日期：2020 年 05 月 12 日

后疫情时代宽松格局将渐调

——2020 年 4 月份金融数据点评

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

信贷、货币延续双超预期进一步突进

无论从余额增速还是新增规模上，4 月的信贷和货币都大幅度超出市场预期，增长态势延续了上月的大幅爬升突进态势，显著超出市场预期。央行在 2020 年 1 季度的货币政策执行报告中明确，为营造经济发展的适宜金融环境，新形势下流动性性增长要略高于经济名义增速，从而明确了货币宽松的政策基调。海外疫情恶化，态势严峻程度不断超出市场预期。

政策定调放松，流动性宽松确认

为应对疫情冲击，货币当局加大了货币放松的力度，叠加季节性的信贷和货币投放，2020 年以来流动性宽松程度持续上行，货币和信贷增速不断增加！面对突发性的经济冲击，货币当局加大了信贷精准投放力度，对冲新冠肺炎疫情的影响。在资本金、流动性、利率传导等多措并举下，金融机构信贷投放积极性和能力都得以提高。

企业短期信贷缩减，信贷改善存空间

从最体现经济运行态势的企业部门信贷增长情况看，实体经济领域体现经济活力的有效信贷需求增长乏力，企业部分的短期信贷萎缩 62 亿元，在各个分类的迅猛增长凸显异类。一般来说，企业部门的短期贷款需求反映了当期经济运行的活跃程度，当期经济活力疲弱则短期需求下降。从企业部门信贷新增的期限结构看，信贷增长主要是政策推动和“补短板”基建增长的结果，经济运行压力短期还将持续。信贷环境显著宽松。流向当期经济活动的信贷却不多，表明当前的金融宽松，更多地属于救助性质。从居民部门当月新增信贷的期限分布上看，更多信贷增长都流向了房地产领域。

楼市泡沫致中小企业融资利率难降

当前中小企业融资利率偏高局面仍没有改变，这体现了短期经济运行困难局面难以很快缓解的态势。正是楼市泡沫的长期不破，造成了中国货币环境“存量过多、增量不足”的矛盾局面，阻碍了货币政策的有效传导，使得基础货币扩张的政策效应难以传导到实体经济。楼市泡沫不除，中小企业融资难和融资贵就难以真正解决！

高增长态势难持续，降息仍可期

当前偏于宽松的流动性环境，主要为了防止疫情对经济的影响。随着经济进入后疫情时代，宽松货币政策的负效应将逐渐显现。中国房地产领域的资产泡沫一直未能有效缓解，并已对经济内生增长构成了实质伤害，未来货币偏松局面如不能及时调整，经济转型和升级的发展目标将得到根本性伤害。货币政策效应转向积极，也意味着后续货币增长适度回落，也不会对经济运行造成压力。

事件： 4 月份金融数据公布

广义货币增长 11.1%。2020 年 4 月末，广义货币(M2)余额 209.35 万亿元，同比增长 11.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1 个和 2.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 57.02 万亿元，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；流通中货币(M0)余额 8.15 万亿元，同比增长 10.2%。当月净回笼现金 1537 亿元。

人民币各项贷款增长 13.1%。2020 年 4 月末，人民币贷款余额 161.91 万亿元，同比增长 13.1%，增速比上月末高 0.4 个百分点，比上年同期低 0.4 个百分点。4 月份人民币贷款增加 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 6669 亿元，其中，短期贷款增加 2280 亿元，中长期贷款增加 4389 亿元；企（事）业单位贷款增加 9563 亿元，其中，短期贷款减少 62 亿元，中长期贷款增加 5547 亿元，票据融资增加 3910 亿元；非银行业金融机构贷款增加 404 亿元。

人民币各项存款增长 9.9%。2020 年 4 月末，人民币存款余额 202.26 万亿元，同比增长 9.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 1.4 个百分点。4 月份人民币存款增加 1.27 万亿元，同比多增 1.01 万亿元。其中，住户存款减少 7996 亿元，非金融企业存款增加 1.17 万亿元，财政性存款增加 529 亿元，非银行业金融机构存款增加 8571 亿元。

