恒大研究院
EVERGRANDE RESEARCH INSTITUTE

信贷社融超预期放量，2 季度财政发力新基建

——4 月金融数据点评

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2020/5/11

首席经济学家： 任泽平

研究员： 石玲玲

shilingling@evergrande.com

研究助理： 王孟嫫

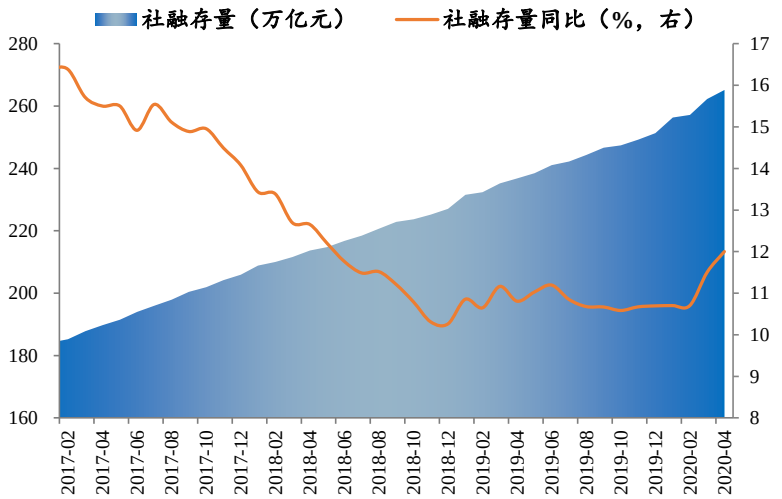
wangmengmo@evergrande.com

事件： 中国 4 月社会融资规模增量为 30900 亿元，预期增 21618 亿元。4 月新增人民币贷款 17000 亿元，预期 13033.3 亿元，前值 28500 亿元。4 月 M2 同比增 11.1%，预期 10.1%，前值 10.1%。

1、4 月社融同比多增 1.42 万亿元，存量增速 12%创 2018 年 5 月以来新高，货币财政政策持续发力，助力社融超预期多增，信贷及企业债仍是主要支撑。

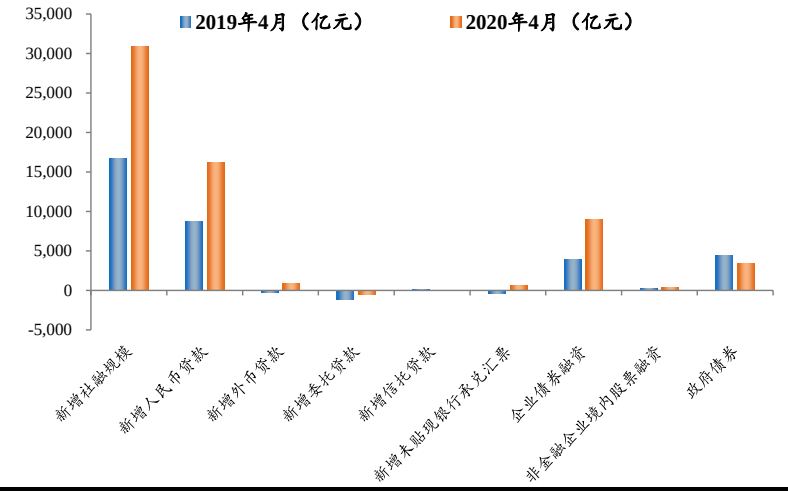
4 月社融增速 12%，创 2018 年 5 月以来新高，环比提升 0.5 个百分点。4 月新增社会融资规模 3.09 万亿元，同比多增 1.42 万亿元，高于 2017 年以来（可比口径下）的历年同期规模。4 月末社会融资规模存量为 265.22 万亿元，同比增速 12%，环比提升 0.5 个百分点。从供给端看，政策面持续发力支持信贷投放、债券发行，从需求端看，疫情逐步得到控制，内需逐步复苏，企业复工复产基本到位，居民线下购房消费活动继续恢复，实体融资需求边际改善。

图表：4 月社融增速环比提升 0.5 个百分点



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：2020 年 4 月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

从结构来看，4 月信贷大幅多增、企业债放量发行，构成主要支撑。表内融资方面，信贷同比延续多增。4 月新增人民币贷款 1.62 万亿元，同比多增 7506 亿元，企业中长期贷款及票据融资是主要支撑。**表外融资方面，未贴现汇票带动表外同比多增。**4 月表外融资新增 21 亿元，同比

