宏观研究

这是一份总量和结构都无可指摘的数据

——4 月金融数据点评

宏观事件点评 2020 年 5 月 12 日

报告摘要：

- **信贷社融数据均超预期**

4月新增人民币贷款1.7万亿元，创历年同期最高，同比多增6818亿元，远超季节性表现。除房贷外，企业和居民部门贷款全线高增，企业中长期贷款、短期贷款、票据融资分别同比多增（少减）2724亿元、1355亿元、2036亿元，企业中长期贷款继续放量或指向基建发力。4月社融增量为3.09万亿元，也创历年同期最高，同比多1.42万亿元，远超季节性表现。企业债继续放量，主要原因有两个，一个是无风险利率下行叠加信用利差收缩背景下企业有债务置换动力，另一个原因则是基建发力背景下城投债发行势头较好。

- **货币政策传导效率明显提升，有助于推动“宽信用”政策**

3月，贷款加权平均利率为5.08%，比上年12月下降0.36个百分点，同比下降0.61个百分点。降幅明显大于同期LPR降幅，反映LPR改革增强金融机构自主定价能力、提高贷款市场竞争性、疏通市场利率传导机制的作用正在发挥。随着未来存量贷款将继续转换为LPR定价，预计贷款加权平均利率仍有下降空间，有利于宽信用政策的实施。

- **存款端也出现明显的结构分化，宽信用取得成就**

存款端方面，非金融企业存款相比往年大幅增长，由于疫情背景下企业盈利受到冲击，多出来的存款更多是宽信用的结果。另一方面，非银金融机构存款也明显增加，非银金融行业流动性极为宽松，不仅价格在下降（DR007中枢值走低），数量也在上升。但财政存款有所下降，这可能跟疫情导致缴税延缓有关。总体来看，4月新增存款超预期，金融脱媒风险有所下降。

- **4月金融数据无可指摘**

总体来看，4月的金融数据是一份总量和结构都无可指摘的数据，体现了当前货币政策传导效果较好，也构成了央行保持定力沉着应对的底气。全球疫情蔓延下，海外主要央行货币放水，资产负债表大幅扩张，但中国央行重申维护正常货币政策地位，彰显了我国货币政策的定力。其底气，正是来自于货币政策传导效果的增强，近两月的信贷社融数据，可以作为政策效果的最好注脚。信贷发力先行，国内经济逐步复苏可期，不确定性仍在于海外疫情进展。

- **权益类资产的表现值得期待**

在2月-4月期间，由于疫情导致复工率低于往年同期水平，经济政策是以货币政策为主、财政政策为辅，因为货币政策传导更快，而财政政策受制于复工率处于低位和疫情管制等原因无法发挥正常时期水平。但5月以来，随着复工恢复正常，国内疫情也得到基本控制，财政政策有发力的必要和空间，在此背景下，无论是传统基建还是新基建都有很大想象空间，权益或迎来较好机会，特别是科技板块和周期板块均有望享受到基建发力带来的好处。

- **风险提示：**企业通过票据融资购买结构化存款以监管套利、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001
电话：010-85127665
邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008
电话：010-85127730
邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：