4 月份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。其中，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；委托贷款减少 579 亿元，同比少减 618 亿元；信托贷款增加 23 亿元，同比少增 106 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 577 亿元，同比多增 934 亿元；企业债券净融资 9015 亿元，同比多 5066 亿元；政府债券净融资 3357 亿元，同比少 1076 亿元；非金融企业境内股票融资 315 亿元，同比多 53 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1.信贷、货币延续双超预期进一步突进

无论从余额增速还是新增规模上，4 月的信贷和货币都大幅度超出市场预期，增长态势延续了上月的大幅爬升突进态势。2020 年 4 月份人民币贷款增加 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元；人民币贷款余额 161.91 万亿元，同比增长 13.1%，增速比上月末高 0.4 个百分点，比上年同期低 0.4 个百分点；信贷增长无论是规模和增速，都延续了上月的超预期增长态势。广义货币同比增长 1.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1 个和 2.6 个百分点，同样再度显著超出市场预期。

表 1　2020 年 4 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	14000	10.2	12.9
Average	14005	10.2	12.9
High	21600	11.0	13.1
Low	9500	9.5	12.5
No of Forecasts	25	27	7
SHSC	10000	9.5	12.5

数据来源：Reuters，上海证券研究所

央行在 2020 年 1 季度的货币政策执行报告中明确，为营造经济发展的适宜金融环境，新形势下流动性性增长要略高于经济名义增速，从而明确了货币宽松的政策基调。海外疫情恶化，态势严峻程度不断超出市场预期。为应对疫情给经济和社会造成的冲击，海外央行纷纷采取了扩张性的货币政策，不仅降息力度大，并且还重启了 QE。在全球宽松的竞争性放水环境下，中国的稳健中性货币政策基调标准也发生了变化。另一方面，中国经济增长受疫情冲击的力度，也有超出市场预期倾向，虽然复工复产推进迅速，但海外冲击的力度不断提升，对国内经济维持平稳也造成了很大压力。

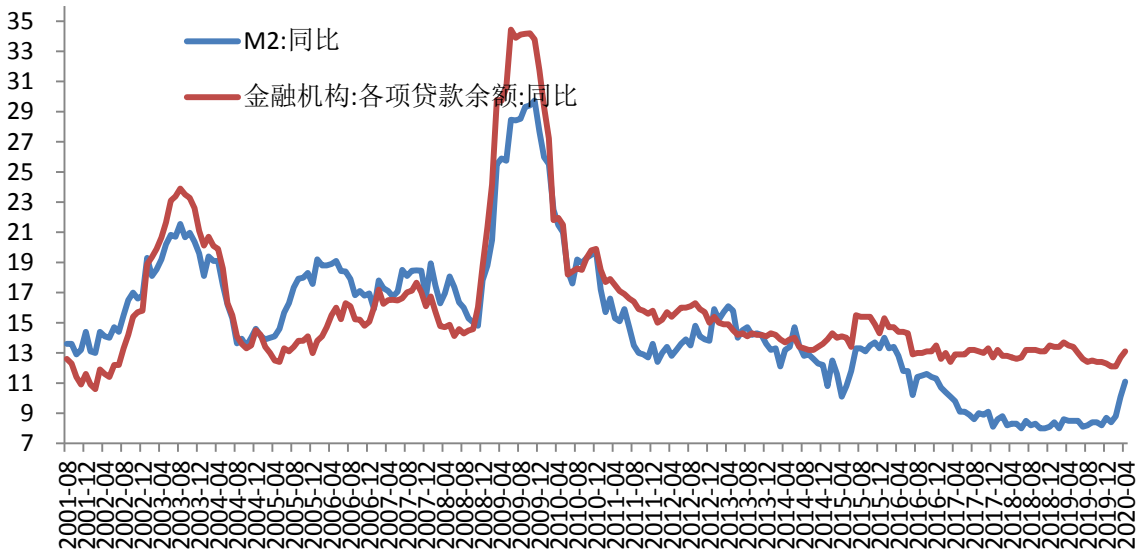
中国 4 月广义货币供应量同比增长的路透调查中值和均值均为 10.2%，分布区间为（9.5，11.1），预测分布符合正态特征，说明预期比较一致，平稳是市场共识；实际增长不仅超出预期较多，且落在分布区间外，说明央行已改变了前期维持货币环境中性的界定。中国 4 月份人民币贷款增加 17000 万亿元，同比增长 13.1；路透调查中值为 14000 亿元、均值为 14005 亿元，预期分布为（9500，21600）亿，预测分布较广，说明机构间分歧扩大，显然是受前期政策维持中性基调和实际形势变化冲突的影响。从实际增长看，信贷增长也是超出市场预期较多。这种情况表外，海外疫情冲击下，主要央行的竞争性“放水”态势，对国内的货币环境也造成了影响；货币当

