

## 4月金融数据不及市场预期，“紧信用”过程加快

央行公布数据显示：2021年4月新增金融机构人民币贷款1.47万亿，环比少增1.26万亿，同比少增2293亿，月末人民币贷款余额增速12.3%，较上月末低0.3个百分点，较上年同期低0.8个百分点。

4月新增社融1.85万亿，环比少增约1.5万亿，同比少增约1.25万亿；4月末存量社会融资规模296.16万亿，同比增长11.7%，增速比上月末低0.6个百分点，比上年同期低0.3个百分点。4月末，M2同比增长8.1%，增速比上月末低1.3个百分点，比上年同期低3个百分点；M1同比增长6.2%，增速比上月末低0.9个百分点，比上年同期高0.7个百分点。

### 主要观点：

4月信贷、社融及M2等主要金融数据增速超预期下行，一方面源于上年同期货币扩张带来的高基数效应，但更重要的原因是在今年一季度经济修复势头良好背景下，4月“紧信用”过程加快。这将推动二季度宏观杠杆率延续此前两个季度的压降过程，从而为全年宏观杠杆率稳中有降打下基础。具体来看：

4月人民币贷款同比少增2300亿，拖累月末贷款余额增速较上月末放缓0.3个百分点，显示信贷投放延续收紧过程。从结构上看，4月信贷结构在政策“有保有压”下呈现出继续向中长期贷款倾斜的特征，同时居民贷款占比下降；当月企业中长期贷款表现相对强劲，而企业短贷较弱，票据融资环比虽有改善，但高基数下同比仍明显少增；居民中长期贷款同比维持多增但多增幅度收窄，居民短贷则在严监管效应下同比大幅少增。

4月社融同比少增约1.25万亿，拖累月末社融存量增速较上月末下滑0.7个百分点。从分项看，除人民币贷款同比少增外，4月新增企业债券融资规模在高基数影响下同比显著收缩，继续成为社融同比下行的主要拖累项，表外融资则维持压降势头。

4月末M2增速大幅回落，一个原因是当月信贷增速下滑，带动存款派生减速；另外，4月财政存款大幅多增，也对M2增速起到明显下拉作用。4月末M1增速下滑0.9个百分点，除上年同期基数抬高外，4月房地产市场降温也是一个重要原因，或不代表实体经济活跃程度明显下降。

展望5月，新增信贷、社融环比小幅下行概率较大，同比也将出现小幅少增。这将带动5月信贷、社融增速继续小幅下滑，M2及M1增速则有望低位企稳。我们判断，在今年信用总量整体收紧的背景下，接下来货币投放将更加凸显“有保有压”的结构性特征。

具体分析如下：

一、4月人民币贷款同比少增2300亿，拖累月末贷款余额增速较上月末放缓0.3个百分点，显示信贷投放延续收紧过程。从结构上看，4月信贷结构在政策“有保有压”下呈现出继续向中长期贷款倾斜的特征，居民贷款占比下降；当月企业中长期贷款表现相对强劲，而企业短贷较弱，票据融资环比虽有改善，但高基数下同比仍明显少增；居民中长期贷款同比维持多增但多增幅度收窄，居民短贷则在严监管效应下同比大幅少增。

4月新增人民币贷款1.47万亿，环比少增1.26万亿，符合季初信贷投放力度减弱的季节性规律。同比来看，4月新增人民币贷款较上年4月少增2300亿，拖累月末贷款余额增速进一步下行至12.3%，较上月末放缓0.3个百分点。去年4月银行信贷投放持续发力以对冲疫情冲击，造成同比基数偏高；与疫情前的2019年4月相比，今年4月新增人民币贷款仍多增4500亿，但相较上月1.04万亿的多增幅度，仍显示“紧信用”效应正如期释放。3月22日，央行组织召开主要银行信贷结构优化调整座谈会，会上强调要“保持贷款平稳增长、合理适度，把握好节奏。”由此，在一季度信用扩张超预期的情况下，4月信贷投放节奏进一步放缓符合政策导向。

