

## 适应“换挡”新变化，淡化“规模情结”——兼评4月金融

2024年5月13日

### 数据和货币政策报告

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

吴进辉

[wujh@cspengyuan.com](mailto:wujh@cspengyuan.com)

李佳恒

[lijh@cspengyuan.com](mailto:lijh@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



### 主要内容:

近期，中国人民银行公布《2024年一季度货币政策执行报告》和金融数据。货币报告延续灵活适度，精准有效的总基调，对国内经济恢复持乐观态度，但也提到当前所面临的经济困境诸如国内有效需求仍然不足。重提“逆周期和跨周期调节”，删除充分发挥总量和结构功能，未提政治局会议的“灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”。关注价格变化，把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，分开强调两部门，LPR有继续下调的空间。避免资金沉淀空转，相对中性，进一步体现配合财政政策的意图，对冲流动性，降准概率大，但是资金波动性也会加大。地产方面延续政治局会议“消化存量房产和优化增量住房”的基调，地产仍有松绑空间。

此次报告的专栏部分包括《信贷增长与经济高质量发展的关系》、《从存贷款结构分布看资金流向》、《持续提升外籍来华人员支付便利性》和《如何看待当前长期国债收益率》。专栏1重点解释了信贷增长与经济增长的关系弱化的原因，强调当前我国信贷总量减少并不意味着金融支持实体经济力度减弱；专栏2主要回答了关注“钱去哪，钱在哪”的问题；专栏3突出了强调了持续提升外籍来华人员支付便利性的工作发力点；专栏4主要回应了当前市场关注度较高的长期国债收益率问题，央行认为债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配。

市场对4月金融数据讨论较多，社融单月值为负，信贷平淡，M1负增长，存款减少，与同期的PMI、出口和通胀数据背离。我们认为这是当前我国经济转型升级和高质量发展阶段的一些新特点，数据的异常，对此应该正确看待。第一，数据总量不好，这背后是资金空转、手工补息和金融业增加值核算等因素影响的结果，数据在“挤水分”，不能完全反映当下的真实情况；第二，当前我国正处于新旧动能转换的阶段，央行货币政策报告反复提示，“换挡”之际，信贷总量不足并不意味着对实体经济的支持力度有所减弱，“规模情结”不可取，这也意味着社融信贷数据的指导意义短期将被进一步弱化；第三，这次金融数据体现出的新变化，或是宏观和金融的一个

### 独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

新趋势，高质量发展的新动能和新变化正在逐步累积，要适应换挡过程中的特点，资产市场的预期差可能也会形成，对此应该高度重视。

后续财政政策的发力和节奏比较关键，目前特别国债的发行安排落地，采取市场化发行，单次规模小，频次多，整体节奏平滑。期限分别是 20 年、30 年、50 年，均匀分布在 5-11 月，其中 30 年期规模最大，达到 6,000 亿。预计货币政策会适当配合来保持流动性的平稳，降准和加大公开市场投放仍是可选项。

## 一、一季度货币政策报告核心要点

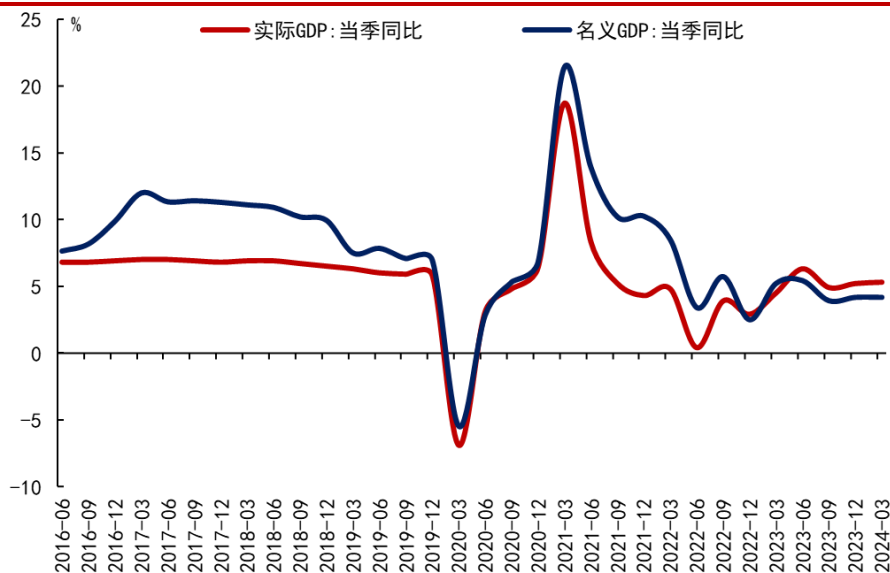
### 1.经济乐观，回升向好，但仍需克服一些困难和挑战

从报告来看，央行对 2024 年一季度国内经济恢复情况的整体认定较为积极。报告指出 2024 年一季度国内生产总值（GDP）同比增长 5.3%，为实现全年增长目标打下了良好基础。

在央行的视角，经济有望进一步回升向好。经济内生动能不断增强，供需两端修复。供给端：工业生产和服务业增势较好。一季度，全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，服务业增加值同比增长 5.0%。需求端：消费平稳增长，投资规模稳中有升，进出口稳定增长。开年“三驾马车”协同发力，投资继续加力，消费稳步改善，外贸韧性较强，各项宏观政策措施正在逐步发挥作用。