局不再坚持维持中性政策基调，政策虽然仍立足结构性调整需求，以定向投放为主，但在量上明显趋于放松。

2.政策定调放松，流动性宽松确认

为应对疫情冲击，货币当局加大了货币放松的力度，叠加季节性的信贷和货币投放，2020 年以来流动性宽松程度持续上行，货币和信贷增速不断增加!从货币增速上看,M2 增速已回升到 2016 年水平，显然已突破了货币政策中性的基调；信贷增长虽然相对平稳，但在“宽信用”格局下，非信贷渠道融资等其它非银社会融资类型的发展，对全社会流动性宽松格局的形成，其重要性不断提升，信贷增长平稳不改流动性趋松局面。

图 1　中国信贷和货币增长的月度变化（%）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

面对突发性的经济冲击，货币当局加大了信贷精准投放力度，对冲新冠肺炎疫情的影响：设立 3000 亿元专项再贷款定向支持疫情防控重点领域和重点企业，增加 5000 亿元再贷款再贴现专用额度支持企业有序复工复产，再增加再贷款再贴现额度 1 万亿元支持经济恢复发展。此外，还通过发行票据信贷互换（CBS）为银行的资本约束缓解助力，扩大银行的信贷投放能力。在资本金、流动性、利率传导等多措并举下，金融机构信贷投放积极性和能力都得以提高。1 月 31 日，中国人民银行发布《关于发放专项再贷款支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情有关事项的通知》(银发〔2020〕28 号)，向主要全国性银行和湖北等 10 个重点省（市）的部分地方法人银行提供总计 3000 亿元低成本专项再贷款资金，支持抗疫保供。2 月 26 日，中国人民银行发布《关于加大再贷款、再贴现支持力度

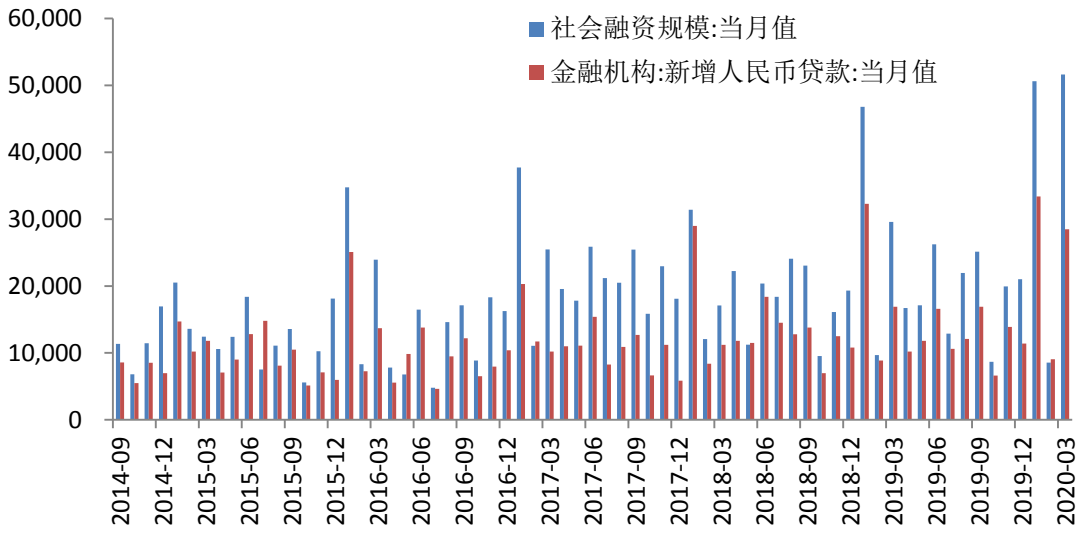
促进有序复工复产的通知》（银发〔2020〕53 号），增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率 25BP 至 2.5%，为企业有序复工复产提供低成本、普惠性的资金支持。

