社融、M2 持续上行，信贷结构有所改善

——央行 4 月金融数据点评

行业点评

● **信贷投放结构有所改善，中长期贷款占比回升：**4 月央行加大了逆周期调节力度，在传统信贷淡季的 4 月信贷依然保持较快增速，其中，4 月当月人民币新增贷款 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元，同比增长 13.1%，增速较上月环比回升 0.4 个百分点。从贷款结构来看，居民部门信贷得到修复，其中，短期贷款增加 2280 亿元，比 2019 年同期多增 1187 亿元；中长期贷款增加 4389 亿元，比 2019 年同期多增 224 亿元；说明居民部门消费活动逐步恢复，不仅中长期住房贷款规模有所增加，短期消费贷款显著回升，不排除通过消费贷流向股市和房地产的可能。企业部门贷款同比多增 6092 亿元，其中，中长期贷款增加 5547 亿元，比 2019 年同期多增 2724 亿元；票据融资有所缓解，企业通过票据融资 4 月大幅增长，当月企业票据融资增加 3910 亿元，比 2019 年同期多增 2036 亿元，由于票据融资成本较低，形成对短期贷款替代，4 月企业短期贷款减少 62 亿元，比 2019 年同期少减 1355 亿。4 月中长期贷款占全部贷款比重为 58.45%，环比回升 7.99 个百分点；由此可见，政策投放力度加大之后，信贷投放结构也在改善，二季度信贷依然维持高增长。

● **随着企业复工复产节奏加快，信贷和企业债券融资增加推动 4 月社融创 2018 年 5 月以来新高：**2020 年 4 月社融增量为 3.09 万亿元，比上年同期多 1.42 万亿元，社融存量增速回升至 12%，增速比上月末和 2019 年同期高 0.5 个和 1.19 个百分点：一是信贷大幅回升。主要是先进制造、民生建设、基建等投放力度较大，同时随着利率的下行，居民消费和购房开始复苏。二是非标融资连续两个月实现正增长，资管新规落地已经两年，随着疫情的冲击，非标融资显著回暖，预计监管部门为维持必要的流动性和市场稳定，在控制规模的前提下，过渡期将适度延长。三是直接融资发力，新口径下企业债券净融资 9015 亿元，同比多增 5066.14 亿元；非金融企业境内股票融资 315 亿元，同比多增 53.28 亿元。四是政府债券净融资有所回落。2020 年 4 月政府债券净融资 3357 亿元，同比下降 1075.7 亿元。5 月底，地方政府专项债净发行将完成 1 万亿，预计对社融增速再次形成强有力支撑。

● **M2 增速创 2017 年以来新高：**2020 年 4 月末，M2 同比增长 11.1%，增速创近三年新高：除了低基数效应外，一是疫情期间央行创新货币政策工具，支持了商业银行信用派生能力；二是下调金融机构存款准备金率和超额存款准备金利率，投放长期资金推动商业银行投放积极性；三是财政存款下降，这些因素共同推动 M2 高增长。M1 激增主要是企业存款增加所致：4 月企业存款增加 1.17 万亿元，同比多增 1.34 万亿元，说明主动投资意愿下降，可能存在通过低息贷款后增加结构性存款的套利行为，M1M2 剪刀差收窄。M0 同比增速回落说明央行在主动回笼基础货币。

● **投资建议：随着市场风格发生改变，节奏上将会偏向于盈利能力较强、股息率较高的板块，这期间银行股建议超配。**目前投资者担忧主要在于：一是受疫情影响商业银行资产质量的影响；二是利率市场化改革尤其 LPR 下行，压缩了商业银行息差；三是海外疫情的不确定。但在央行加大逆周期调节力度下，二季度地方债发行加速表外配套融资将继续推动社融增速高于市场预期，商业银行以量换价，保持信贷较高增速，建议投资者积极布局股份制银行和城商行龙头。

