

挤出水分，回归本源

——金融数据点评（2024年4月）

4月我国社融减少1,987亿（预期新增1.01万亿），同比少增1.42万亿；新增人民币贷款7,300亿（预期7,433亿），同比多增112亿；M2同比增长7.2%（预期8.3%），M1同比缩减1.4%。

社融和M1同时负增长，为历史首次，叠M2单月增速下降1.1pct，均表明此次数据不同寻常。其中既有央行抑制资金空转沉淀的政策效果，也有内需低迷的影响。一方面，金融业增加值核算优化调整，使得金融机构在月末冲高存贷款增速的压力减弱，存贷款同时“挤水分”，导致货币与信贷增速下降。以往金融业增加值季度核算主要参考存贷款余额增速进行推算，今年一季度起主要参考银行利润指标，包括净息收入与非息收入等，可更客观地反映金融业对经济的增量贡献。另一方面，高息揽储禁令之下¹，资金空转套利空间缩小，有效抑制了部分企业与银行的盲目扩表行为，也对金融总量造成了收缩性影响。

一、信贷：总量低迷、结构失衡

信贷总量低迷反映私人部门信贷需求不足，结构上非银贷款对实体贷款形成一定替代。以过去五年同期均值作为参照，4月新增人民币贷款7,300亿，低于过往约3,800亿；结构上，新增非银金融机构贷款2,607亿，较过往增加1,234亿；而投向实体经济的人民币贷款仅为3,306亿，大幅减少5,865亿。

¹4月初，市场利率定价自律机制下发《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，明确要求银行不得通过事前承诺、到期手工补付息等方式，变相突破存款利率授权要求或自律上限。



企业端，PMI 新订单指数下行、PPI 环比继续下跌，指向供给修复仍然强于需求，企业新增贷款动力不足。4 月非金融企业贷款新增 8,600 亿，同比多增 1,761 亿。其中，中长贷当月新增 4,100 亿，同比少增 2,569 亿；短贷减少 4,100 亿，同比大幅少增 3,001 亿。票据需求旺盛，利率放量下行，印证表内信贷需求疲弱。4 月票据净融资增加 8,381 亿，同比多增 7,101 亿；国股行半年直贴利率中枢为 1.64%，环比下降 46bp。

居民端，由于新房销售低迷，叠加过去几年发放的经营贷和消费贷逐渐到期，新增贷款落入负区间。4 月居民贷款减少 5,166 亿，同比多减 2,755 亿。其中中长贷减少 1,666 亿，同比多减 510 亿；短贷减少 3,518 亿，同比多减 2,263 亿。

二、社融：政府债、企业债同步回落

4 月社融减少 1,987 亿，2005 年以来首次落入收缩区间，存量增速下行 0.4pct 至 8.3%。政府债发行依旧缓慢，4 月政府债融资减少 984 亿，同比多减 5,532 亿。特别国债启动发行后，政府债有望对社融形成实质性支撑。受制于企业融资需求不足，企业债在一季度冲高后回落，4 月增加 493 亿，同比少增 2,447 亿。

三、货币：流出银行体系

4 月 M2 同比增速进一步下行 1.1pct 至 7.2%，企业与居民存款同时形成拖累。企业端，手工补息规范治理后，企业存款流出银行体系，大幅减少 1.87 万亿，同比多减 1.73 万亿。居民端，由于近期存款利率持续下行，而基金理财收益率上行，导致存款回流金融市场，4 月居民存款减少 1.85 万亿，同比多减 6,500 亿。财政存款增长受融资进展偏慢制约，4 月增加 981 亿，同比少增 4,047 亿。

4 月 M1 同比增速-1.4%，环比大幅下降 2.5pct，一方面或反映了此前



不规范的企业存款的消失或转移，另一方面也受到企业和居民存款定期化的影响。

四、前瞻：下调全年社融和 M2 增速预测

总体上看，4月社融与货币增速大幅下行，是在支持实体经济、减少资金空转的政策导向之下，金融指标“挤水分”“去虚胖”的结果。这一过程或在二季度持续，并延续至下半年。长期看，这有利于平滑信贷总量波动，缓解银行业净息差收窄的趋势，释放潜在金融风险。一季度《货币政策执行报告》指出，信贷增速下行并不意味着金融支持实体经济力度减弱，居民存款回流金融市场导致 M2 下滑也并不表示货币供给下降，应理性看待。