图1 新增人民币贷款规模及增速

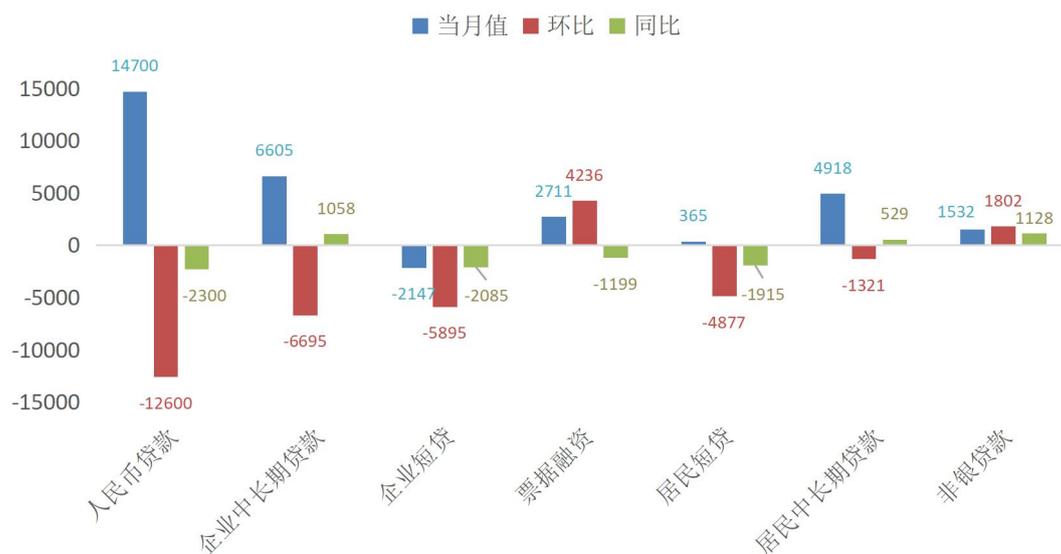


数据来源：WIND

从分项来看，除票据融资和非银贷款外，4月人民币贷款各分项新增规模环比均现季节性回落。当月非银贷款较上月多增1802亿，亦符合该分项季节性规律；新增票据融资转正至2711亿、环比大幅多增4236亿，主因票据利率回落提振企业票据贴现需求——票据利率

回落也表明 4 月贷款额度较为宽松，应与季初信贷投放力度偏弱，以及当前涉房贷款和居民短贷监管收紧释放出部分贷款额度有关。同比来看，4 月各分项新增规模变动情况基本延续上月表现出的分化特征：企业中长期贷款和居民中长期贷款同比多增，企业短贷和票据融资则同比大幅少增；变化之处在于上月居民短贷同比小幅多增，而 4 月居民短贷同比大幅少增，表明严监管效应正在集中显现。