5 月 11 日，央行公布 4 月金融数据：

4 月新增人民币贷款 17000 亿元，市场预期 13033 亿元，前值 28500 亿元。

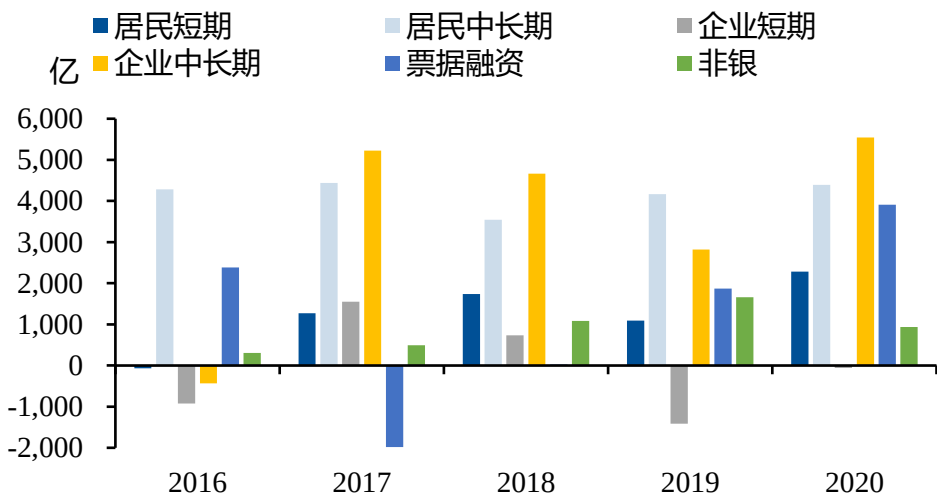
4 月社会融资规模 30900 亿元，市场预期 21618 亿元，前值 51492 亿元。

4 月 M2 同比 11.1%，市场预期 10.1%，前值 10.1%；M1 同比 5.5%，前值 5.0%。

一、 数据表现：信贷和社融规模均超预期

特征一，信贷发力和“房住不炒”兼顾。4 月新增人民币贷款 1.7 万亿元，创历年同期最高，同比多增 6818 亿元，远超季节性表现。除房贷外，企业和居民部门贷款全线高增，企业中长期贷款、短期贷款、票据融资分别同比多增（少减）2724 亿元、1355 亿元、2036 亿元，企业中长期贷款继续放量或指向基建发力。居民短期贷款同比多增 1187 亿元，体现信贷发力；居民中长期贷款（主要是房贷）基本稳定，同比仅小幅多增 224 亿元，体现“房住不炒”。

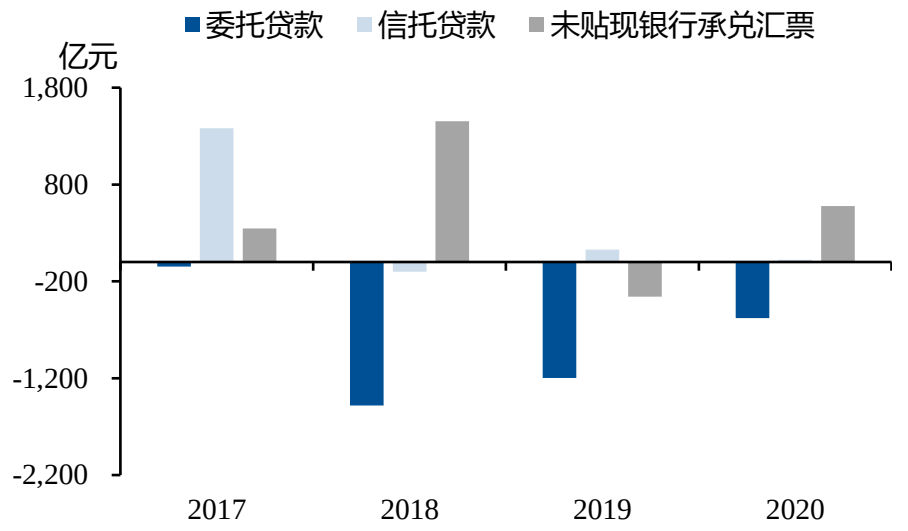
图 1：4 月份企业中长期信贷放量明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

