

4月金融数据剧烈波动主要源于各类短期因素碰头叠加，后期有望恢复常态

——2024年4月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2024年5月11日，央行公布数据显示，2024年4月新增人民币贷款7300亿，同比多增112亿；4月新增社会融资规模为-1987亿，同比多减约1.4万亿。4月末，广义货币(M2)同比增长7.2%，增速比上月末低1.1个百分点；狭义货币(M1)同比下降1.4%，增速较上月末低2.5个百分点。

基本观点：

整体上看，主要在各类短期因素碰头叠加影响下，4月金融数据出现剧烈波动。其中，受“贷款均衡投放效应”反转影响，4月银行信贷额度增加，当月新增贷款恢复同比多增，符合市场预期。但消费推迟导致居民短期贷款大幅下降，楼市低迷及居民提前偿债房贷导致居民中长期贷款走低，防范资金沉淀空转对企业中长期贷款影响较大，4月信贷结构不佳，票据冲量现象明显。与此同时，当月新增社融数据出现历史罕见负值，除投向实体经济的贷款少增外，主要受政府债券到期量大、发行节奏偏缓，以及表内票据冲量带动表外票据融资大幅下降等各类短期因素碰头叠加影响，不必过度解读。

展望未来，伴随“贷款均衡投放”效应反转，二季度新增各类贷款有望持续同比多增，而在国债到期量高峰退去，超长期特别国债开闸发行，地方政府债发行节奏加快等因素推动下，新增社融数据不仅会恢复正增长，而且一些月份会出现同比多增。

具体来看：

一、4月新增贷款恢复同比多增，但票据冲量现象明显。其中，当月居民短贷和中长期贷款均为负增，且同比大幅多减；企业贷款虽同比多增，但中长期贷款新增规模同比大降，票据融资同比则大幅多增，显示企业贷款结构有所恶化。

4月新增人民币贷款7300亿，环比季节性大降2.36万亿，同比多增112亿。同比恢复多增主要源于在“信贷均衡投放”导致一季度新增人民币贷款同比大幅少增后，二季度这一影响反转，银行信贷额度增加。从结构上看，4月居民贷款表现弱于企业贷款，票据冲量现象明显。其中，当月居民短贷大幅负增3518亿，同比多减2263亿，或与近期各地正在陆续出台“以旧换新”政策，造成部分汽车、家电等耐用

消费品需求延迟释放有关。高频数据显示，4月国内汽车销售增速明显放缓。当月新增居民中长期贷款也为负值，且同比多减，主要源于近期楼市持续低迷，以及实际房贷利率偏高，部分居民在提前偿还房贷。

4月企业贷款同比虽多增1761亿，但新增贷款结构恶化。其中，尽管基建和制造业投资较快增长对企业贷款需求有一定支撑，但主要受防范资金沉淀空转等影响，当月企业中长期贷款同比少增2569亿，企业短贷同比多减3001亿。在银行信贷额度宽裕，但贷款需求较弱影响下，4月新增表内票据融资达8381亿，高于整体信贷规模，同比则大幅多增7101亿。这也与当月票据利率持续下行相印证。

我们认为，近期信贷增长势头放缓，也与政策面引导直接相关。4月18日央行发文称，要“引导金融机构保持信贷均衡投放，增强贷款增长的稳定性和可持续性，拉长时间、跨越周期保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，以金融总量的合理适度增长支持实体经济平稳健康发展”。我们判断，“拉长时间、跨越周期”或意味着“信贷均衡投放”并不仅仅限于年初前后的信贷投放节奏平滑，而是从更长时间周期观察信贷增长的稳定性和对实体经济的支持效果。因此，4月新增贷款规模尽管恢复同比多增，但幅度有限。这在央行最新发布的《2024年第一季度货币政策执行报告》中也有所体现，报告指出“当前信贷增长已由供给约束转化为需求约束”，“当信贷存量规模比较大时，继续增加信贷投放的边际效果递减”，也反映出政策层面已经淡化了对信贷总量增长的要求。

二、4月社融负增1987亿，同比大幅多减1.42万亿。这是自2002年1月有该项数据记录以来，新增社融第三度为负。4月社融数据大幅不及上年同期，除因投向实体经济的人民币贷款同比少增外，还受到政府和企业债券融资、表外票据融资和股票融资等分项拖累。

4月社融负增1987亿，环比季节性多减5.07万亿，同比亦大幅多减1.42万亿。这是自2002年1月有该项数据记录以来，新增社融第三度为负，而上一次录得负值还是在2005年10月。从存量增速看，4月末社融存量同比增长8.3%，增速较上月末下滑0.4个百分点，续创有历史记录以来新低。

从分项来看，4月社融数据大幅不及上年同期，除因投向实体经济的人民币贷款同比少增1125亿元——该指标同比变化与各项贷款的差异主要来自当月非银贷款同比多增——以外，还受到政府债券融资、企业债券融资、表外票据融资和股票融资等分项拖累。

其中，受国债到期量较大导致净融资为负，以及新增地方债发行较少影响，4月政府债券融资负增984亿，同比大幅多减5532亿，是当月社融同比大幅多减的最主要拖累。此外，4月企业债券融资新增规模仅493亿，同比少增2447亿，背后是到期量较大、城投新增融资受到严格限制以及地产债发行依然困