但报告提到经济恢复也需要克服一些困难和挑战。从国内看，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；从国际看，地缘冲突升温、大国博弈加剧背景下，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，经济全球化面临考验。美国经济总体运行平稳，3 月，美国 ISM 制造业 PMI 为 50.3，自 2022 年 11 月以来首次回到荣枯线上方；欧洲经济表现疲软，3 月，欧元区制造业 PMI 下滑至 46.1，连续 21 个月位于收缩区间；日本经济增长放缓，2023 年 GDP 增长 1.9%，下半年增速下行，后续复苏势头有待观察。在全球经济复苏前景依然存在不确定性、通胀回落速度可能不及预期的背景下，央行表达对“发达经济体高通胀粘性较强、降息时点后移”的关注。

图表 1 我国实际 GDP 和名义 GDP 当季同比增速



数据来源：Wind 中证鹏元

## 2. 货币政策基调延续“灵活适度”，更加关注价格变化

本次报告在货币政策方面延续了中央经济工作会议“灵活适度，精准有效”的方向，强调“加强政策协调配合”。

与上次货币政策报告只强调“强化逆周期调节”的说法不同，这次货币政策报告重新提及“强化逆周期和跨周期调节”的表述。此外，隐去了“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能”的表述，或与一季度偏乐观的经济形势相印证。但考虑到政治局会议“灵活调整利率和存款准备金率等政策工具”的表述，后续政策风格还是以灵活调整为主。1月24日国新办召开新闻发布会，会上提出“中国人民银行将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性1万亿元。1月25日开始下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点。同时，央行将继续推动社会综合融资成本的稳中有降”。2月引导5年期以上贷款市场报价利率（LPR）下行0.25个百分点。4月7日央行设立科技创新和技术改造再贷款，额度5000亿元，激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。

此次货币政策的主要变化还表现在价格水平的相关表述上，增加了“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量”的说法。降本增效方面，由“促进”改为“推动”，将“居民端”和“企业端”分开强调，后续LPR或依然有调降空间。流动性方面，报告延续两会“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”的表述，资金价格或延续偏高政策利率运行。

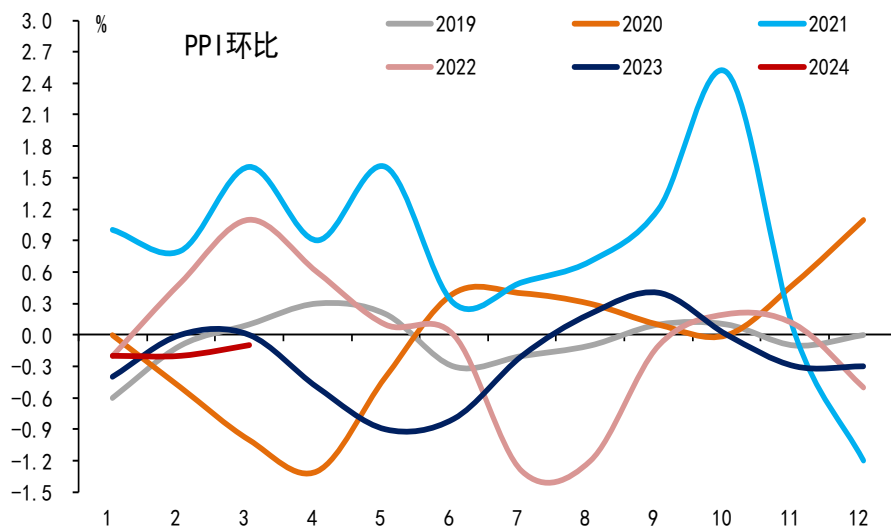
就社融和信贷方面，此次报告依然延续“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”的表述，强调“增强贷款增长的稳定性和可持续性”，新增“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配，引导贷款合理增长”。

汇率方面，新增“发挥市场在汇率形成中的决定性作用”、“坚决对顺周期行为予以纠偏”和“坚决防范汇率超调风险”的表述，表明当前央行还是希望避免汇率大幅波动的现象发生，同时提及“人民币对一篮子货币稳中有升”。

## 3. 物价将保持温和回升态势，存在长期稳定的基础

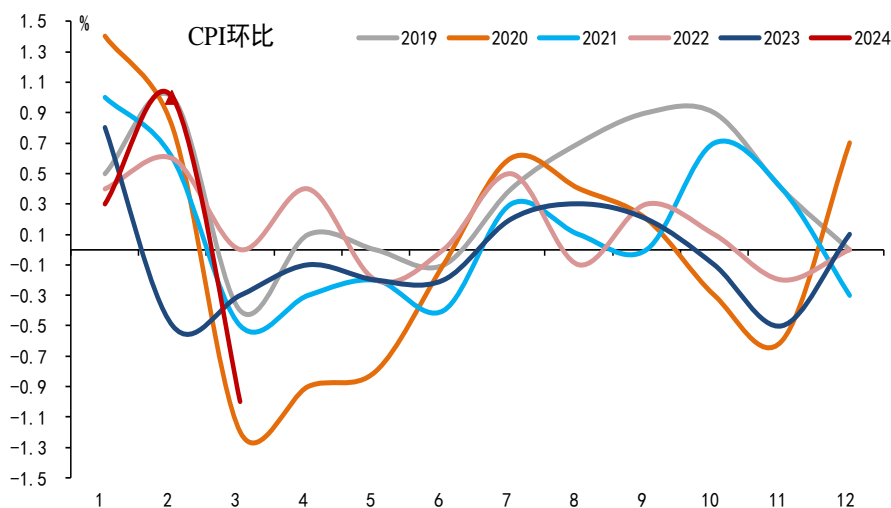
本次报告在通胀方面认为，“当前物价处于低位的根本原因在于实体经济需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够”。今年一季度，随着经济数据持续改善，物价指标也明显回弹，CPI同比由负转正，预计年内还将继续温和回升，PPI降幅也将收敛，同此前报告中“经济有效需求不足、总供求恢复不同步”相比，措辞更为乐观。通胀根本上取决于实体经济供需的平衡情况，中长期看，我国处于经济转型和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础。后续在经济内生动能不断提升的带动下，预计物价将保持温和回升态势。