2 月 28 日，中国人民银行发布《关于运用支农再贷款专用额度支持扩大生猪养殖信贷投放的通知》（银发〔2020〕56 号），安排支农再贷款专用额度 200 亿元，支持扩大生猪养殖信贷投放。

3. 企业短期信贷缩减，信贷改善存空间

虽然 4 月份的信贷同比增速回升，新增信贷规模同期相比也有较大增长，但从最体现经济运行态势的企业部门信贷增长情况看，实体经济领域体现经济活力的有效信贷需求增长乏力，企业部分的短期信贷萎缩 62 亿元，在各个分类的迅猛增长凸显异类。一般来说，企业部门的短期贷款需求反映了当期经济运行的活跃程度，当期经济活力疲弱则短期需求下降。企业部门的长期贷款主要体现的是投资需求，体现的是企业部门对未来增长的预期；但由于中国基础设施建设对信贷的需求较为旺盛，因此企业部门的长期信贷基本上体现的是基建投资的增长，是政府推动基础设施建设的结果，因而不太能反映制造类企业的经济前景信心。从企业部门信贷新增的期限结构看，信贷增长主要是政策推动和“补短板”基建增长的结果，经济运行压力短期还将持续。

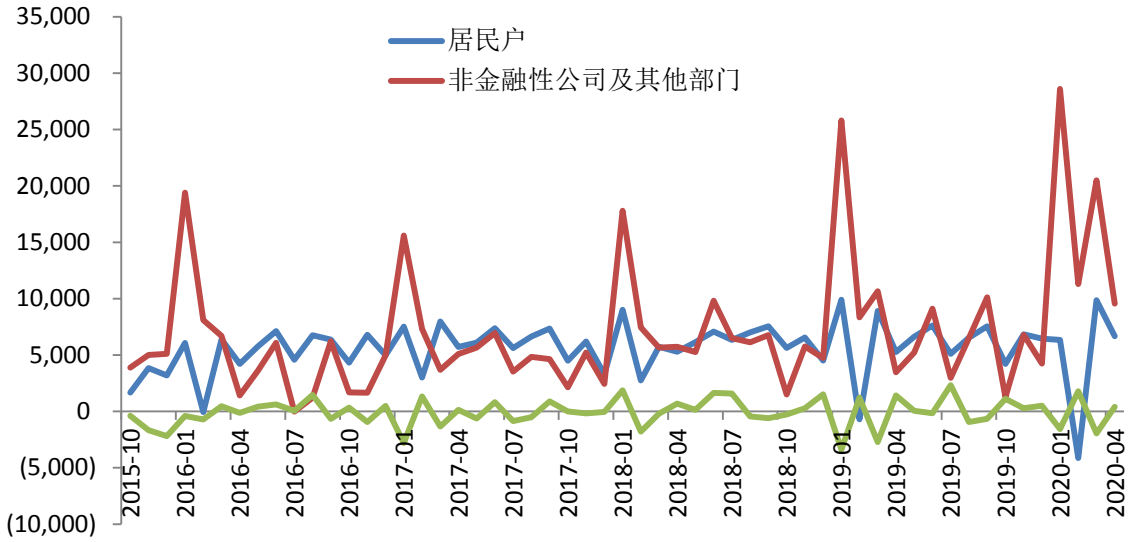
图 2　中国信贷和社融增长的超常规回升（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

从信贷增长的部门分布上看，各部门的信贷增长和过去同期相比，都处于较高位置，尤其是金融同业投放也恢复了正增长，表明信贷环境显著宽松。但这种宽松环境下，流向当期经济活动的信贷却不多，表明当前的金融宽松，更多地属于救助性质。

