静待金融层面的持续改善向实体传导

——2020 年 4 月份金融数据点评

分析师：杨宇
执业证书编号：S0890515060001
电话：021-20321299
邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震
执业证书编号：S0890517100001
电话：021-20321005
邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-20515355

相关研究报告

1 《1 月份数据表现良好，后续重点关注政策对疫情的对冲——2020 年 1 月份金融数据点评》 2019-12-10
1 《逆周期调节下金融数据回暖——11 月份金融数据点评》 2019-12-10
2 《剔除季节性因素，仍有点弱——10 月份金融数据点评》 2019-11-11
3 《数据企稳且结构向好，主要由稳增长政策推动——9 月份金融数据点评》2019-10-15
4 《金融数据疲软，显示有效需求不足——7 月份金融数据点评》 2019-08-12
5 《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——6 月份金融数据点评》 2019-07-13
6 《债券：再现“降准+置换”式定向降准，持续对冲风险-10 月份定向降准点评报告（181007）》 2018-10-08
7 《非标融资加速收缩，金融强监管定力强-6 月份金融数据点评报告（180715）》 2018-07-16
8 《定向降准≠全面宽松，旨在对冲风险-定向降准点评报告（180624）》 2018-06-27

投资要点：

◆ **事件：**2020 年 5 月 11 日，央行公布 2020 年 4 月份金融数据：4 月份，新增社融规模 3.09 万亿元，同比多增 1.42 万亿元。4 月末，社融存量同比增长 12%，较上月回升 0.5 个百分点。4 月份，新增人民币贷款 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元。4 月末，M2 同比 11.1%，较 3 月末回升 1 个百分点；M1 同比 5.5%，增速较 3 月末回升 0.5 个百分点。

◆ **贷款和企业债券带动社融数据持续改善。**4 月份，新增社融规模 3.09 万亿元，同比多增 1.42 万亿元，明显高于以往的 4 月份的数据。4 月末，社融存量同比增长 12%，较上月回升 0.5 个百分点。社融增速略高于 2019 年的名义 GDP 增速，以对冲疫情对于经济的冲击。同比新增的拉动项主要是人民币贷款、企业债券和外币贷款，主要的拖累项是地方政府专项债。

◆ **信贷总量回升的同时结构也在持续改善。**企业部门来看，在复工复产、商业贸易活动逐步恢复及政策支持的背景下，4 月份票据融资、短期贷款和中长期贷款继续好转。整个企业部门来看，新增中长期贷款占比达 59%，持续 2 个月回升，融资结构明显改善。居民部门来看，随着国内疫情的逐步平息，居民部门的消费和投资活动逐步恢复，融资需求也出现了明显的回升。

◆ **货币增速伴随着信用的扩张同步回升。**4 月末，M2 同比 11.1%，增速较上个月回升 1 个百分点；M1 同比 5.5%，较上月回升 0.5 个百分点；M1 与 M2 的剪刀差趋于收窄。M2 的回升与信用的扩张相呼应，央行的降准降息与再贷款再贴现等逆周期调节措施下，实体企业的融资明显改善，也带来了派生存款的明显回升。此外，财政支出的增多也有利于派生 M2。另外一个值得关注的点是，M1 与 M2 的剪刀差趋于收窄，说明新增的企业存款的活化程度较低，反应企业在疫情尚未完全平息尤其海外疫情仍比较严重的不确定性下，对于当前扩大投资依然相对谨慎。

◆ **总结：金融数据总量和结构持续改善。**总体上看，随着国内疫情的逐步平息，社会经济生活逐步恢复正常，疫情以来系列的逆周期调节政策正在见效，4 月份的金融数据延续 3 月份“总量和结构均明显改善”的趋势。“宽信用”已逐步实现，实体经济的流动性相对宽裕，金融层面的支持已经有了，后续需要观察实体层面的恢复程度。

◆ **风险提示：海外复工之后疫情的反复、外需恶化的程度超预期**

事件：

2020 年 5 月 11 日，央行公布 2020 年 4 月份金融数据：

4 月份，新增社融规模 3.09 万亿元，同比多增 1.42 万亿元。4 月末，社融存量同比增长 12%，较上月回升 0.5 个百分点。

4 月份，新增人民币贷款 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元。

4 月末，M2 同比 11.1%，较 3 月末回升 1 个百分点；M1 同比 5.5%，增速较 3 月末回升 0.5 个百分点。

对此，我们的点评如下：

1. 贷款和企业债券带动社融数据持续改善

伴随着国内经济社会生活的恢复以及持续的政策宽松，4 月份的金融数据继续呈现好转的态势。4 月份，新增社融规模 3.09 万亿元，同比多增 1.42 万亿元，明显高于以往的 4 月份的数据。4 月末，社融存量同比增长 12%，较上月回升 0.5 个百分点。社融增速略高于 2019 年的名义 GDP 增速，以对冲疫情对于经济的冲击。