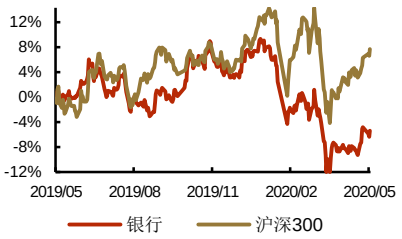
● **风险提示：资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；疫情超市场预期**

推荐（维持评级）

郑嘉伟（分析师）
zhengjiawei@xsdzq.cn
证书编号：S0280519040001

钟奕昕（联系人）
证书编号：S0280118040021

行业指数一年走势



相关报告

《央行数字货币的前世与今生：从理论到实践》2020-04-29

《加大对冲力度，稳增长还需积极财政持续发力》2020-03-25

《财政收支乏力，经济料难“V”型反转》2020-03-25

《存款基准利率下调迎来重要操作窗口：对商业银行影响几何？》2020-03-14

《定向降准靴子落地，降息还会远吗？》2020-03-13

目 录

1、 信贷投放结构有所改善，中长期贷款占比回升 3
2、 企业债券和信贷融资规模增加支撑 4 月社融增速回升 5
3、 M2 增速创 2017 年以来新高 7
4、 投资建议 8
5、 风险提示 8

图表目录

图 1: 4 月人民币贷款同比多增 1.7 万亿元 4
图 2: 新增短期贷款及票据融资（%） 4
图 3: 企业中长期贷款多增 3070 亿元 5
图 4: 4 月社融同比多增 1.42 万亿元 6
图 5: 社融增量分解（亿元） 6
图 6: 非标融资拆解（亿元） 7
图 7: 社融增速环比回升 0.5 个百分点（%） 7
图 8: M2 增速大幅回升 1 个百分点（%） 8

事件：2020 年 05 月 11 日，央行公布 4 月金融数据，4 月当月人民币贷款增加 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元，符合市场预期；4 月社会融资规模增量为 3.09 万亿元，比 2019 年同期多 1.42 万亿元，同比增长 12%，环比上月回升 0.5 个百分点；4 月末，广义货币(M2)余额余额 209.35 万亿元，同比增长 11.1%，增速分别比上月末和 2019 年同期高 1 个和 2.6 个百分点；M1 同比增长同比增长 5.5%，增速分别比上月末和 2019 年同期高 0.5 个和 2.6 个百分点；M0 同比增长 10.2%，当月净回笼现金 1537 亿元。