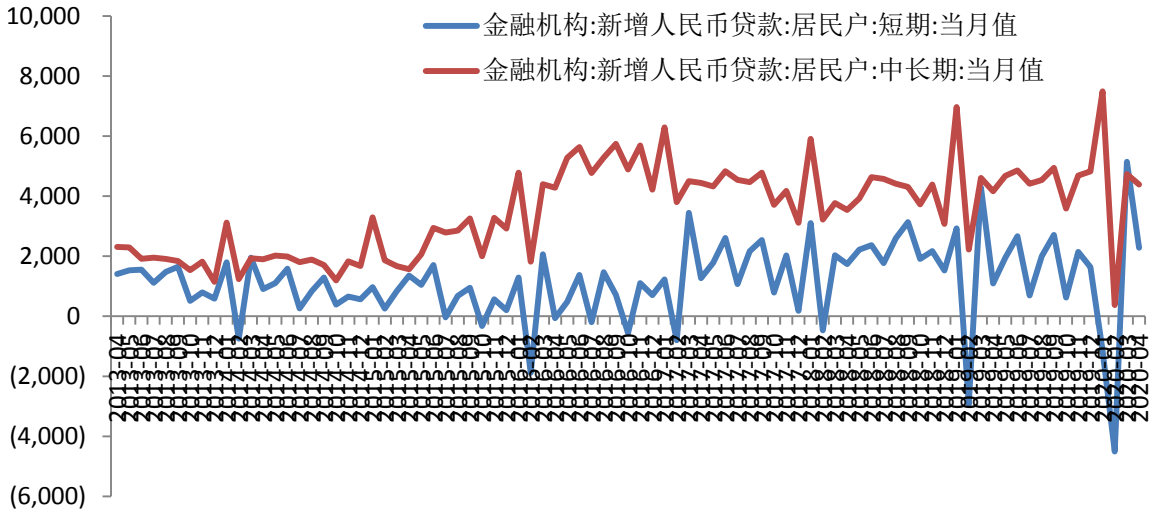
图 3 中国信贷增长的部门分布（亿元）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

从居民部门当月新增信贷的期限分布上看，更多信贷增长都流向了房地产领域。从房地产供需两方面的信贷增长情况看，开发贷款和按揭贷款的同比增长都处于相对高位。这说明，金融脱实向虚的局面仍没有根本改变，资产泡沫对金融资源的吸附力仍然相当强大。在经济运行压力较大的情况下，货币放松有可能引致资产泡沫的反弹，进一步加大经济转型难度，为经济的可持续增长增加更大压力。