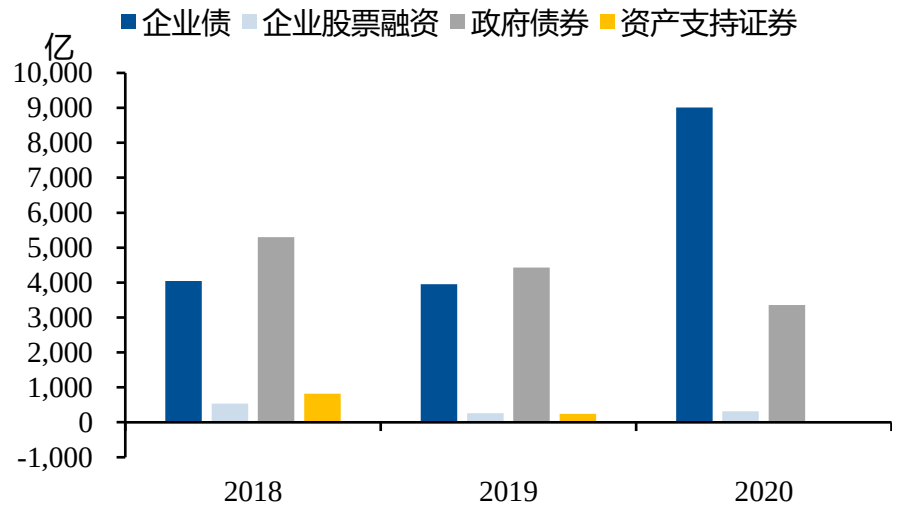
特征二，除政府债券情况特殊之外，社融总量和结构全面开花。4 月社融增量为 3.09 万亿元，也创历年同期最高，同比多 1.42 万亿元，远超季节性表现。其中，表内贷款、表外融资、企业债券融资分别同比多增 8708 亿元、1446 亿元、5066 亿元；政府债券融资同比少增 1076 亿元，源于首批提前下发额度有限，考虑到国务院再次提前下发 1 万亿额度并要求 5 月底前发放完毕，预计 5 月政府债券融资将同比大幅多增。企业债继续放量，主要原因有两个，一个是无风险利率下行叠加信用利差收缩背景下企业有债务置换动力，另一个原因则是基建发力背景下城投债发行势头较好。