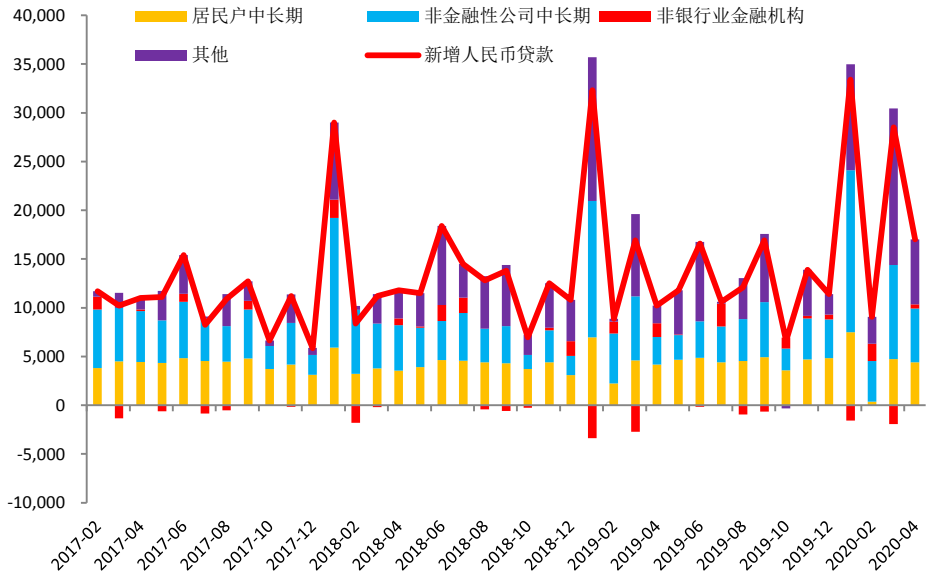
1、 信贷投放结构有所改善，中长期贷款占比回升

企业票据融资和中长期贷款显著增加，居民部门信贷得到修复。4 月央行加大了逆周期调节力度，其中通过 LPR 利率下调、再贷款再贴现、定向降准和下调公开超额存款准金率利率（IOER）37BP 等措施，支持疫情之后的复产复工，在传统信贷淡季的 4 月信贷依然保持较快增速，其中，4 月当月人民币新增贷款 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元，同比增长 13.1%，增速较上月环比回升 0.4 个百分点。从贷款结构来看，居民部门信贷得到修复，其中，短期贷款增加 2280 亿元，比 2019 年同期多增 1187 亿元；中长期贷款增加 4389 亿元，比 2019 年同期多增 224 亿元；说明居民部门消费活动逐步恢复，居民消费和购房需求大幅回升，不仅中长期住房贷款规模有所增加，短期消费贷款显著回升，不排除通过消费贷流向股市和房地产的可能。企业部门贷款同比多增 6092 亿元，其中，中长期贷款增加 5547 亿元，比 2019 年同期多增 2724 亿元；票据融资有所缓解，企业通过票据融资 4 月大幅增长，当月企业票据融资增加 3910 亿元，比 2019 年同期多增 2036 亿元，由于票据融资成本较低，形成对短期贷款替代，4 月企业短期贷款减少 62 亿元，比 2019 年同期少减 1355 亿。非银行业金融机构贷款增加 404 亿元，比 2019 年同期减少 1013 亿元。

信贷结构有所改善，中长期贷款占比回升。整体来看，4 月信贷投放不仅总量显著增加，而且结构也在改善：从全部贷款中在基建和制造业贷款拉动下，中长期贷款占比增加，4 月中长期贷款总额为 9936 亿元，占全部贷款比重为 58.45%，比 2020 年 3 月环比回升 7.99 个百分点；由此可见，政策投放力度加大之后，信贷投放结构也在改善。

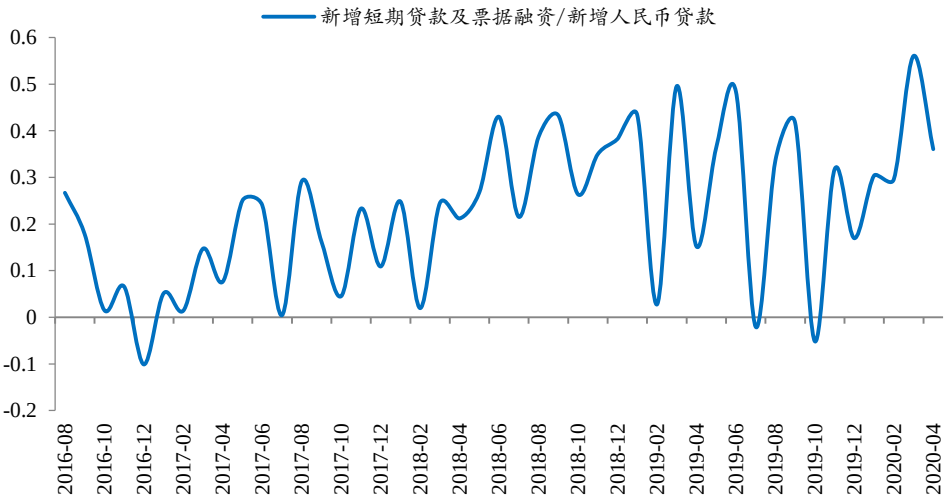
二季度信贷依然维持高增长。根据央行货币政策执行报告，二季度央行将强化逆周期调节力度，充分发挥结构性货币政策的牵引带动作用，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务，首先便是 1 万亿元再贷款再贴现政策落地，其次，定向降准和降息，继续引导 LPR 下行；第三，开展 OMO、常备借贷便利和中期借贷便利操作，注入中短期流动性，这样随着复产复工进度加快，推动商业银行加大对受疫情影响重点行业信贷投入，保持 M2 和社会融资规模增速略高名义经济增速，因此 2020 年二季度信贷投放依然乐观。