图表2 PPI 增速仍偏低



数据来源: Wind 中证鹏元

图表3 CPI 环比增速下降



数据来源: Wind 中证鹏元

#### 4.深入推进利率市场化改革，“防范高息揽储行为”

本次报告新增了“防范高息揽储行为，维护市场竞争秩序”的表述，也与前文“维护价格稳定、推动价格温和回升”相印证，可见今年4月手工补息被禁止后，市场对高息揽储仍较为关注，后续要注意银行负债请务必阅读正文之后的免责声明

端的变化情况，同时部分资金从银行流出到广义基金。

### 5.地产政策延续政治局会议基调，强调去库存

本次报告新增“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”的说法，与4月底政治局会议的定调一致。地产的阶段重点是去库存，近期全国多地开展“以旧换新”政策，能在一定程度上促进市场去库存。另外，目前地产限购政策在逐步解除，目前全国仅有6地实施限购，后续房地产松绑政策仍会继续。

图表4 2024Q1与2023Q4货币政策执行报告主要内容对比

方面	2023Q1货币政策执行报告	2023Q4货币政策执行报告
经济形势	今年一季度，我国经济回升向好势头进一步巩固和增强。经济延续回升向好态势的有利条件较多，政府稳增长力度继续加大，居民消费意愿加快恢复，民营经济活跃度不断提升；从国际看，地缘冲突升温、大国博弈加剧背景下，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，经济全球化面临考验，发达经济体高通胀黏性较强、降息时点后移，影响仍值得关注。从国内看，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。	2023年，我国经济回升向好，高质量发展扎实推进。2024年，我国经济有望进一步回升向好，投资继续发力，消费稳步改善，外贸韧性较强。但也要看到，国际上，全球经济增长动能不足，高利率的滞后影响将持续显现，主要发达经济体何时降息存在不确定性；国内需求不足与产能过剩的矛盾较为突出，社会预期依然偏弱。
政策基调	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放，保持流动性合理充裕，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。把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，适时强化逆周期调节，统筹把握总量与结构、数量与价格、内部与外部均衡，有效支持实体经济发展。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，准确把握货币信贷供需规律和新特点，引导信贷合理增长、均衡投放，保持流动性合理充裕，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。加强政策协调配合，有效支持促消费、稳投资、扩内需，保持物价在合理水平。
利率	深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成和传导机制，发挥中央银行政策利率引导作用。落实存款利率市场化调整机制，防范高息揽储行为，维护市场竞争秩序，着力稳定银行负债成本。发挥贷款市场报价利率改革效能，加强行业自律协调和管理，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，推动社会综合融资成本稳中有降。	深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道，引导市场利率围绕政策利率波动。落实存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本。发挥贷款市场报价利率改革效能，加强行业自律协调和管理，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，维护市场竞争秩序，推动社会综合融资成本稳中有降。
结构性货币政策	保持信贷政策稳健性，用好普惠小微贷款支持工具，实施好存款的各类专项再贷款工具，推动科技创新和技术改造再贷款落地生效。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，推动畅通民营企业信贷、债券、股权融资渠道。开展民营和小微企业信贷政策导向效果评估，金融机构服务乡村振兴考核评价，增加民营和小微企业、乡村振兴等重点领域金融资源投入。	发挥好货币政策工具总量和结构的双重功能。支持采取债券等多种方式盘活信贷存量，提升存量贷款使用效率。坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，抓好支持民营经济发展25条举措落实。加大对保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造的金融支持力度。
通胀	物价保持温和回升态势。当前物价处于低位的根本原因在于实体经济需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够。今年一季度，随着经济数据持续改善，物价指标也明显回升，CPI同比由负转正，预计年内还将继续温和回升，PPI降幅也将收敛。中长期看，我国处于经济转型和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础。	物价有望温和回升。目前物价水平较低背后反映的是经济有效需求不足、总供求恢复不同步。未来随着基数效应逐步减弱，商品和服务需求的持续恢复，预计物价总体呈温和回升态势。PPI降幅预计也将持续收敛。中长期看，我国处于经济恢复和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，不存在长期通缩或通胀的基础。
风险	平稳有序推动重点区域、重点机构和重点领域风险处置和改革化险工作，稳妥有序做好存量风险处置项目收尾，继续做好硬约束早期纠正试点工作。强化金融稳定保障体系，健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制，建立科学合理的金融风险处置成本分担机制。进一步发挥存款保险核心功能，扎实开展差别费率管理、风险监测预警、现场核查、早期纠正、风险处置等工作。继续完善金融稳定法律制度体系，配合有关部门持续推进金融稳定立法进程。	积极推动重点区域、重点机构和重点领域风险处置和改革化险工作。指导金融机构按照市场化、法治化原则，合理运用债务重组、置换等手段，支持地方融资平台债务风险化解，加强对房地产市场运行情况的监测分析。推动化解中小金融机构风险，健全具有硬约束的早期纠正机制。推动金融稳定法尽快出台，健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制，发挥好存款保险专业化风险处置职能，强化金融稳定保障体系建设，防止金融风险累积扩散，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
信贷	1. 保持融资和货币总量合理增长。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，支持直接融资加快发展，继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展。 2. 保持货币信贷供给与实体经济高质量发展有效融资需求相匹配，引导贷款合理增长、均衡投放，增强信贷增长的稳定性和可持续性，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。 3. 持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，推动畅通民营企业信贷、债券、股权融资渠道。开展民营和小微企业信贷政策导向效果评估，金融机构服务乡村振兴考核评价，增加民营和小微企业、乡村振兴等重点领域金融资源投入。	1. 保持流动性合理充裕，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。 2. 保持融资和货币总量合理增长。按照大力发展直接融资的要求，合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，需要更加注重处理好总量与结构、存量与增量的关系，盘活低效存量、不良贷款核销，在社会融资总量中持续提升直接融资占比等。 3. 要减少对月度货币信贷高频数据的过度关注，准确把握货币信贷供需规律和新特点，合理评价金融支持力度，要解决好“看什么”的问题。高质量发展阶段，评判经济发展不只是看经济增速，评判金融支持也不能“唯信贷增量”。
汇率	发挥市场在汇率形成中的决定性作用，坚决对单边预期行为予以纠偏。完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强外汇市场管理，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。	完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强外汇市场管理，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。
房地产	因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，促进房地产市场平稳健康发展。强化保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设资金保障，推动加快构建房地产发展新模式。	调整优化住房信贷政策，引导商业银行有序降低存量首套房贷款利率。因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。用好新增的抵押补充贷款工具，加大对保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。