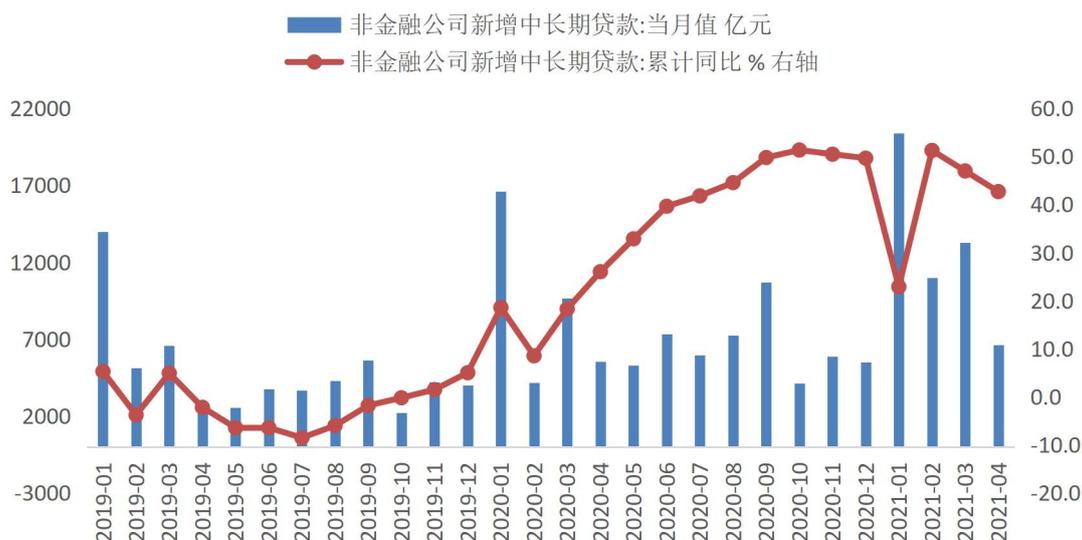
图 2 4 月人民币贷款各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源：WIND，东方金诚整理

具体来看，4 月新增企业中长期贷款环比虽季节性少增 6695 亿，但同比多增 1058 亿。在近两个月新增信贷整体规模同比缩量的情况下，企业中长期已连续第 14 个月保持同比多增——这一方面反映国内经济动能仍处上行过程，实体经济融资需求旺盛，另一方面也因政策层面继续支持银行加大对实体经济的中长期贷款支持力度，政策叠加效应持续显现。4 月新增票据融资虽因票据利率回落而大幅转正，但去年 4 月票据利率水平更低且引发企业票据套利，因此在高基数效应下，今年 4 月票据融资仍同比少增 1199 亿。此外，4 月企业短期贷款下降 2417 亿，降幅超出季节性规律，主要源于经济上行阶段，银行风险偏好上升，发放长期贷款意愿增强，以及去年同期基数偏高。

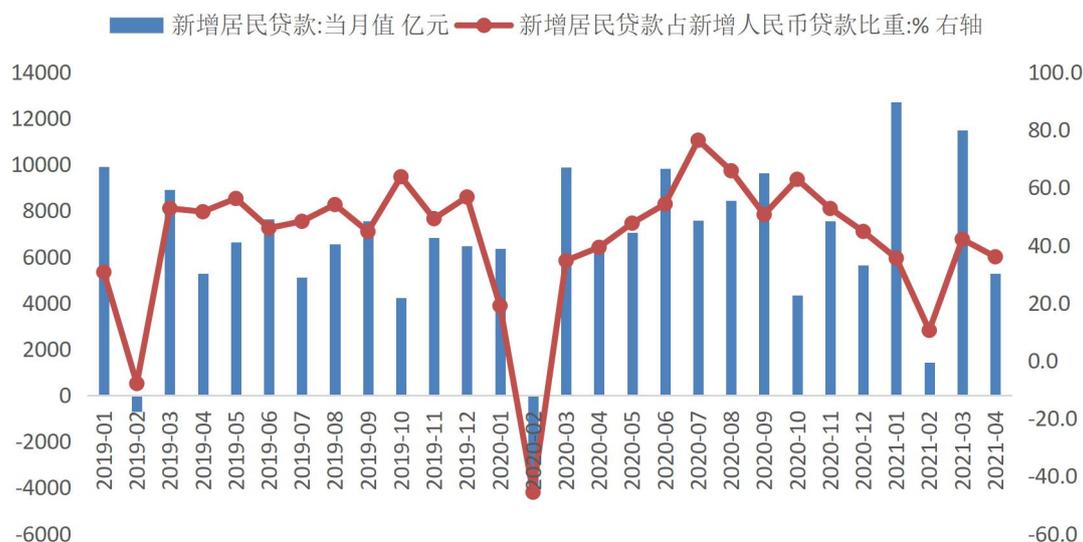
图 3 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚整理