图1： 4月人民币贷款同比多增1.7万亿元



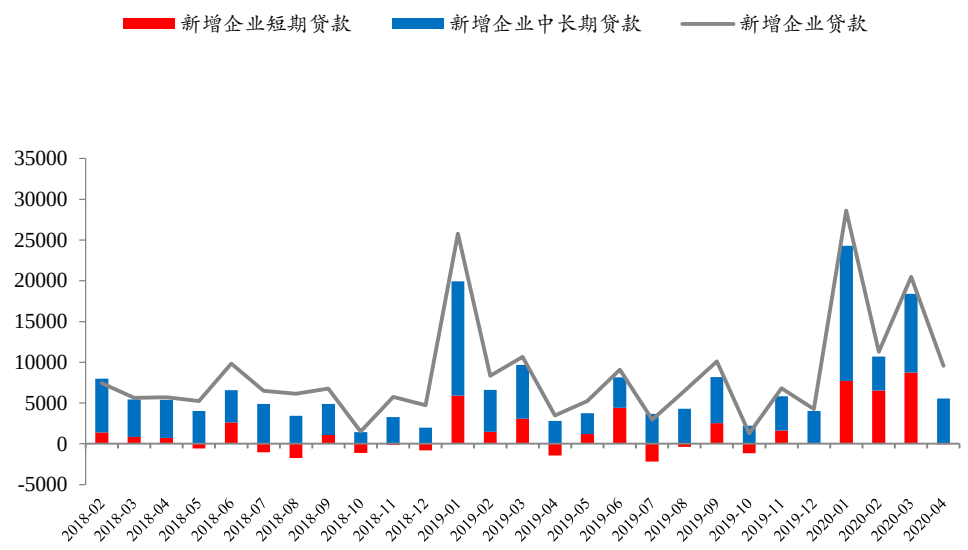
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 新增短期贷款及票据融资（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 企业中长期贷款多增 3070 亿元



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 企业债券和信贷融资规模增加支撑 4 月社融增速回升

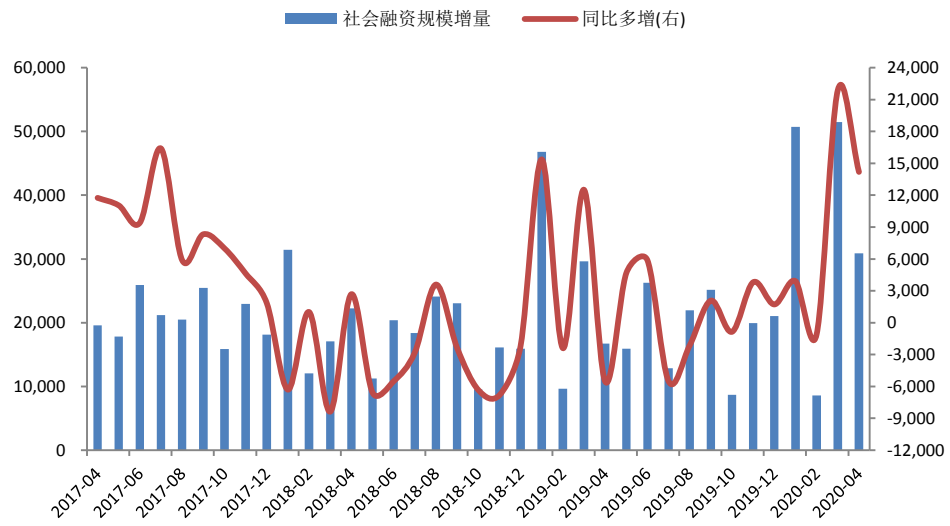
随着企业复工复产节奏加快，信贷和企业债券融资增加推动 4 月社融创 2018 年 5 月以来新高。2020 年 4 月社会融资规模增量为 3.09 万亿元，比上年同期多 1.42 万亿元，新口径下，社融存量增速回升至 12%，增速比上月末和 2019 年同期高 0.5 个和 1.19 个百分点：**一是信贷大幅回升**。社融口径下 4 月对实体经济发放的人民币贷款增加 1.62 万亿元，同比多增 7506 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 910 亿元，同比多增 1240 亿元；主要是先进制造、民生建设、基建等投放力度较大，同时随着利率的下行，居民消费和购房开始复苏，有助于推动二季度信贷继续回升。