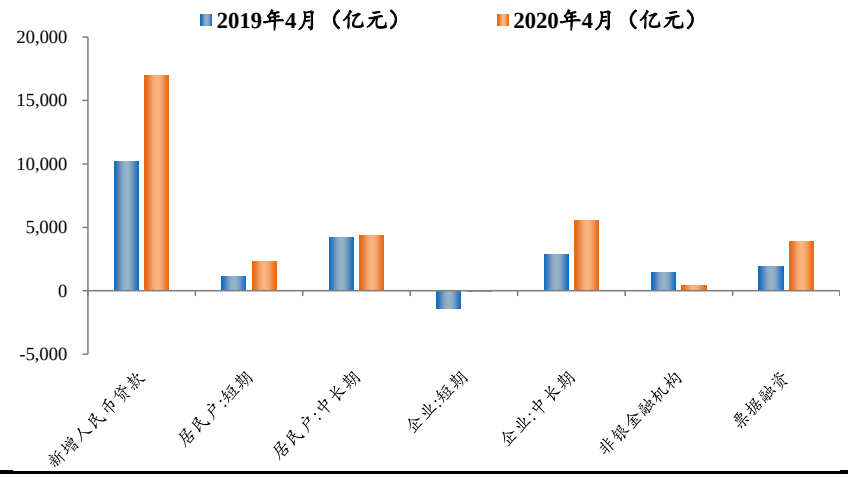
多增 1446 亿元。其中，未贴现承兑汇票同比多增 934 亿元， 4 月表内外票据均有明显增长，票据利率环比降低 32BP，且高等级票据利率持续低于理财产品，企业套利行为或是票据多增的重要原因。委托贷款同比少减 618 亿元，信托贷款受发行减少到期增多拖累同比少增 106 亿元，5 月资金信托监管文件落地，或对未来信托贷款增长造成一定负面影响。**直接融资方面，企业债券融资继续大幅增长，股票融资有所上行。**4 月新增股票融资 315 亿元，同比微增 53 亿元；新增企业债券融资 9015 亿元，同比大幅多增 5066 亿元，注册制实施、信用债发行门槛降低，叠加企业债券融资利率下行明显，带动企业债券融资大幅多增。**其他融资方面，政府债券同比少增。**4 月新增政府债券 3357 亿元，同比少增 1076 亿元，主要受发行额度制约，但前期专项债可有力支撑投资。4 月下旬财政部再次提前下达 1 万亿元地方政府专项债额度，力争 5 月底前发行完毕，预计 5 月政府债券发行量将迎来高峰。

2、贷款延续多增，企业中长期贷款占比环比提升，但票据套利情况或有所抬头，制造业及中小企业真实投融资需求仍难言改善。

4 月新增人民币贷款 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元，大幅超预期。3 月下旬以来，逆周期调节力度加码，支撑信贷增长。总量层面，逆回购、MLF、1 年期 LPR 利率同步下调 20BP，超额存款准备金利率下调 37BP。结构层面，再贷款再贴现额度增加 1 万亿元，定向降准落地，TMLF 利率下调 20BP。监管层面，普惠金融在银行考核指标中的权重提升至 10%以上，中小银行拨备覆盖率要求阶段性下调 20 个百分点，鼓励银行加大小微信贷投放。

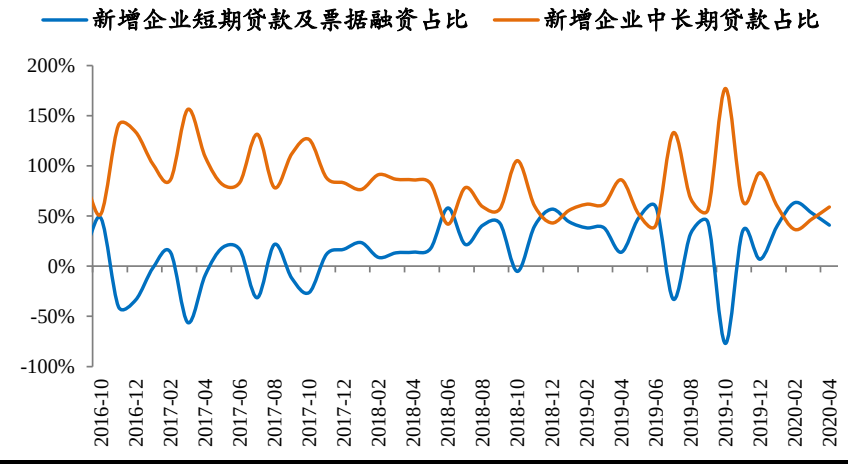
从结构来看，企业中长期贷款占比环比提升，但制造业及中小企业仍需政策支持度过难关。4 月新增企业贷款 9563 亿元，同比多增 6092 亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资分别多增 1355 亿元、2724 亿元、2036 亿元。政策持续发力，银行加大信贷投放，企业复工复产逐步到位，带动融资需求边际改善。同时，新增企业中长期贷款占企业贷款比重环比提升 12 个百分点至 59%，结构有所改善。**但考虑到部分企业获得优惠贷款后存入结构性存款、购买理财产品的套利行为及前期专项债发力、基建赶工对中长期配套贷款的带动作用，在当前外需疲软、工业库存被动高企背景下，制造业、中小企业的真实投融资需求仍难言改善。**4 月新增居民贷款 6669 亿元，同比多增 1411 亿元。其中，短期贷款新增 2280 亿元，同比多增 1187 亿元，疫情管控逐步放开、多地发放消费券，居民线下消费逐步修复。中长期贷款增加 4389 亿元，同比微增 224 亿元，4 月商品房销售同比跌幅收窄、环比延续改善。