同比新增的拉动项主要是人民币贷款、企业债券和外币贷款，主要的拖累项是地方政府专项债。具体来看，

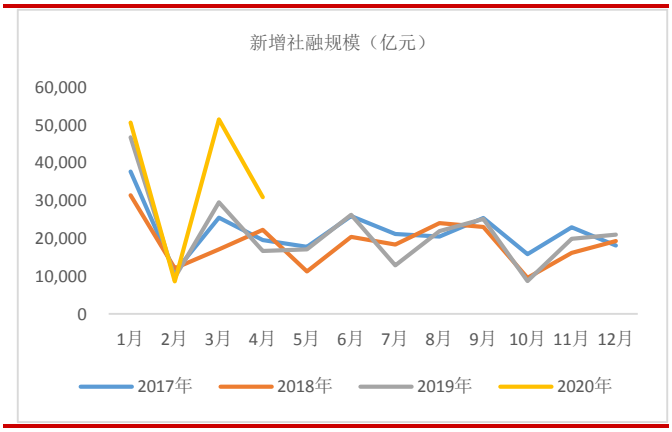
4 月份，社融口径的新增人民币贷款 1.62 万亿，同比多增 7467 亿元。实体经济的人民币贷款连续两个月均保持较高的状态，与疫情发生以来逆周期调节政策的发力息息相关。除了通过降准、OMO、MLF 等释放长期流动性外，央行还先后三次安排了再贷款再贴现，资金规模高达 1.8 万亿，其中第一次的 3000 亿已经发放完毕，和第二次 5000 亿已经发放接近 80%（截至 5 月 5 日），这极大了地刺激了人民币贷款的回升。此外，央行还从 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%。这些政策均有利于促进金融机构加大信贷投放。

企业债券的新增发行规模连续两个月突破 9000 亿元的“巨量”，4 月份新增企业债券 9015 亿元，同比多增 5066 亿元。从需求端来看，资金面的持续宽松，使得市场对于信用债的需求明显回升。4 月份以来，回购隔夜利率中枢回到到 1%以下，市场杠杆抬升，刺激了对于信用债的需求。同时，从发行方来看，市场利率中枢下降的速度和幅度均大于贷款利率，债券融资相对于贷款更有优势。

另外一个值得关注的是，外币贷款从今年以来一直为正，3 月份和 4 月份均有较大规模。4 月份新增外币贷款 910 亿元，同比多增 1240 亿元。一方面与外围市场降息、稳外贸等因素有关，另一方面也与政策放松境外融资有关。3 月 11 日，中国人民银行和国家外汇管理局将全口径跨境融资宏观审慎调节参数由 1 上调至 1.25，跨境融资风险加权余额上限的提高，有助于便利境内机构通过境外融资。

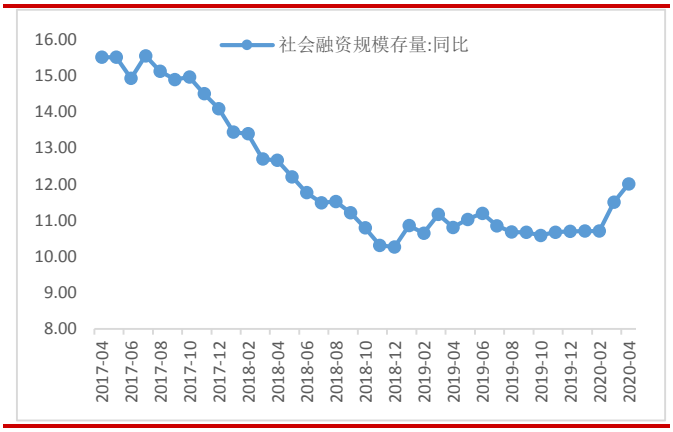
新增地方政府专项债 3357 亿元，同比少增 1076 亿元，主要和去年与今年的发行节奏的错位有关，今年的专项债发行节奏更加提前。