图 4 中国居民不嫩信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

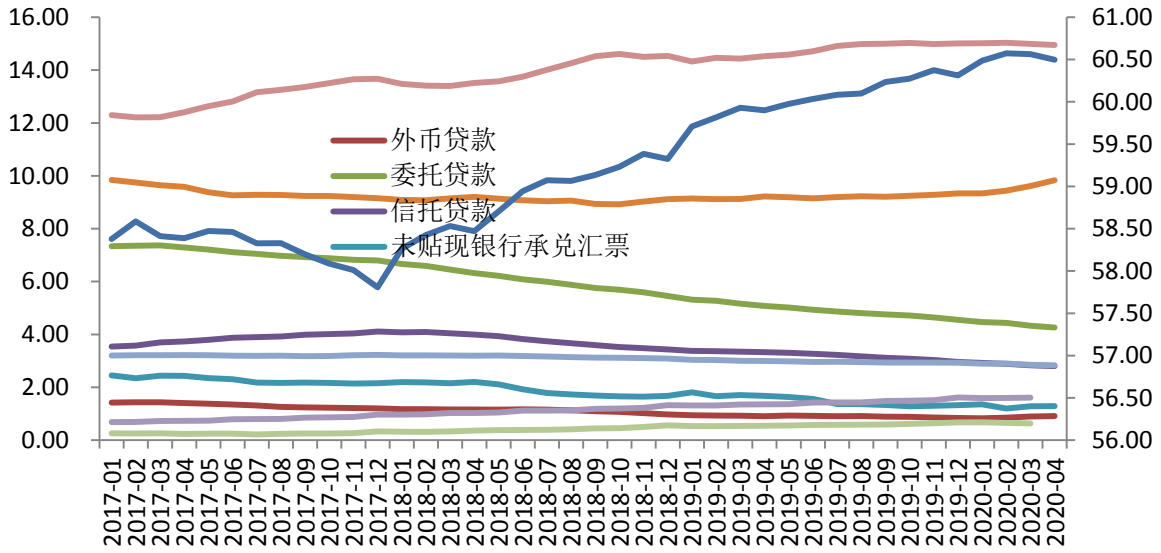
事件影响：对经济和市场

4.流动性宽松助力经济反弹、市场企稳

国内经济环境受到国内外疫情冲击，经营稳定压力也明显上升；尤其是海外疫情恶化带来的不可控因素增长，使得改善经营环境对宽松货币的需求上升。全球货币环境放松，疫情冲击使得各国央行竞相“放水”，国际金融环境趋于宽松中动荡加剧。为避免国际金融动荡对我国货币环境造成的压力，中国也需要在国内创造偏宽松的货币环境，为国内金融机构应对海外金融市场动荡的冲击，创造有利环境。保持国内外货币环境的相对均衡和各种“压力差”，如中外利差、流动性均衡程度等，是提高我国金融防控海外冲击的必要条件。

货币当局根据形势变化及时修正货币政策，对冲疫情对经济的冲击，及时将流动性环境由中性调整至宽松，加大信贷投放的同时，宽信用也得到进一步发展，显然有助企业渡过难关，在疫情冲击过去后可以较快组织正常经营。为防范过于宽松流动性环境在疫情过去后的负效应，货币当局未来或将及时修正，信贷、货币高增长的态势或不能持续。不过，即使信贷和社会融资规模高增长态势不能持续，资金空转现象继续减少和流向实体资金增多，也将带来货币效应更加迅速的转向积极。从近期经济表现看，经济反弹或超出预期；在宽松的流动性格局下，资本市场也逐渐呈现了见底走稳缓慢回升的态势。

图 5　中国社会融资结构存量占比变化（%）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

从结构看，4 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.5%，同比高 0.6 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.9%，与上年同期持平；委托贷款余额占比 4.3%，同比低 0.8 个百分点；信托贷款余额占比 2.8%，同比低 0.5 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.3%，同比低 0.4 个百分点；企业债券余额占比 9.8%，同比高 0.6 个百分点；政府债券余额占比 14.9%，同比高 0.4 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 2.8%，同比低 0.2 个百分点。

5.楼市泡沫致中小企业融资利率难降

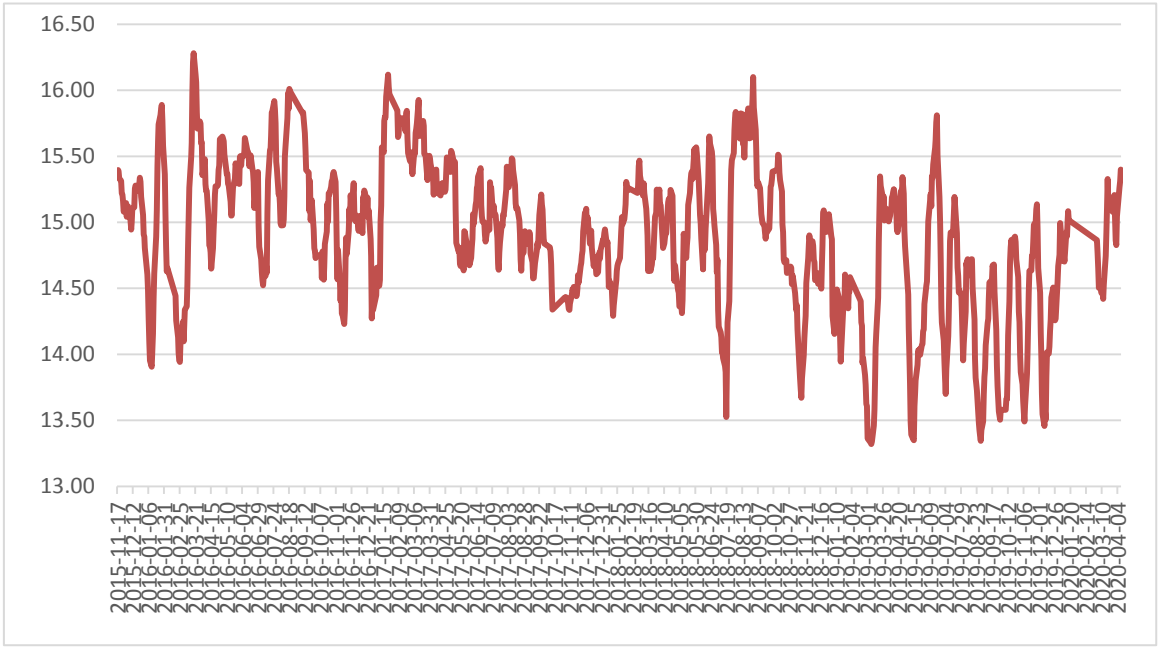
当前中小企业融资利率偏高局面仍没有改变，这体现了短期经济运行困难局面难以很快缓解的态势。在利率市场化条件下，融资利率受经济运行和货币环境共同决定，体现风险溢价的实际借贷利率具有“魏克塞尔”性质，体现当期商业环境的自然利率。真实市场利率主要受当前经济状况、货币环境、市场预期等综合影响。即民间利率不仅受货币状况影响，更重要的是还体现了当前经济环境下的运行风险和前景预期，是实体经济领域的风险利率。