二是非标融资连续两个月实现正增长。2020 年 4 月非标融资增加 21 亿元，比 2019 年同期增加 1403.12 亿元，其中，4 月银行承兑汇票环比下滑，但是依然增加 577 亿元，是非标回升的主要推手；新增委托贷款减少 579 亿元，同比少减 617.78 亿元；新增信托贷款 23 亿元，同比少增 105.92 亿元；资管新规落地已经两年，随着疫情的冲击，非标融资显著回暖，预计监管部门为维持必要的流动性和市场稳定，在控制规模的前提下，过渡期将适度延长。

三是直接融资发力，企业债券和股权融资保持较快增长。其中，新口径下企业债券净融资 9015 亿元，同比多增 5066.14 亿元；非金融企业境内股票融资 315 亿元，同比多增 53.28 亿元。随着金融对外开放步伐加快，直接融资继续推动资本市场持续发力，不断提升直接融资对实体经济的服务能力。

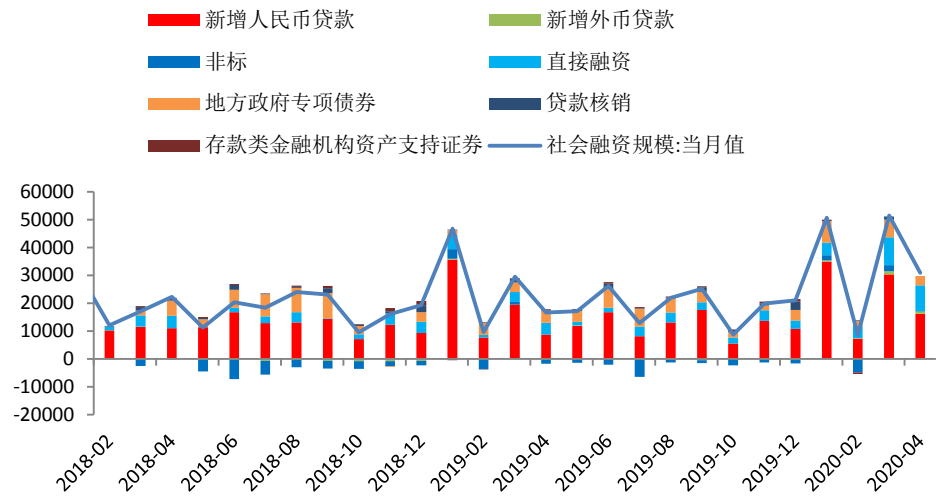
四是政府债券净融资有所回落。2019 年末，央行将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，叠加国债和地方政府债，2020 年 4 月政府债券净融资 3357 亿元，同比下降 1075.7 亿元。5 月底，地方政府专项债净发行将完成 1 万亿，预计对社融增速再次形成强有力支撑。