资料来源：央行 中证鹏元

## 二、一季度货币政策报告专栏解析

专栏1“信贷增长与经济高质量发展的关系”：重点解释了信贷增长与经济的关系弱化的原因。

随着我国经济转型升级和高质量发展，我国信贷增长与经济的关系趋于弱化。分区域看，各地区贷

请务必阅读正文之后的免责声明

款增速与经济增速也无必然联系。主要有以下原因：

一是经济结构调整、转型升级在加快推进。以房地产、基建为首的旧动能难以维持经济高增，传统高度依赖信贷资金的重工业也趋于饱和。当前正处于旧动能向新动能转换的关键阶段，以新质生产力为首的新动能还未完全成长起来，信贷需求正处于“换挡”间隙，信贷结构也在优化升级。因而，当前我国信贷总量已从过去两位数以上的较高增速放缓至个位数，这也不意味着金融支持实体经济力度减弱。

二是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。当前，信贷增长已由供给约束转化为需求约束，市场对该变化还有个认识、适应的过程，当前仍存在“规模情结”。当贷款投放超过实体经济真实有效的融资需求时，不仅会使得低效企业长期占用信贷资源、难以出清和优胜劣汰，低价恶性竞争拖累经营高效企业，也容易造成部分企业借助自身优势地位，将低成本贷款资金用于购买理财、存定期，或转贷给其他企业，带来企业资金空转套利问题。

三是直接融资的良性替代效应。随着直接融资发展，融资结构与经济结构转型升级更加适配，同样会导致信贷与经济增长的相关性趋弱。

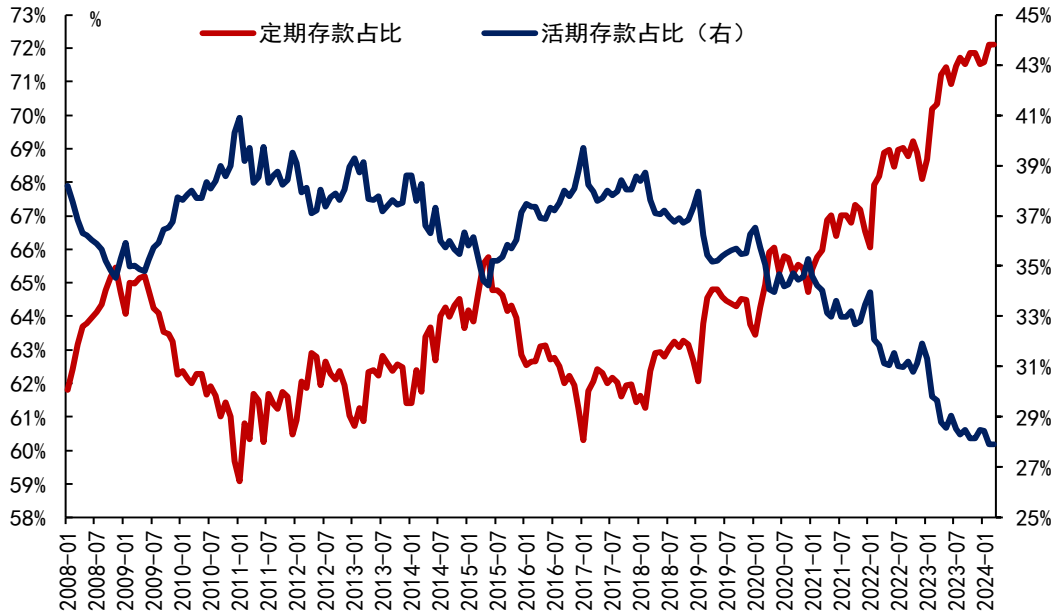
**专栏 2 “从存贷款结构分布看资金流向”：主要回答了关注“钱去哪，钱在哪”的问题。**

从“钱去哪”角度看，贷款主要投向了企业和实体经济的供给端。分部门看，贷款投放主要用于支持企业扩大投资和生产、居民购房和消费。分期限和行业看，目前我国中长期贷款占比超过三分之二，基建、房地产、制造业等重资产行业约占全部贷款的五成，而居民的非住房消费贷款占比不足 10%。实体经济供给端和投资领域融资相对较多，而需求端尤其是消费仍有较大增长潜力。