图表：2020 年 4 月新增信贷结构



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：新增企业中长期贷款占比环比提升

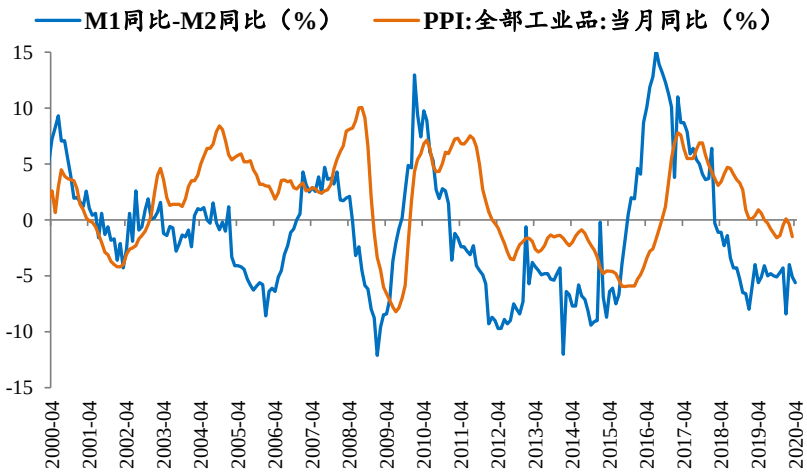


资料来源：Wind，恒大研究院

3、M2 同比增长 11.1%，银行信贷投放和购债发力。但 M1-M2 剪刀差连续 3 个月收窄，实体经济恢复仍需时日。

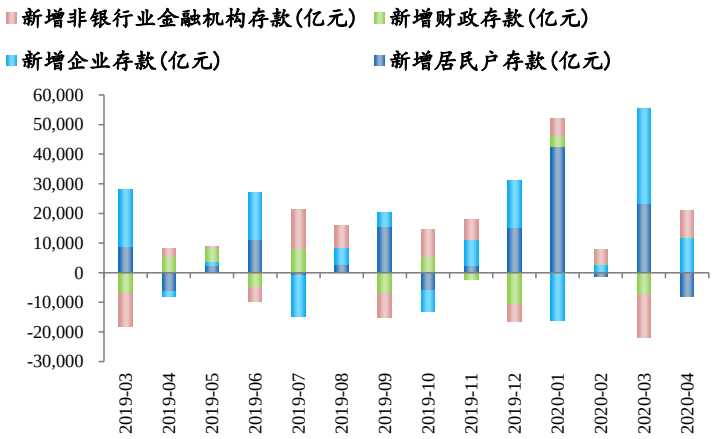
4 月 M2 同比增速 11.1%，环比大幅提升 1 个百分点。4 月央行降准降息齐发力，银行加大信贷投放及债券购买力度，财政加大对实体支持，共同带动 M2 增速回升。**从结构来看，**4 月企业存款增加 1.17 万亿元，同比多增 1.34 万亿元，居民存款减少 7996 亿元，同比多减 1748 亿元，主要因企业贷款多增派生存款、企业经营活动及居民消费购房活动逐步恢复，促进居民存款向企业存款转化。财政存款增加 529 亿元，同比大幅少增 4818 亿元，与疫情冲击下企业利润减少、缴税推迟与减免有关。非银金融机构存款增加 8571 亿元，同比多增 5786 亿元，反映货币宽松背景下银行间市场资金充裕、理财产品规模增长。M1 同比增速 5.5%，环比回升 0.5 个百分点，实体交易性需求逐步恢复，**但 M1-M2 剪刀差连续 3 个月收窄，企业存款活期化程度下降，投融资意愿仍然不高，短期内 PPI 通缩压力持续增加。**