图4： 4 月社融同比多增 1.42 万亿元



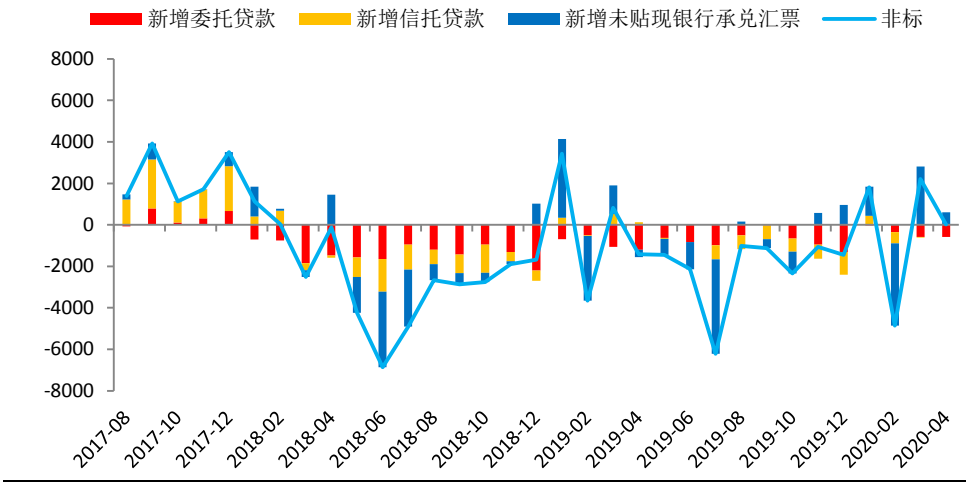
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 社融增量分解（亿元）



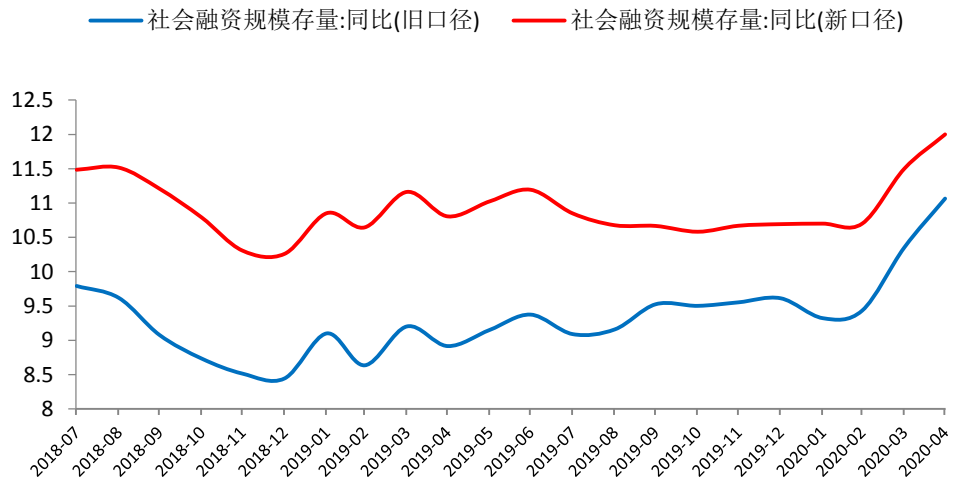
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 非标融资拆解（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 社融增速环比回升 0.5 个百分点（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