图 1：新增社融规模情况



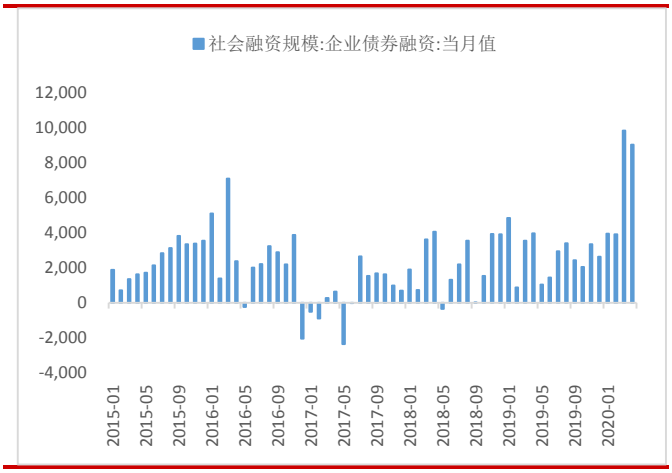
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：社融增速连续两个月明显回升



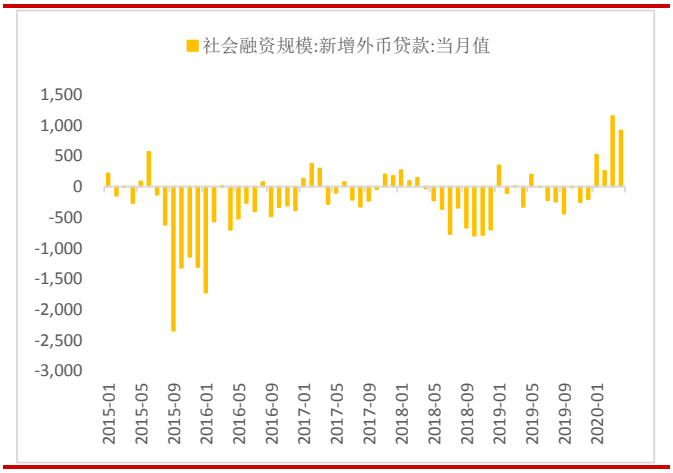
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：连续两个月企业债券融资超过 9000 亿元



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：今年以来新增外币贷款持续为正



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 信贷总量回升的同时结构也在持续改善

企业部门来看，在复工复产、商业贸易活动逐步恢复及政策支持的背景下，4 月份票据融资、短期贷款和中长期贷款继续好转。具体来看，4 月份企业部门新增人民币贷款 9663 亿元，同比多增 6092 亿元。其中，新增短期贷款-62 亿元，同比少减 1355 亿元；新增中长期贷款 5547 亿元，同比多增 2724 亿元。此外，新增表内票据融资 3910 亿元，同比多增 2036 亿元。从整个企业部门来看，新增中长期贷款占比达 59%，持续 2 个月回升，融资结构明显改善，与国内疫情平息之后基建项目配套贷款加快投放以及政策引导商业银行加大对制造业企业的中长期贷款支持有关。这与 4 月份以来的高频数据的表现也比较一致。

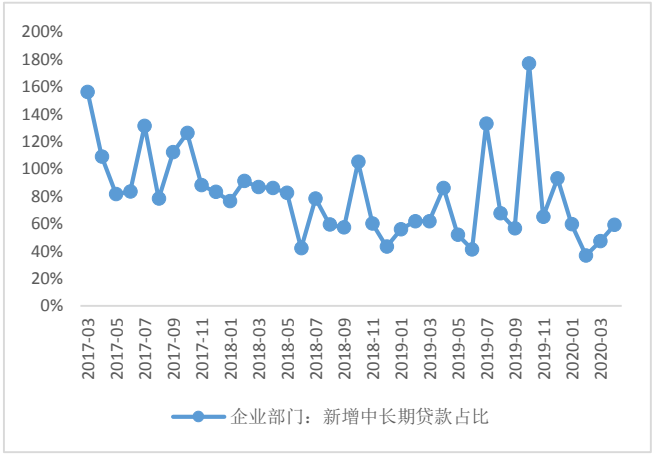
居民部门来看，随着国内疫情的逐步平息，居民部门的消费和投资活动逐步恢复，融资需求也出现了明显的回升。4 月份居民部门新增人民币贷款 6669 亿元，同比多增 1411 亿元。其中，中长期贷款 4389 亿元，同比多增 224 亿元，已经恢复到正常情况下的水平。与房地产销售相关的高频数据的表现相一致，30 大中城市商品房成交面积，在 4 月份初已经基本上回到正常年份的位置；短期贷款 2280 亿元，同比多增 1187 亿元，短期贷款的持续改善也一定程度上反应了消费的逐步改善的情况，如 4 月份汽车的销量出现了明显的反弹。