从“钱在哪”角度看，存款主要在居民部门。同时，企业和居民的存款定期化趋势加剧。定期和活期存款比重已由 2017 年的“六四开”升至目前的“七三开”。

人民银行着力调节好“货币供应总闸门”，但对于“钱去哪，钱在哪”等存贷款的结构问题，实体经济主体的影响也很大。。也要看到，当前我国经济结构调整、转型升级在加快推进，经济更为轻型化，信贷结构也在优化升级。同时，随着有效需求恢复、社会预期改善，资金周转效率提升，资金沉淀的现象也在缓解。

图表 5 活期存款和定期存款占比



数据来源: Wind 中证鹏元

图表 6 2024Q1 货币政策执行报告专栏内容

专栏	内容
信贷增长与经济高质量发展的关系	目前,我国信贷总量已从过去两位数以上的较高增速放缓至个位数,但这并不意味着金融支持实体经济力度减弱。主要有以下原因:一是经济结构调整、转型升级在加快推进;二是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;三是直接融资的良性替代效应。下一步,要正确认识信贷与经济增长关系的变化,保持合理的融资环境,促进企业转型升级与经济高质量发展。
从存贷款结构分布看资金流向	疫情以来,我国金融支持实体经济力度增强,贷款持续较快增长,存款明显增加。货币有不同层次的统计;从“钱去哪”角度看,贷款主要投向了企业和实体经济的供给端;从“钱在哪”角度看,存款主要在居民部门。当前货币存量已经不少了。过去相当长一段时期,我国经济保持高速增长,经济体量持续增大。也要看到,当前我国经济结构调整、转型升级在加快推进,经济更为轻型化,信贷结构也在优化升级。
持续提升外籍来华人员支付便利性	将优化支付服务作为重点工作,加强跨部门协作,加快健全政策体系,建立横向贯通、条块结合、重点推进的立体化工作格局,多措并举优化支付服务,实抓实干打通支付堵点,持续提升外籍来华人员支付便利性。一是完善政策框架,强化协同发力;二是聚焦重点城市、重点机构;三是紧盯重点任务,打通支付堵点;四是强化政策解读和宣传推广。
如何看待当前长期国债收益率	长期国债收益率是作为金融市场定价基准的国债收益率曲线的重要组成部分,市场关注度一直较高。从宏观层面看,我国经济长期向好的基本面没有改变,经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大,未来较长时期仍将保持合理增速;从微观层面看,市场缺乏安全资产对长期国债收益率也产生了影响;我国长期国债收益率在反映市场预期和宏观经济方面总体是有效的。

资料来源:央行 中证鹏元

请务必阅读正文之后的免责声明



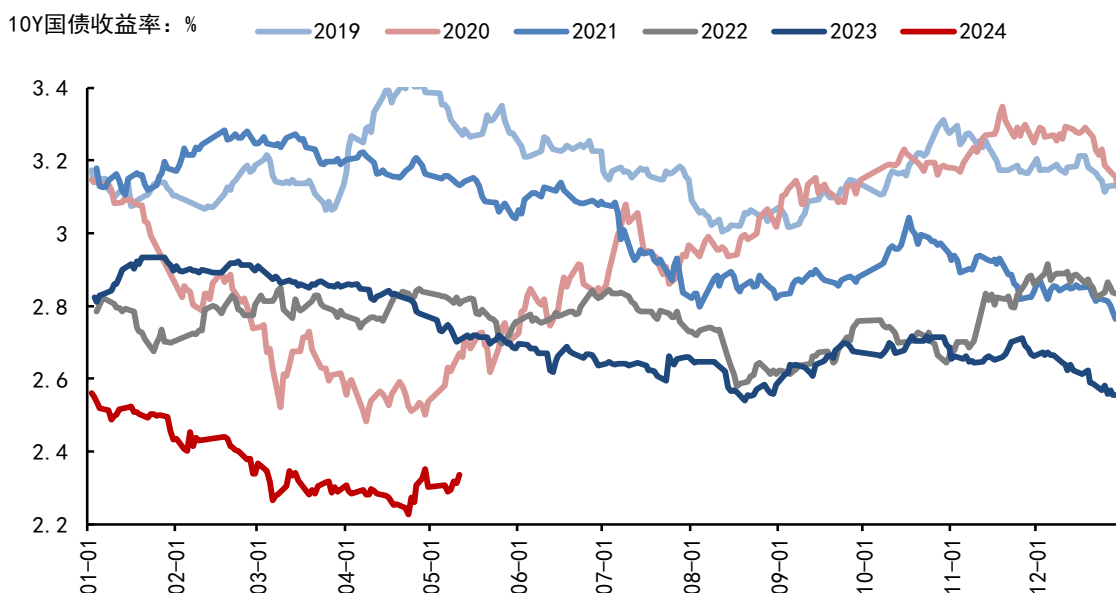
**专栏3“持续提升外籍来华人员支付便利性”：突出强调了持续提升外籍来华人员支付便利性的工作发力点。**

一是完善政策框架，强化协同发力，牵头 15 个部门起草《意见》；二是聚焦重点城市、重点机构，重点城市召开优化支付服务推进会；三是紧盯重点任务，打通支付堵点；四是强化政策解读和宣传推广，多渠道及时回应社会关切。当前工作已见成效：一是移动支付便利性进一步提升；二是银行卡受理环境持续改善；三是现金使用环境明显优化；四是账户服务持续优化。