难。4月表外票据融资负增4486亿，同比多减3141亿，这主要与当月票据融资放量导致表外票据转向表内有关。此外，受IPO监管收紧影响，4月非金融企业股票融资同比也少增807亿。

三、主要受新增社融罕见为负影响，4月末M2增速大幅回落，且已明显低于合意水平；M1增速转负，除了受社融数据波动影响外，还主要受楼市低迷以及市场主体经营和投资活跃度不足拖累，4月末M2与M1增速“剪刀差”再度高位扩大。

M2方面，4月末同比增速为7.2%，较上月末大幅回落1.1个百分点，创有历史记录以来最低。央行最新发布的《2024年第一季度货币政策执行报告》中重申，要“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。考虑到今年GDP增速目标为“5.0%左右”，CPI目标是“3.0%”左右，因此8.0%是M2和社融增速的底线。因此4月末M2增速已较大幅度偏离这一底线水平。主要原因是当月新增社融出现历史罕见的负增，严重拖累存款派生。可以看到，当月各类存款下降3.92万亿，同比多减3.46万亿。考虑到当月社融数据畸低属各类短期因素碰头叠加所致，我们预计4月末M2增速骤降也属于短期波动。5月末有望大幅反弹至8.0%之上。不过，2023年2月以来M2增速持续下行，根本原因是受房地产行业持续调整影响，经济面临一定下行压力，而且物价水平也在走低，名义GDP增速下滑较快。这导致市场主体融资需求下降，各项贷款余额增速从2023年3月末的11.1%持续降至今年4月末的9.6%，存量社融增速也从2023年3月末的10%降至今年4月末的8.3%。M2和社融是一体两面，融资需求放缓带动货币供应量减速。

4月末M1增速为-1.4%，较上月末大幅下行2.5个百分点，除了受社融数据波动直接影响外，楼市低迷以及市场主体经营和投资活跃度不足是主要拖累。4月末M2和M1增速的“剪刀差”扩大至8.6个百分点。近年来M2与M1增速“剪刀差”持续处于高位，主要原因是房地产市场低迷背景下，居民购房需求下降，居民存款向房企活期存款转移受阻；同时，在经济下行压力下，企业经营投资活跃度偏弱，资金“活化”比重下降。明显偏低的M1增速及较高的M2与M1增速“剪刀差”表明，当前亟需通过有效刺激内需、提振实体经济活跃度，特别是推动房地产行业尽快实现软着陆等方式，提振经济内生增长动能。

整体上看，主要在各类短期因素碰头叠加影响下，4月金融数据出现剧烈波动。其中，受“贷款均衡投放效应”反转影响，4月银行信贷额度增加，当月新增贷款恢复同比多增，符合市场预期。但消费推迟导致居民短期贷款大幅下降，楼市低迷及居民提前偿债房贷导致居民中长期贷款走低，防范资金沉淀空转对企业中长期贷款影响较大，4月信贷结构不佳，票据冲量现象明显。与此同时，当月新增社融数据出现历史罕见负值，除投向实体经济的贷款少增外，主要受政府债券到期量大、发行节奏偏缓，以及表内票据

冲量带动表外票据融资大幅下降等各类短期因素碰头叠加影响，不必过度解读。

展望未来，伴随“贷款均衡投放”效应反转，二季度新增各类贷款有望持续同比多增，而在国债到期量高峰退去，超长期特别国债开闸发行，地方政府债发行节奏加快等因素推动下，新增社融数据不仅会恢复正增长，而且一些月份会出现同比多增。不过，考虑到当前经济仍然面临一定下行压力，特别是地产、城投两个主要行业都处于调整阶段，信贷需求收缩，并且正在偿还存量贷款，这会不可避免地影响信贷总量增速。而当前政策面的重点是盘活以上存量贷款，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，做好“五篇大文章”。因此，当前及未来一段时间，可适度淡化对信贷、社融总量的关注，重点观察结构性货币政策工具引导金融资源对重点领域有效需求的满足程度，其中包括制造业中长期贷款、普惠小微企业贷款、绿色贷款等的增速。这是今年货币政策“精准有效”的具体体现。

货币政策走向方面，一季度 GDP 增速超出市场预期，4 月官方 PMI 指数保持在扩张区间，短期内仍将处于政策观察期，实施降息降准的可能性都不大。不过，4 月底中央政治局会议强调，“经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。”这意味着尽管一季度经济实现良好开局，但主要受房地产行业调整影响，当前经济仍然面临一定下行压力，宏观政策需要继续保持稳增长取向。为此，本次会议指出，政策上要“避免前紧后松，切实巩固和增强经济回升向好态势”，并具体要求“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。”这意味着在当前及未来一段时间物价水平偏低的环境下，未来降息降准都有空间，且不排除三季度落地的可能。另外，考虑到当前楼市走势依然低迷，后期政策面将重点加大对房地产行业“定向降息”的力度，具体措施包括继续较大幅度下调 5 年期以上 LPR 报价，下调或取消更多城市首套及二套房贷利率下限，引导居民房贷利率持续较快下行等。这是扭转楼市预期，推动房地产行业实现软着陆的关键一招。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。