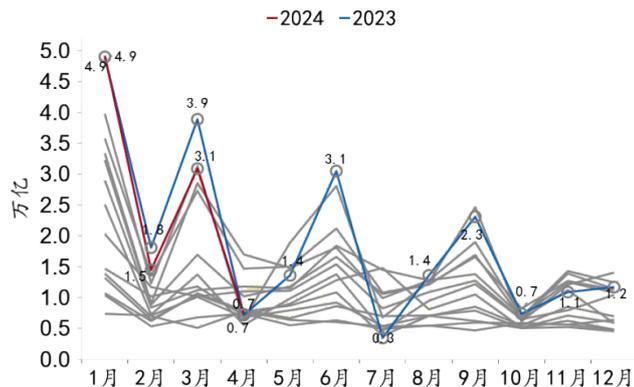
前瞻地看，考虑到央行对金融总量增长的关注度边际淡化，直接融资的重要性上升，社融和 M2 增速中枢或下移至 8% 左右。一季度《货币政策执行报告》明确要求，“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配”，未来金融工作将进一步提升服务实体经济质效，回归本源。

（作者：谭卓 牛梦琦）

附录

图 1: 4月信贷新增7,300亿, 同比小幅增加112亿

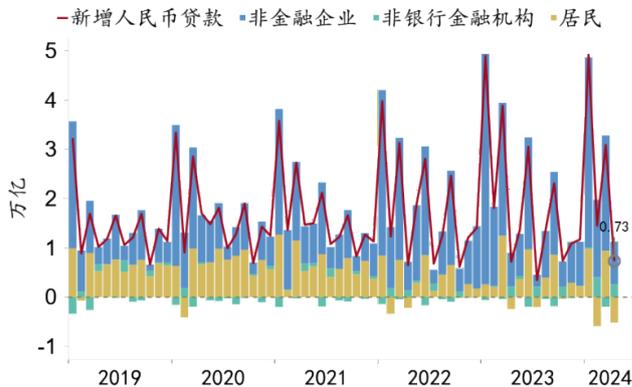
信贷的季节性



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 非银贷款上升, 投向实体的贷款大幅回落

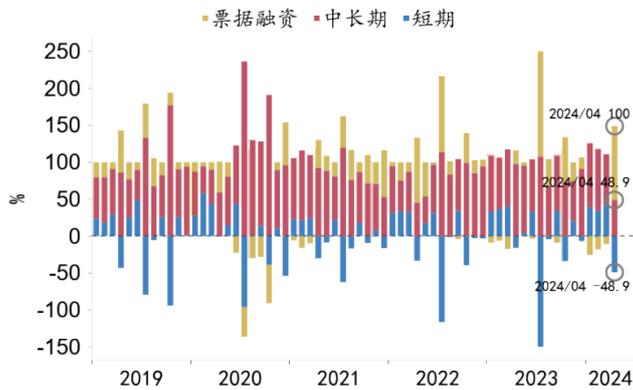
新增人民币贷款及构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 表内信贷需求疲弱推升票据融资

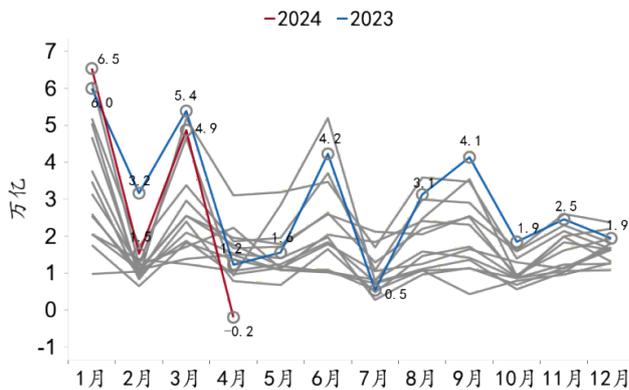
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 4月社融落入收缩区间, 为2005年以来首次

新增社融的季节性



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 受居民与企业存款拖累, 4月M2增速下滑至7.2%

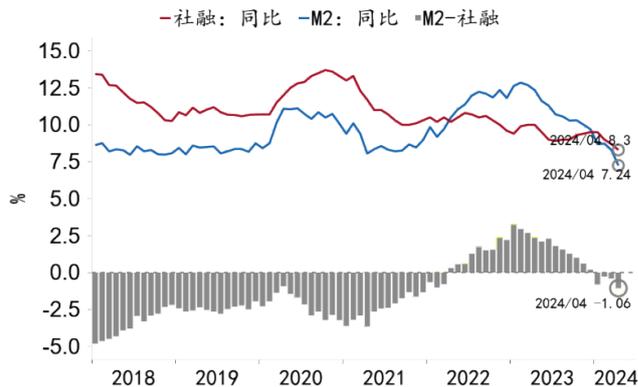
中国M2-M1增速剪刀差



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: M2增速大幅下滑, 带动广义流动性缺口扩大

社融存量与M2存量增速



资料来源: Macrobond、招商银行研究院