**专栏4“如何看待当前长期国债收益率”：主要回应了当前市场关注度较高的长期国债收益率问题。**

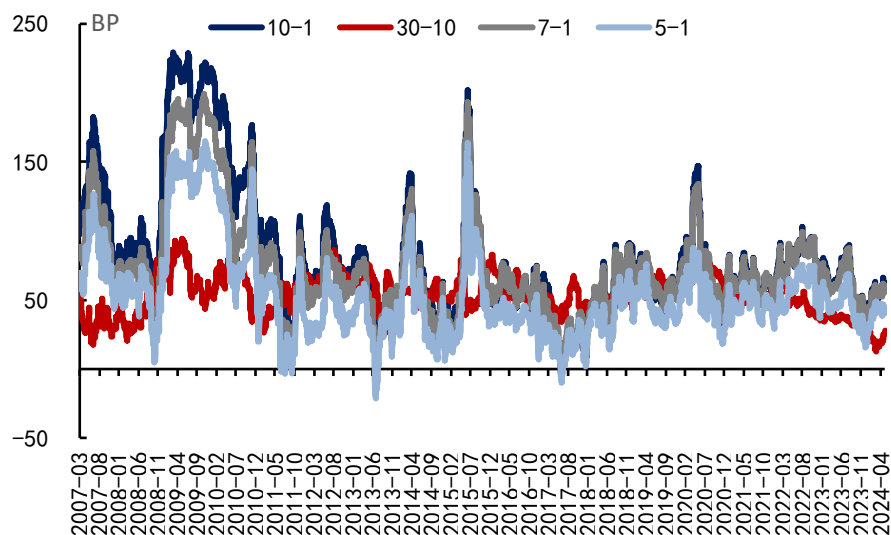
长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期，同时也受到安全资产缺乏等因素的扰动。我国经济长期向好的基本面没有改变，经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，未来较长时期仍将保持合理增速。从微观层面看，市场缺乏安全资产对长期国债收益率也产生了影响。4 月下旬以来，长期国债利率有所回升。4 月末，30 年期国债到期收益率已回升至 2.5% 以上，债券市场供需关系边际改善。我国长期国债收益率在反映市场预期和宏观经济方面总体是有效的。近年来货币政策逆周期调节力度较强，为债券市场平稳运行持续营造了良好的流动性环境；今年积极财政政策的力度比较大，计划发行的政府债券规模也不小，发行节奏还会加快。债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配。