图 2：4 月份非标融资正增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

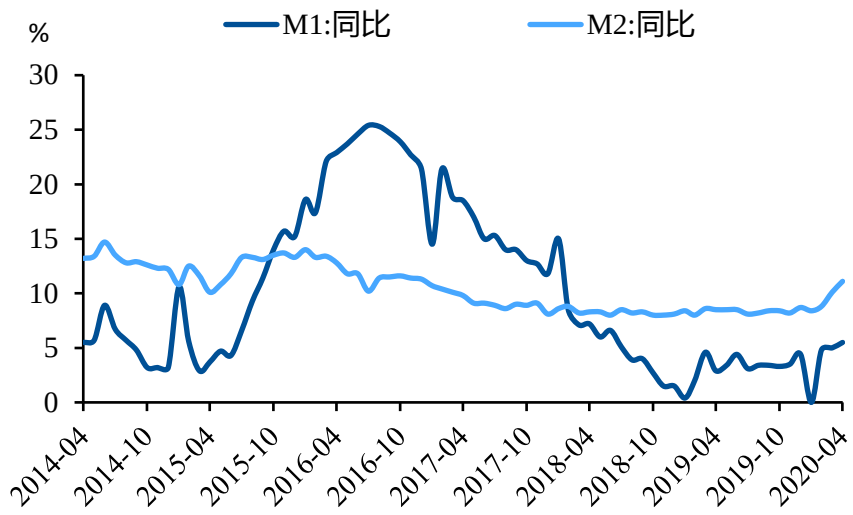
图 3：4 月份企业债券发行继续暴增



资料来源：Wind，民生证券研究院

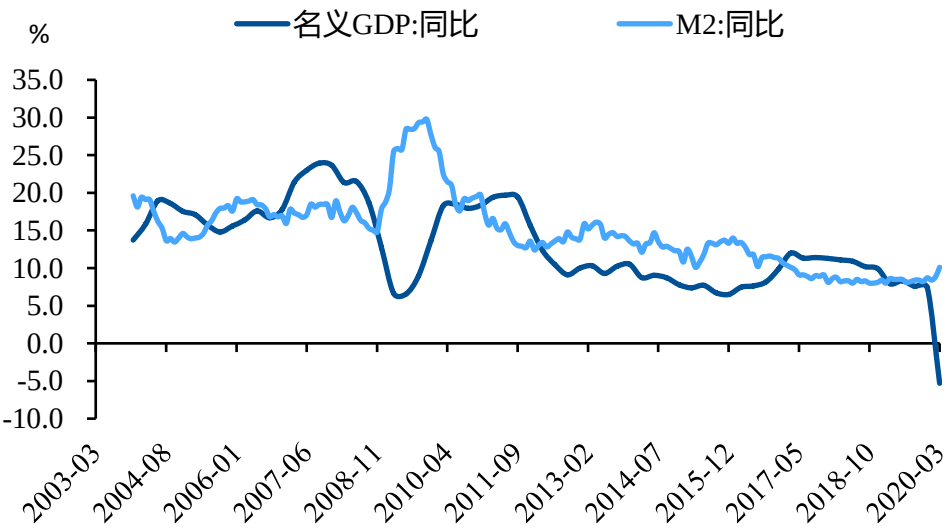
特征三， 3 月 M2 增速重返两位数以上。M2 增速高于名义 GDP，化解实体经济现金流问题，央行在货政报告中也提出要保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高。4 月 M2 同比增速 11.1%，较前值提高 1 个百分点；M1 同比增速 5.5%，较前值提高 0.5 个百分点。正如 2020Q1 货政报告所说，存款货币是由贷款扩张创造的，贷款多增同时表现为企业和居民存款多增，从而有效缓解了企业和居民的现金流压力，有助于缓解企业复工复产面临的债务偿还、资金周转和扩大融资等迫切问题。另一方面，M2 增速上升的直接原因是货币乘数在上升，结合新增存款特别是企业新增存款超预期来看，宽信用政策取得一定成就。

图 4：M1 和 M2 剪刀差继续走阔



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：长期以来 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高

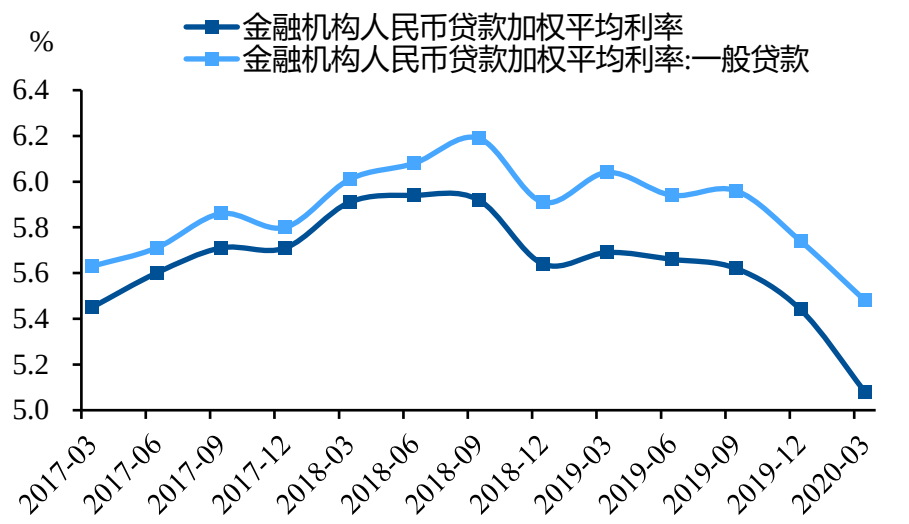


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、数据背后：货币政策传导效率明显提升

货币政策传导效率明显提升。3 月，贷款加权平均利率为 5.08%，比上年 12 月下降 0.36 个百分点，同比下降 0.61 个百分点。降幅明显大于同期 LPR 降幅，反映 LPR 改革增强金融机构自主定价能力、提高贷款市场竞争性、疏通市场利率传导机制的作用正在发挥。最值得称道的是，贷款利率的隐性下限已完全被打破，实际贷款利率降幅明显超过同期政策利率降幅和 LPR 降幅，每 1 元流动性投放可支持 3.5 元的贷款增长（美国为 0.3，欧元区为 0.4）等。实际上，这正是央行保持较强定力的底气。随着未来存量贷款将继续转换为 LPR 定价，预计贷款加权平均利率仍有下降空间。