降低融资成本，政府已在改善中小企业经营环境方面做了诸多努力，如各地“一网通办”、等改善商务环境 措施、实实在在的减税降费等，在金融方面更是开创性地实施了结构性货币政策，中国的货币政策不仅是传统的总量调控，更重要的还赋予了结构调整了重任。而要实现货币政策的结构调整任务，不仅要做到新增货币和信贷的定向投放，更要做到改变存量流动性分布的格局。而流动性存量分布格局的不合理症结，就是楼市泡沫长期持续带来的金融“脱实向虚”。正是楼市泡沫的长期不破，造成了中国货币环境“存量过多、增量不足”的矛盾局面，阻碍了货币政策的有效传导，使得基础货币扩张的政策效应难以传导到实体经济。楼市泡沫表面上吸纳了中国过量的货币，维持了金融的平稳，实际上造成了金融体系的“肠梗阻”，使得即使为对冲疫情冲击的货币扩张，在取得市场利率体系整体水准显著下降的情况下，也难以降低实体领域中小企业融资成本。可见，楼市泡沫不除，中小企业融资难和融资贵就难以真正解决！

前期的政策组合在降低了货币市场利率的同时，实际上并没有有效降低中小企业融资利率。在疫情冲击下，经济短期运行压力加大，信贷市场风险压力上升；由于疫情对中小企业经营冲击最为明显，因而中小企业信贷风险的压力也最为明显。从中小企业融资利率下降的实践效果看，在市场利率体系普遍下移的场景下，中小企业融资利率不但没有下降，反而略有上行！从我们跟踪观察的温州民间

借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，呈现了显著提高态势。

图 6 温州民间借贷利率仍居高位（月/民间融资综合利率，Average-10D）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

不大受当期通胀影响的货币市场则体现出了另外的趋势：在减缓疫情冲击和防风险的政策指引下，政策实质放松使得货币市场资金宽裕，交易活跃程度上升，货币市场利率延续了下降趋势。4 月份，银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 148.19 万亿元，日均成交 6.74 万亿元，日均成交同比增长 42.6%。其中，同业拆借日均成交同比增长 26.1%，现券日均成交同比增长 44.7%，质押式回购日均成交同比增长 46%。

事件预测：趋势判断

6.高增长态势难持续，降息仍可期

当前偏于宽松的流动性环境，主要为了防止疫情对经济的影响。但在复工、复产有序推进，防控取得胜利的情况下，货币临时性放松的境况将改变，当前偏高的广义货币增速难以持续。笔者一直强调的，未来中国货币环境的真正问题在于基础货币投放能力不足，尤其是在不提高基础货币整体成本情况下，实现基础货币投放的增长。因此，尽管经济活力复苏带来金融体系信用放大能力提升，基础货币增长的不足会抵消此种影响，广义货币增长仍将维持符合央行稳健中性界定的增速。

随着经济进入后疫情时代，宽松货币政策的负效应将逐渐显现。中

国房地产领域的资产泡沫一直未能有效缓解，并已对经济内生增长构成了实质伤害，未来货币偏松局面如不能及时调整，经济转型和升级的发展目标将得到根本性伤害。

货币政策效应转向积极，也意味着后续货币增长适度回落，也不会对经济运行造成压力；同时物价低迷和资产泡沫持续的局面表明，货币过于宽松会使经济运行的困难态势加剧，增加经济转型的难度。实际上，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。核心 CPI 持续低迷的局面表明，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。