图 5：居民部门的信贷情况



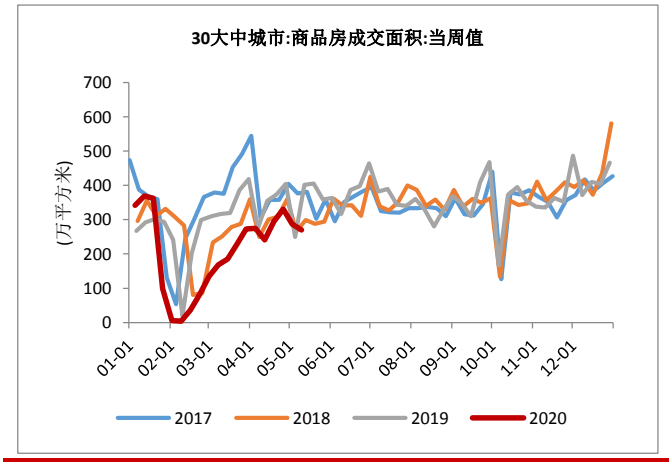
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：企业部门中长期贷款占比最近两个月均有所回升



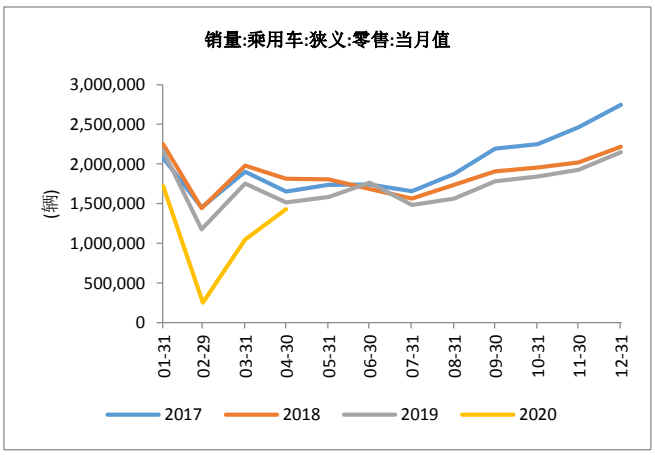
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7：商品房成交已经恢复到接近正常水平



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：四月份汽车销量明显改善



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

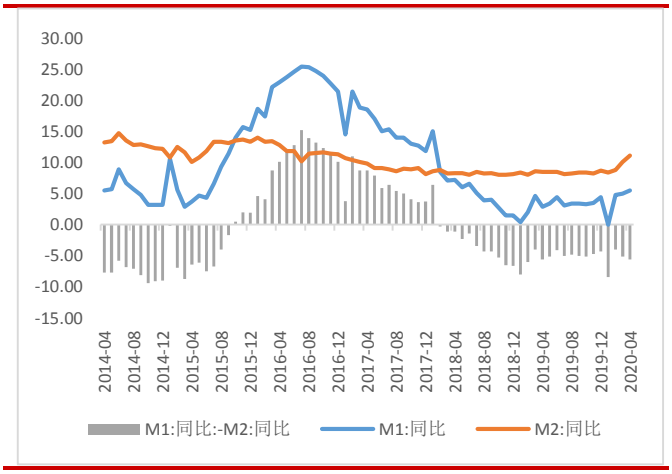
3. 货币增速伴随着信用的扩张同步回升

4 月末，M2 同比 11.1%，增速较上个月回升 1 个百分点；M1 同比 5.5%，较上月回升 0.5 个百分点；M1 与 M2 的剪刀差趋于收窄。

M2 的回升与信用的扩张相呼应，央行的降准降息与再贷款再贴现等逆周期调节措施下，实体企业的融资明显改善，也带来了派生存款的明显回升。从 4 月份的存款数据来看，企业存款新增 11700 亿元，同比多增 13438 亿元。此外，财政支出的增多也有利于派生 M2，4 月份新增财政存款 529 亿元，同比少增 4818 亿元，4 月份作为缴税月，这个数据远低于正常年份的数据，一方面和积极财政政策下财政支出较大有关，一方面也和企业亏损与税费减缓政策导致财政短收有关。4 月份居户存款减少 7996 亿元，同比多减 1748 亿元，除了季节性因素影响之外，可能也反应了居民部门消费的边际改善。

另外一个值得关注的点是，M1 与 M2 的剪刀差趋于收窄，说明新增的企业存款的活化程度较低，反应企业在疫情尚未完全平息尤其海外疫情仍比较严重的不确定性下，对于当前扩大投资依然相对谨慎。

图 9：M1 与 M2 的走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 10：企业部门、居民部门和财政部门的存款情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 总结：金融数据总量和结构持续改善

总体上看，随着国内疫情的逐步平息，社会经济生活逐步恢复正常，疫情以来系列的逆周期调节政策正在见效，4 月份的金融数据延续 3 月份“总量和结构均明显改善”的趋势。“宽信用”已逐步实现，实体经济的流动性相对宽裕，金融层面的支持已经有了，后续需要观察实体层面的恢复程度。

风险提示及免责声明

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。