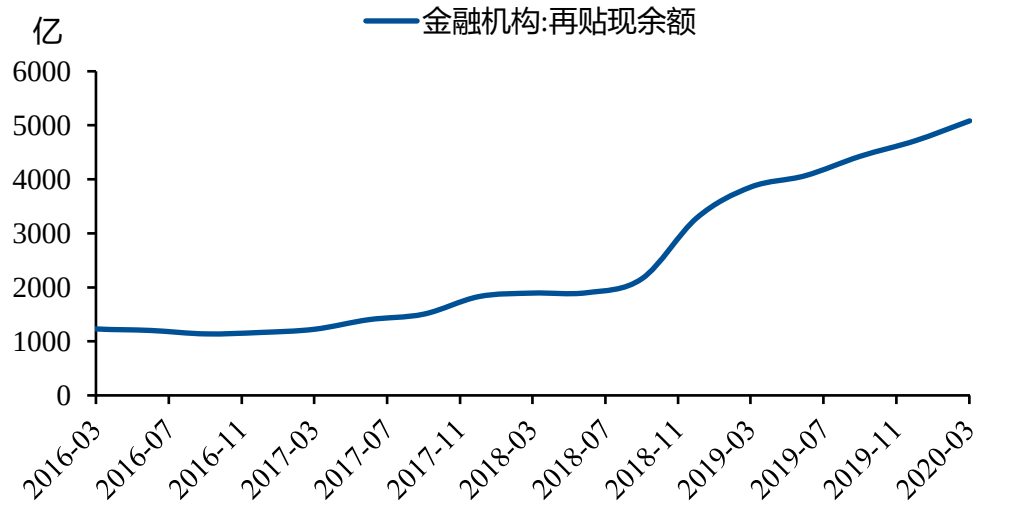
图 6：一季度贷款加权利率大幅下行，LPR 改革效果明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

结构性货币政策工具发挥作用。Q1 报告中，央行多次强调积极发挥结构性货币政策工具作用，还在专栏 2 中对当前的再贷款再贴现政策进行了重点阐述。截至 5 月 5 日，第一批 3000 亿专项再贷款剩余额度 307 亿元，第二批 5000 亿再贷款再贴现剩余额度 1004 亿元，第三批 1 万亿再贷款再贴现已经落地。充分发挥结构性工具的精准滴灌作用，已成为本次货币政策发力的重要特征。

图 7：再贷款余额持续增长，结构性货币政策工具不断发力

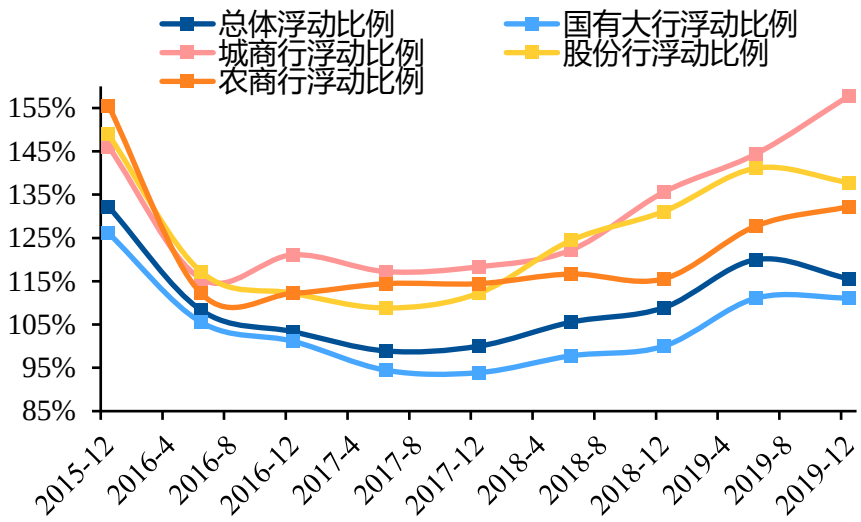


资料来源：Wind，民生证券研究院

贷款利率下降倒逼存款利率，减轻银行负债端压力。随着 LPR 改革深入推进，贷款利率实现和市场利率并轨，市场化水平明显提高。随着贷款市场利率整体下行，银行发放贷款收益降低，为了保持和资产收益相匹配，银行会适当降低其负债端成本，高息揽储的动力也会随之下降，从而引导存款利率下行。从实际情况看，银行存款利率已出现一定变化，部分银行主动