居民贷款方面，4月新增居民中长期贷款4918亿，环比少增1321亿，同比维持多增，但多增幅度仅529亿，明显不及上月的1501亿，与当月商品房销售在各地密集出台楼市调控政策影响下边际降温相印证。值得一提的是，4月新增居民短贷365亿，环比大幅少增4877亿，同比也少增1915亿。这一方面源于监管严查经营贷和消费贷违规流入楼市，另一方面也与监管大力整治互联网借贷乱象有关。

图4 新增居民贷款规模及占比



数据来源：WIND，东方金诚整理

二、4月社融同比少增约1.25万亿，拖累月末社融存量增速较上月末下滑0.7个百分点。从分项看，除人民币贷款同比少增外，4月新增企业债券融资规模在高基数影响下同比

显著收缩，继续成为社融同比下行的主要拖累项，表外融资维持压降，外币贷款也在近期美元贷款利率上升抑制下出现同比较大幅度缩量。

4月新增社融1.85万亿，环比少增1.49万亿，主因投向实体经济的人民币贷款环比季节性少增1.47万亿，其他分项环比变动方向不一，但变动量均不大。同比来看，新增社融同比少增约1.25万亿，这也拖累月末社融存量增速进一步放缓至11.7%，较上月末下行0.6个百分点。各分项中，除人民币贷款外，企业债券融资、表外票据融资、信托贷款和外币贷款与去年同期相比也都出现较大幅度少增。

图5 社会融资规模增长状况



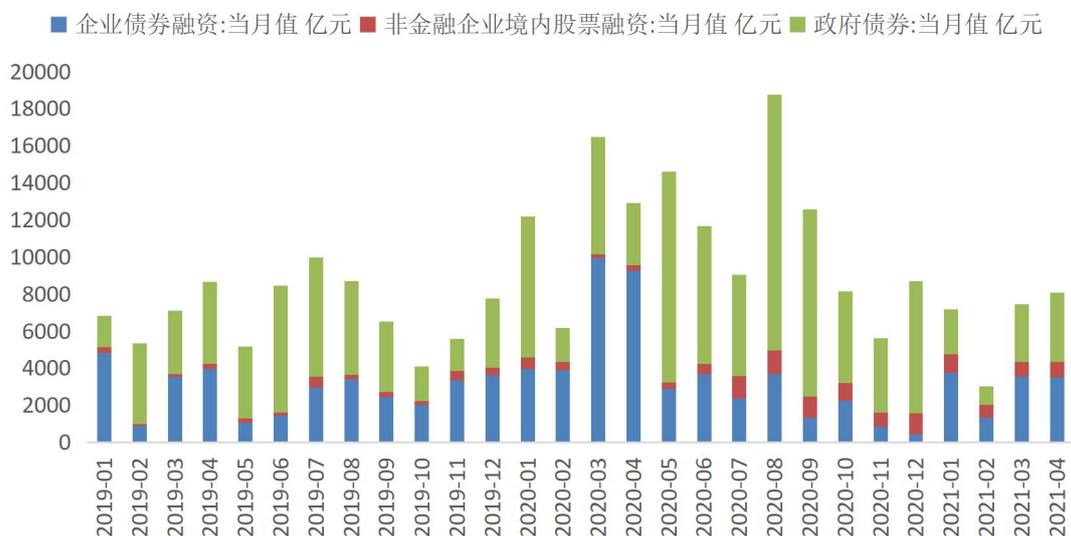
数据来源：WIND

具体来看，债券融资方面，4月企业债券融资新增规模与上月持平，但因去年同期利率走低、融资政策宽松带动信用债净融资大幅放量，高基数影响下同比大幅少增5728亿，继续成为当月社融同比下行的主要拖累项，也是当月社融存量增速放缓幅度明显超出贷款余额增速的原因所在；4月新增地方政府专项债发行开闸，地方债净融资规模回升带动当月企业债券融资环比多增608亿，同比多增382亿，但因变动量不大，故对整体社融走势影响有限。