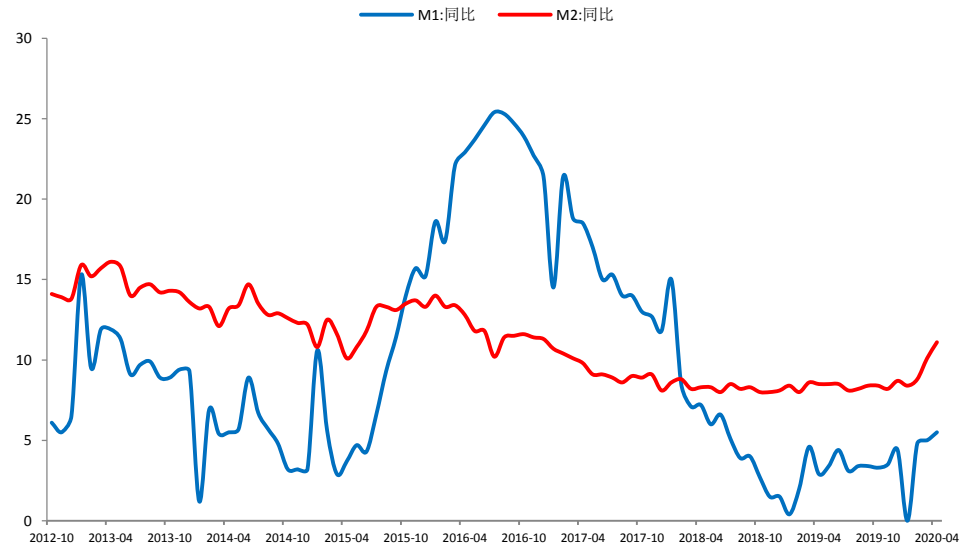
3、 M2 增速创 2017 年以来新高

2020 年 4 月末，M2 余额同比增长 11.1%，增速回升至近三年新高，分别比上月末和 2019 年同期高 1 个和 2.6 个百分点，M2 增速回升的主要原因在于：除了低基数效应外，一是疫情期间央行创新货币政策工具，增加再贷款再贴现专用额度 1.8 万亿，支持企业复产复工，叠加上贷款利率持续下行等措施，实体经济融资需求旺盛，支持了商业银行信用派生能力；二是下调金融机构存款准备金率和超额存款准备金利率，投放长期资金 2 万亿元，这部分资金推动商业银行投放的积极性；三是财政存款下降，4 月财政存款增加 529 亿元，同比少增 4818 亿元，说明财政政策加大支持力度，财政存款向实体部门转移较多。这些因素共同推动 M2 高增长。

M1 同比增长 5.5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 2.6 个百分点。M1 激增主要是企业存款增加所致：4 月主要受收入下行和消费增加等因素，居民

部门存款下降 7996 亿元；但企业活期存款却增加 1.17 万亿元，同比多增 1.34 万亿元，企业存款增加较多，说明主动投资意愿下降，可能存在通过低息贷款后增加结构性存款的套利行为，因此在实体经济利润低迷背景下，企业投资意愿不强，甚至地产销售好转后，企业持有资金意愿增强等导致 M1M2 剪刀差收窄。M0 同比增长 10.2%，增速环比回落 0.6 个百分点，说明央行在主动回笼基础货币，4 月当月央行净回笼现金 1537 亿元。

图8： M2 增速大幅回升 1 个百分点（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 投资建议

随着市场风格发生改变，节奏上将会偏向于盈利能力较强、股息率较高的板块，这期间银行股建议超配。二季度央行将加强货币政策逆周期调节，预计社融继续保持高增长，央行降息降准等多种货币政策工具依然可期，目前投资者担忧主要在于：一是受疫情影响商业银行资产质量的影响；二是利率市场化改革尤其 LPR 下行，压缩了商业银行息差；三是海外疫情的不确定，银行板块的增量长线资金不确定增强。但在央行加大逆周期调节力度下，二季度地方债发行加速表外配套融资将继续推动社融增速高于市场预期，商业银行以量换价，保持信贷较高增速，建议投资者关注业绩超预期的商业银行投资机会，积极布局股份制银行和城商行龙头。

5、 风险提示

经济增速下行压力加大，企业偿债能力大幅下降，资产质量大幅恶化：银行资产质量受经济增速下行影响较大，一旦企业偿还能力弱化，信用风险将会集中暴露；如果宏观经济持续出现低迷和超预期下滑，势必造成整个行业资产质量承压，以及影响不良贷款反弹，从而影响行业利润增速。

金融监管超预期：2020 年资管新规进入过渡期最后一年，目前银保监会表态会根据实际情况进行调整，如果调整幅度低于市场预期，将会影响理财业务发展，影响银行表外资产收益。

中美贸易摩擦超预期：中美虽然第一阶段达成初步协议，但是后续谈判依然不在不确定，贸易摩擦对经济的拖累，可能带来局部的信用风险暴露。

疫情发展超市场预期。海外疫情处于爆发期，对资本市场冲击较大。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/