)余额 66.01 万亿元,同比**下降 1.4%**。流通中货币(M0)余额 11.73 万亿元,同比**增长 10.8%**。前四个月净投放现金 3866 亿元。

二、前四个月人民币贷款增加 10.19 万亿元

4 月末，本外币贷款余额 252.41 万亿元，同比**增长 9.1%**。月末人民币贷款余额 247.78 万亿元，同比**增长 9.6%**。

前四个月人民币贷款增加 10.19 万亿元。分部门看，住户贷款增加 8134 亿元，其中，短期贷款增加 50 亿元，中长期贷款增加 8084 亿元；企（事）业单位贷款增加 8.63 万亿元，其中，短期贷款增加 2.56 万亿元，中长期贷款增加 6.61 万亿元，票据融资减少 6619 亿元；非银行业金融机构贷款增加 4943 亿元。

4 月末，外币贷款余额 6509 亿美元，同比下降 11.7%。前四个月外币贷款减少 55 亿美元。

三、前四个月人民币存款增加 7.32 万亿元

4 月末，本外币存款余额 297.45 万亿元，同比增长 6.4%。月末人民币存款余额 291.59 万亿元，同比**增长 6.6%**。

前四个月人民币存款增加 7.32 万亿元。其中，住户存款**增加 6.71 万亿元**，非金融企业存款减少 1.65 万亿元，财政性存款减少 1874 亿元，非银行业金融机构存款**增加 1.23 万亿元**。

4 月末，外币存款余额 8252 亿美元，同比下降 6.4%。前四个月外币存款增加 273 亿美元。

四、4 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.87%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.86%

4 月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 183.82 万亿元，日均成交 8.36 万亿元，日均成交同比下降 0.9%。其中，同业拆借日均成交同比下降 30.1%，现券日均成交同比增长 34.1%，质押式回购日均成交同比下降 4.9%。

¹ 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5348260/index.html>

4月份同业拆借加权平均利率为1.87%，比上月低0.01个百分点，比上年同期高0.18个百分点。质押式回购加权平均利率为1.86%，比上月低0.05个百分点，比上年同期高0.09个百分点。

注1：当期数据为初步数。

注2：自2015年起，人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项，人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

注4：自2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。12月末流通中数字人民币余额为136.1亿元。修订后，2022年各月末M1、M2增速无明显变化。修订后M0增速如下：

表 1: M0 增速修订 | 单位: %YOY

	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06
流通中货币(M0)	18.50%	5.80%	10.00%	11.50%	13.50%	13.90%
	2022.07	2022.08	2022.09	2022.1	2022.11	2022.12
流通中货币(M0)	13.90%	14.30%	13.60%	14.40%	14.10%	15.30%

资料来源：中国人民银行

注5：自2023年1月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。2023年1月末，三类机构贷款余额8410亿元，当月增加57亿元；存款余额222亿元，当月增加27亿元。文中数据均按可比口径计算。

附录 2：2024 年 4 月社会融资规模统计数据报告

2024 年 4 月社会融资规模存量统计数据报告²

初步统计，2024年4月末社会融资规模存量为389.93万亿元，同比**增长8.3%**。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为244.92万亿元，同比**增长9.1%**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为1.78万亿元，同比**下降4.2%**；委托贷款余额为11.18万亿元，同比**下降1.3%**；信托贷款余额为4.12万亿元，同比**增长9.7%**；未贴现的银行承兑汇票余额为2.59万亿元，同比**下降13.8%**；企业债券余额为31.78万亿元，同比增长0.9%；政府债券余额为71.06万亿元，同比**增长13.7%**；非金融企业境内股票余额为

² 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5348255/index.html>

11.53 万亿元，同比增长 **5.2%**。

从结构看，4 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.8%，同比高 0.5 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.5%，同比持平；委托贷款余额占比 2.9%，同比低 0.2 个百分点；信托贷款余额占比 1.1%，同比高 0.1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.7%，同比低 0.1 个百分点；企业债券余额占比 8.1%，同比低 0.6 个百分点；政府债券余额占比 18.2%，同比高 0.8 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3%，同比持平。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

2024 年 4 月社会融资规模增量统计数据报告³

初步统计，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**。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 9.44 万亿元，同比少增 **1.7 万亿元**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 1213 亿元，同比多增 926 亿元；委托贷款减少 906 亿元，同比多减 1670 亿元；信托贷款增加 2126 亿元，同比多增 2048 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1014 亿元，同比少增 2327 亿元；企业债券净融资 1.17 万亿元，同比多 90 亿元；政府债券净融资 1.26 万亿元，同比少 **1.02 万亿元**；非金融企业境内股票融资 949 亿元，同比少 2194 亿元。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国

³ 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5348250/index.html>

债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编: 510000

电话: 400-6280-888

网址: www.htfc.com