表外融资方面，4月表外票据融资负增2729亿，环比大致持平，同比则大幅多减2729亿，当月企业开票需求不弱，表外票据融资大幅收缩一方面与到期量较大有关，另一方面也因票据贴现恢复，导致大量表外票据通过贴现转移至表内。由于信托业严监管态势依旧叠加房企融资受限，4月信托贷款维持压降态势，环比虽少减463亿，但同比多减1351亿；此外，4月委托贷款维持稳定压降势头，环比多减171亿，同比少减366亿。

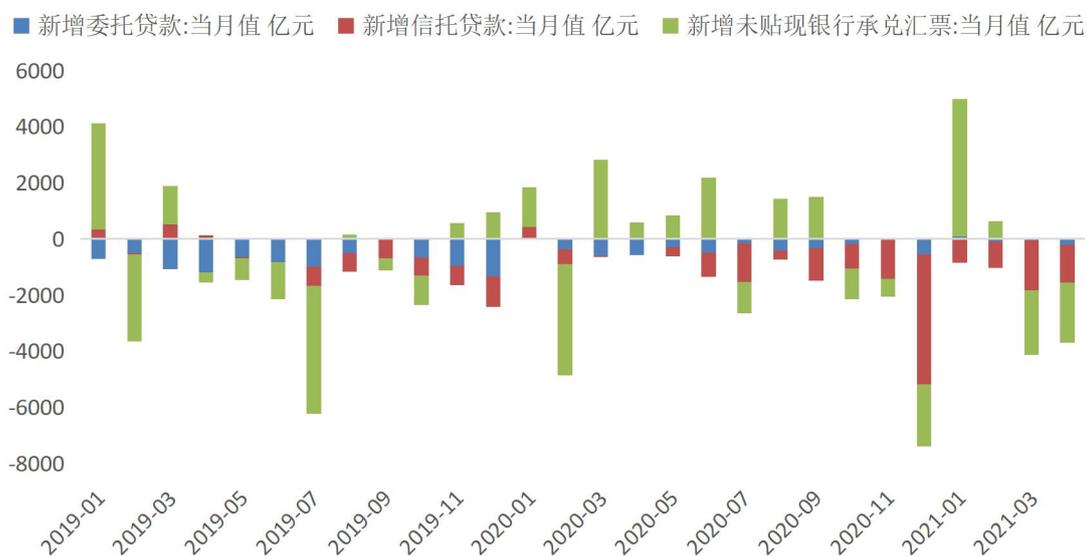
另外值得一提的是，在月内人民币升值背景下，4月外币贷款反而负增272亿，环比多减554亿，同比多减达1182亿，我们认为这主要受近期美元贷款利率回升抑制。