图表：M1-M2 剪刀差连续 3 月下降



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：财政存款大幅少增

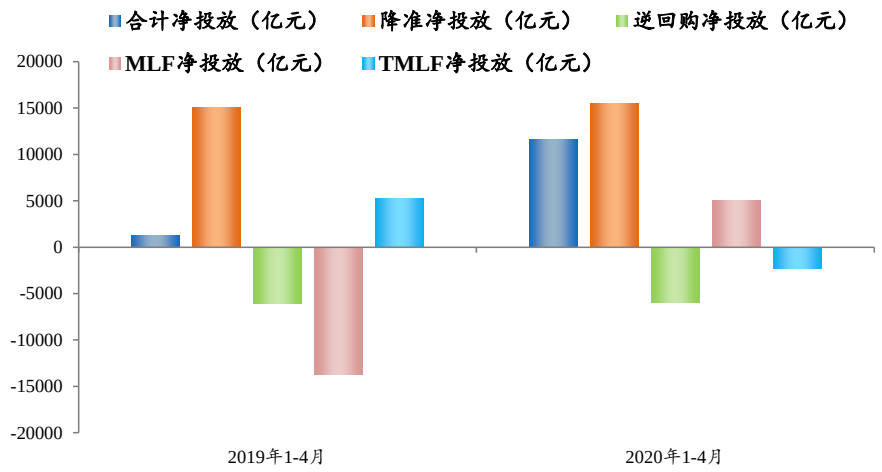


资料来源：Wind，恒大研究院

4、4 月单月资金净投放量低于 2019 年同期，主要受 TMLF 缩量续作影响，1-4 月基础货币净投放量仍远高于 2019 年同期。

4 月单月投放低于去年同期，再贷款额度高，定向支持特定企业。1）2020 年 1-4 月，央行通过降准、OMO、MLF 等渠道，累计净投放流动性近 1.2 万亿元，比 2019 年同期（1247 亿元）高出 1 万亿元，其中通过降准及 MLF 提供的净资金量高于去年同期 1.9 万亿元。2020 年 4 月，央行净回笼流动性 1263 亿元，去年同期为净投放 822 亿元，主要受到 TMLF 缩量续作影响。2）2020 年 1-4 月，再贷款再贴现额度累计新增 1.8 万亿元，远高于 2018 及 2019 年的全年新增额度 4000、2500 亿元。其中包括 3000 亿元专项再贷款额度、1.5 万亿元再贷款再贴现额度，定向支持疫情防控重点企业及民营、中小微企业。

图表：2020 年 1-4 月基础货币净投放远超去年同期



资料来源：Wind，恒大研究院

5、展望未来，2 季度 GDP 环比大概率改善，但经济衰退和通缩压力仍大，外需冲击仍未完全体现，货币政策将继续保持克制式、结构性宽松，但力度或低于 1 季度。财政政策将是 2 季度重点。

社融层面，预计社融增速仍将保持高位，企业信贷和债券融资将继续支撑宽信用。其一，财政发力新老基建，专项债力度大，企业融资需求逐步恢复，债券融资将继续作为社融重要支撑；其二，经济衰退和通缩压力大，企业信贷、居民信贷、中小企业融资等政策边际调整空间仍存，货币政策更加注重宽信用。

货币政策层面，预计宽松周期将继续延长，但 2 季度货币政策力度或低于 1 季度，仍以结构性操作为主，重点是帮助企业度过难关。2 季度 GDP 大概率环比回升，但国内经济衰退和通缩压力加大，外需冲击仍未完全体现。降息来看，二季度 OMO、MLF、LPR 利率仍存调降空间，降成本仍是重点。降准来看，预计 2020 年还有 1-2 次降准，5 月 22 日人大会议将确定财政赤字、特别国债、专项债等具体规模，政府债放量发行需要货币政策配合。其他货币政策来看，精准金融服务会进一步发挥再贷款再贴现政策，定向支持受疫情冲击的企业，引导社会融资成本下行。

财政政策层面，2 季度财政政策将是重点。当前中国经济面临的主要矛盾是总需求不足，尤其外需恶化，中央加快启动以“新基建”领衔的扩大消费投资内需的一揽子宏观对冲方案。新基建兼顾短期扩大有效需求和长期扩大有效供给，兼具稳增长、稳就业、调结构、促创新、惠民生的综合性重大作用。我们旗帜鲜明倡导“新基建”，2 月 28 日发布《是该启动“新”一轮基建了》，引发“新基建”大讨论，并从学术讨论走向社会共识和国家战略。新基建是经济思想的一大革命，社会认知的一大进步。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展　服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者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损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼 （200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com