**图表7 10年期国债到期收益率变化情况**



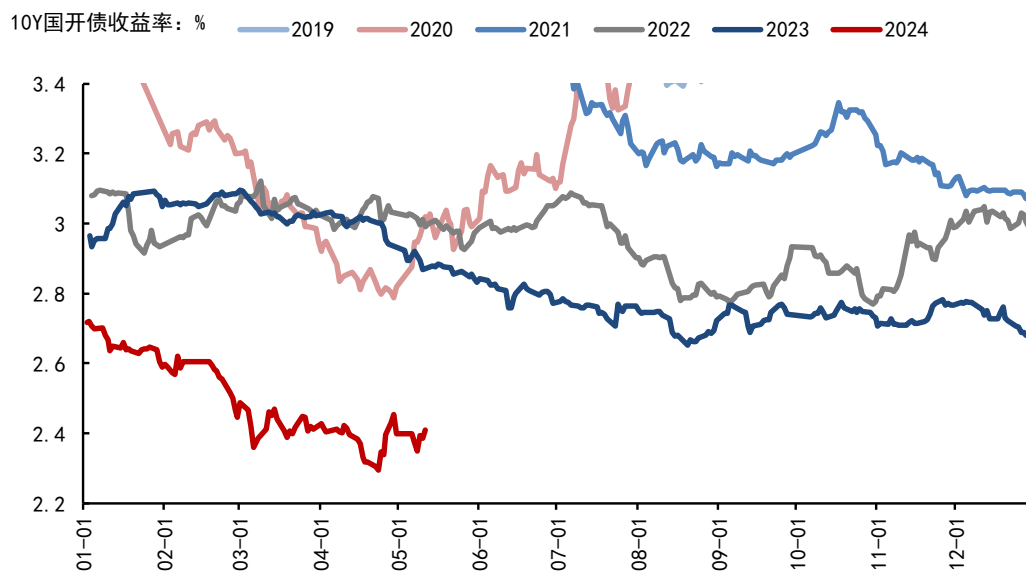
数据来源：Wind 中证鹏元

图表 8 不同期限国债利差



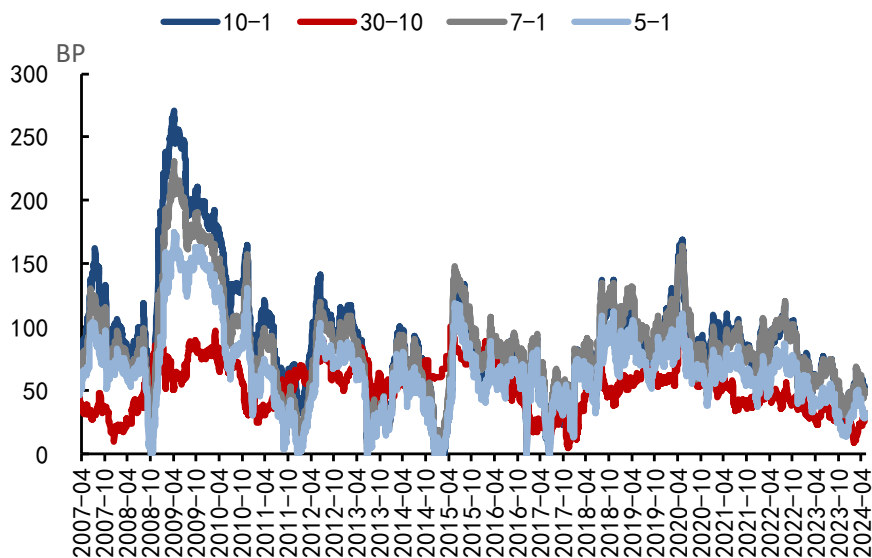
数据来源：Wind 中证鹏元

图表 9 10 年期国开债到期收益率变化情况



数据来源：Wind 中证鹏元

图表 10 不同期限国开债利差



数据来源：Wind 中证鹏元

### 三、4月金融数据“挤水分”与新变化

5月11日，人民银行公布了4月金融数据，初步统计，2024年4月末社会融资规模存量为389.93万亿元，同比下降0.4个百分点至8.3%。4月新增社会融资规模为-1,987亿元，达到历史最低值，同比少增1.42万亿。其中政府债券自2018年以来首次录得负值，这主要受到国债到期量较大以及政府债发行节奏偏慢的影响。4月末，M1、M2均呈现回落态势。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%。M1下行主要受到：一是资金防空转背景下，进一步盘活存量资源；二是停止“手工补息”后，部分协议存款流出，转而偿还贷款或者配置理财基金等。

整体看，本月金融数据与同期的PMI、出口和通胀数据背离，社融单月值为负，历史最低，信贷平淡，M1负增长，存款大幅减少。市场对本月金融数据讨论较多，我们认为这是当前我国经济转型升级和高质量发展阶段的一些新特点，4月金融数据表现较为异常，对此应该正确理性看待。

第一，数据总量并不好，这背后是资金空转、手工补息和金融业增加值核算等因素影响的结果，数据在“挤水分”，不能完全反映当下的真实情况。但是实体经济需求不足是不争的事实，居民加杠杆意愿低，企业更加注重负债端管理。

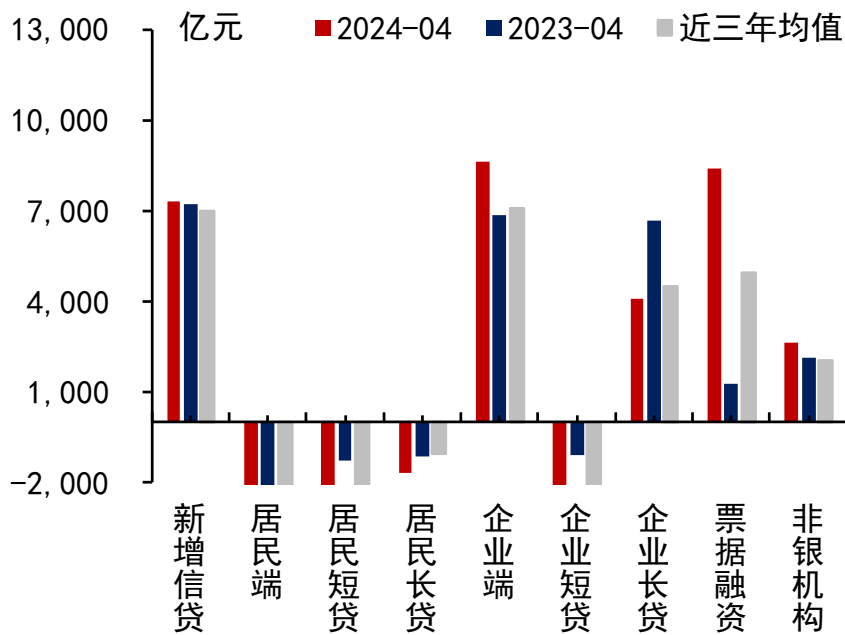
第二，当前我国正处于新旧动能转换的阶段，央行货币政策报告反复提示，“换挡”之际，信贷总量不足并不意味着对实体经济的支持力度有所减弱，“规模情结”不可取，这也意味着社融信贷数据的指导意义

短期将被进一步弱化；

第三，这次金融数据体现出的新变化，或是宏观和金融的一个新趋势，高质量发展的新动能和新变化正在逐步累积，地产和基建的拉动作用正在弱化，我们要逐步适应换挡过程中的特点，资产市场的预期差可能也会形成，对此应该高度重视。

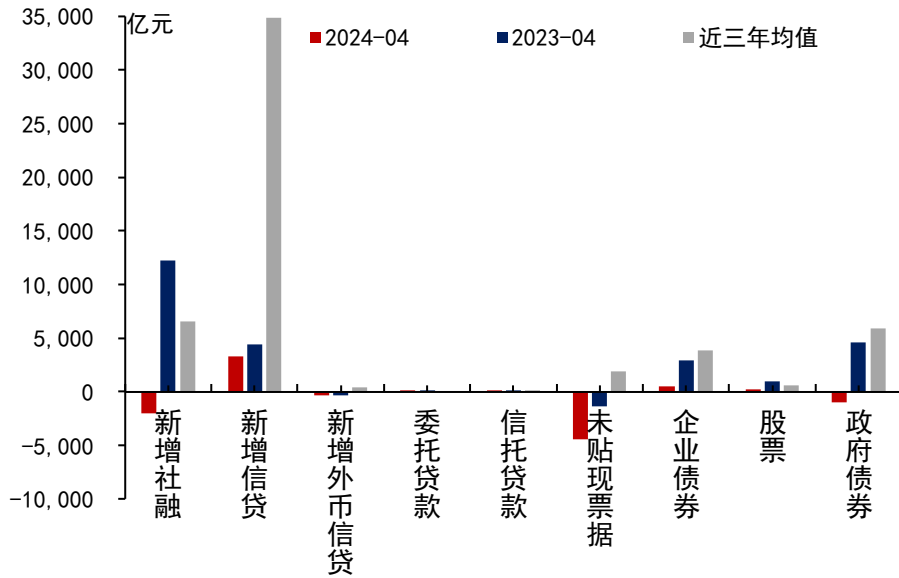
后续财政政策的发力和节奏比较关键，目前特别国债的发行安排落地，采取市场化发行，单次规模小，频次多，整体节奏平滑。根据财政部和相关媒体报道，2024年1万亿超长期特别国债的期限分别是20年、30年、50年，均匀分布在5-11月。30年期规模最大，预计达到6,000亿，年内发行12次，6-10月份每月发行2次，5月份、11月份各发行1次；其次是20年期发现规模约为2,000亿，年内发行7次，5-11月份每月发行1次；50年期规模约为1,000亿，年内发行3次，分别分布在6月份、8月份、10月份。预计货币政策仍会适当配合提供流动性，降准和加大公开市场投放仍是可选项。