图6 直接融资增量变化



数据来源：WIND

图7 表外融资增量变化



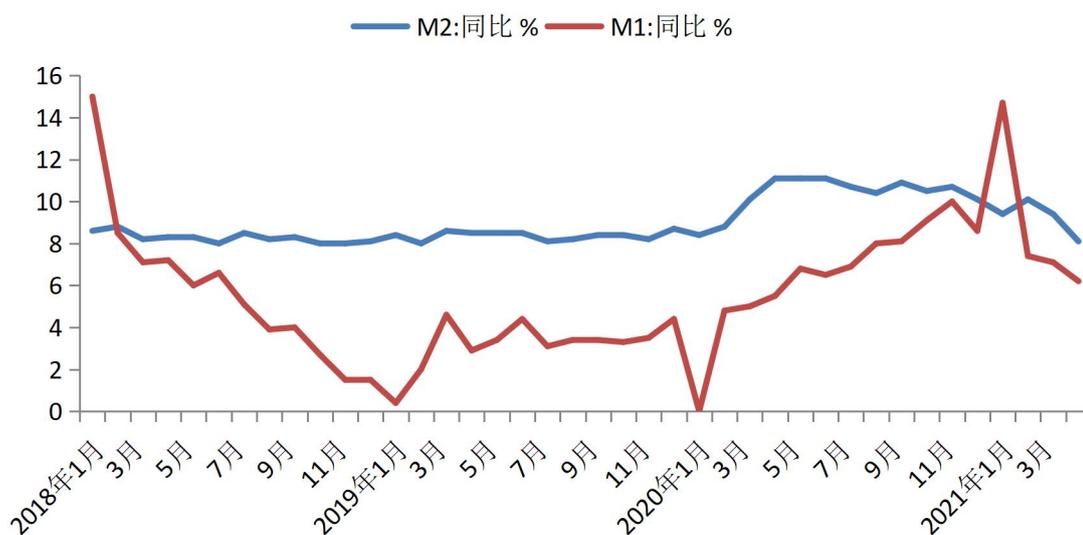
数据来源：WIND

三、4月末M2增速大幅回落，一个原因是当月信贷增速下滑，带动存款派生减速；另外，4月财政存款大幅多增，也对M2增速起到明显下拉作用。4月末M1增速下滑0.9个百分点，除上年同期基数抬高外，4月房地产市场降温也是一个重要原因，或不代表实体经济活跃程度明显下降。

4月末，M2同比增速较上月末下降1.3个百分点至8.1%，显著低于市场预期。这一方面代表伴随经济进入修复过程中，广义货币供应量正在延续去年下半年以来的总体下行势头，符合稳定宏观杠杆率的政策方向。另一方面，4月M2增速大幅不及预期，还有以下几个直接原因：一是当月贷款增速下行，存款派生随之减速；二是4月财政存款较上年同期大幅多增5248亿——财政存款多增会直接拉低M2增速。而当前财政存款大幅多增意味着，在上半年经济修复较快背景下，财政支出节奏正在放缓，主要目的是为下半年支出扩张留出空间，从而平滑季度GDP增速波动；最后，上年同期正处于货币供应量扩张的顶峰阶段，高基数也压低了今年4月的M2增速。

4月末M1同比为6.2%，较上月末下降0.9个百分点，降幅同样超出市场预期。4月M1同比增速下滑，一个原因是去年同期基数上行了0.5个百分点。此外，高频数据显示，4月30个大中城市商品房销量较3月下滑，同比增速大幅下行。历史数据显示，M1增速与房地产市场热度存在较强关联。考虑到4月官方制造业及非制造业PMI仍处于扩张区间，且财新两个PMI指数均大幅上行，我们判断4月M1增速下滑或不代表实体经济活跃程度显著下降。

图8 M2与M1增速



数据来源：WIND

我们认为，4月信贷、社融及M2等主要金融数据增速超预期下行，一方面源于上年同期货币扩张带来的高基数效应，但更重要的原因是在今年一季度经济修复势头良好背景下，4月“紧信用”过程加快。这将推动二季度宏观杠杆率延续此前两个季度的压降过程，从而为全年宏观杠杆率稳中有降打下基础。

展望5月，新增信贷、社融环比小幅下行概率较大，同比也将出现小幅少增。这将带动5月信贷、社融增速继续小幅下滑，M2及M1增速则有望低位企稳。我们判断，在今年信

用总量整体收紧的背景下，接下来货币投放将更加凸显“有保有压”的结构性特征，“保”的重点是科技创新、小微企业、绿色发展，监管层可能会继续推出新的政策工具，引导金融资源向这些领域集中，“压”则主要指向房地产金融以及地方政府平台融资；预计5月居民中长期贷款同比多增规模会进一步收缩，最早在6月就将出现同比少增，且这一局面有望延续到下半年。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