**图表 11 4月信贷：居民端表现较差**



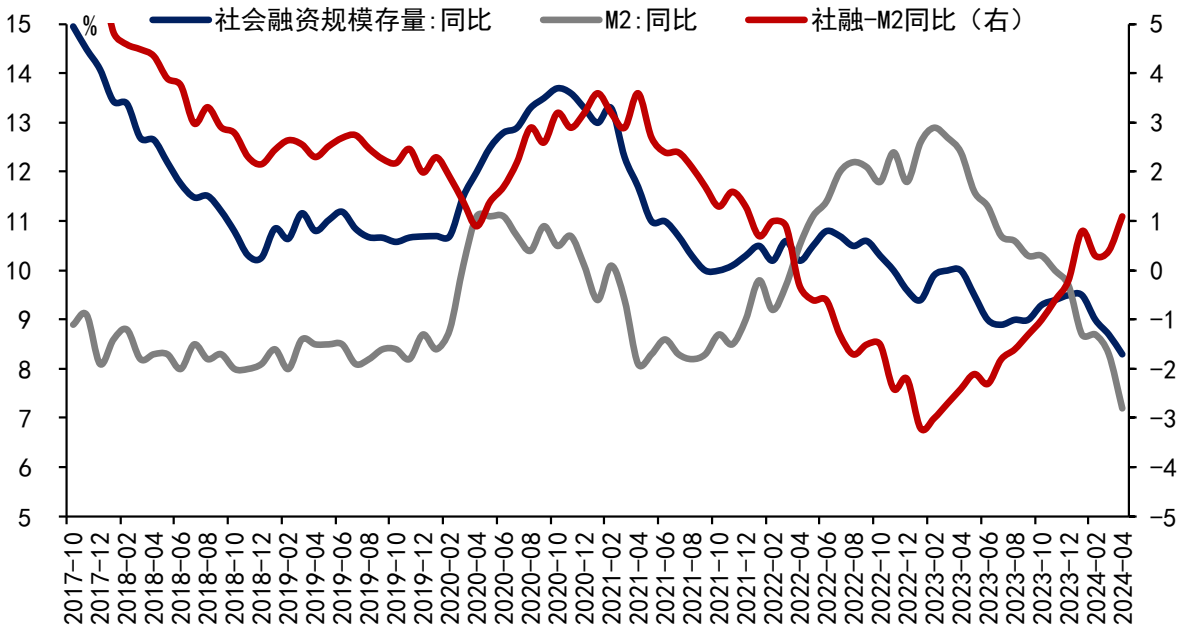
数据来源：Wind 中证鹏元

图表 12 4月新增社融录得负值



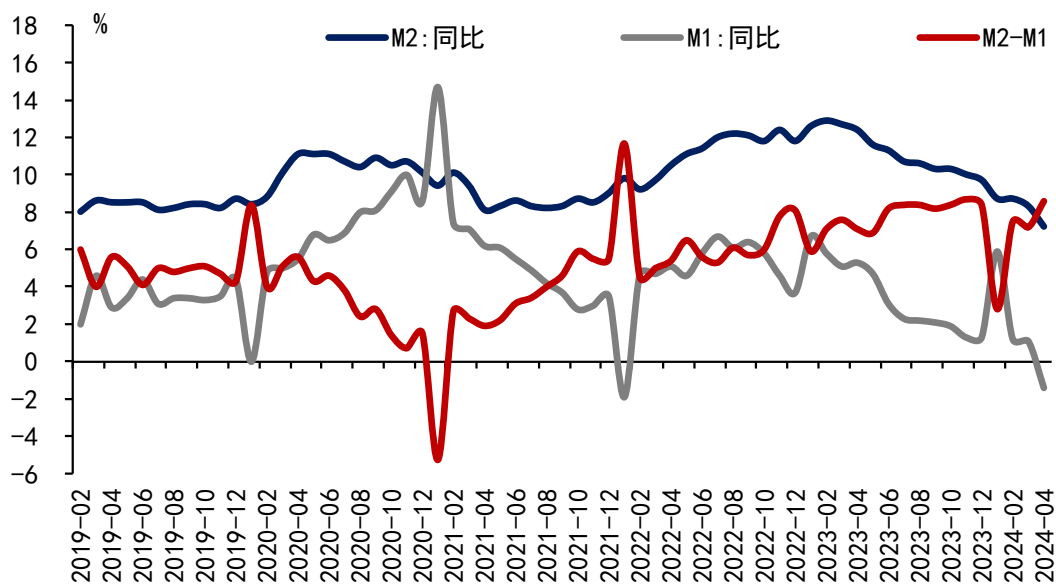
数据来源: Wind 中证鹏元

图表 13 社融规模存量与 M2 剪刀差走阔



数据来源: Wind 中证鹏元

图表 14 M2 下降, M1 走负



数据来源: Wind 中证鹏元

## 免责声明

---

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
  - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
  - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
  - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

---

**中证鹏元资信评估股份有限公司**

---

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路世茂 大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安高新区唐延路 22 号 金辉国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140