下调了存款利率，市场化定价的货币市场基金等类存款产品利率也下行。LPR 改革对存款利率市场化改革起到重要推动作用，“贷款市场利率下降-银行放贷收益降低-银行主动降低负债成本-存款执行利率下降”的传导链条已经形成，存款利率与市场利率正在实现“两轨合一轨”。

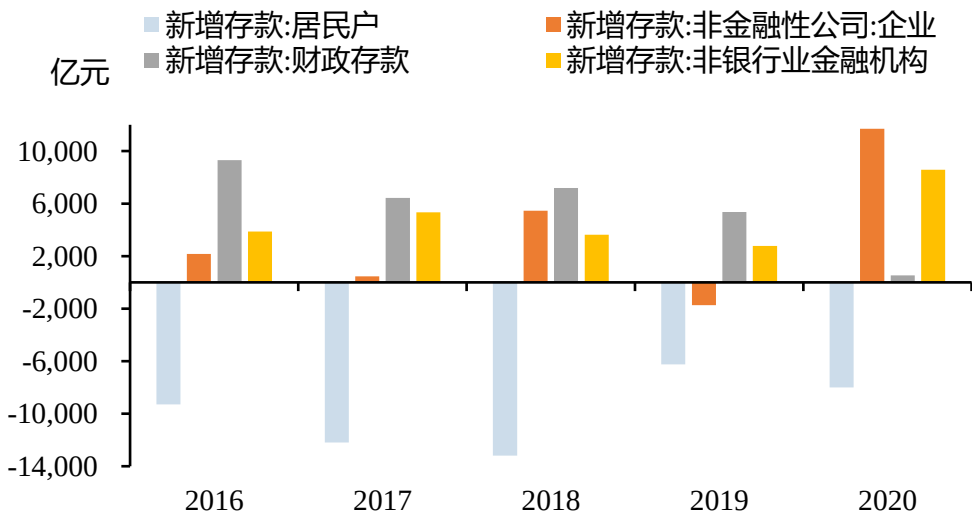
图 8：银行存款利率上浮比例有下压空间



资料来源：Wind，民生证券研究院

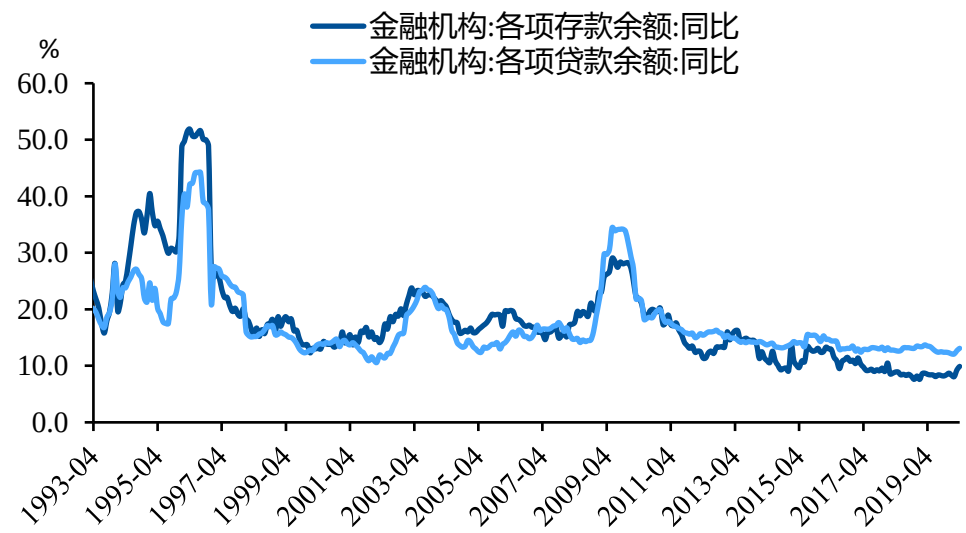
存款端也出现明显的结构分化，宽信用取得成就。存款端方面，非金融企业存款相比往年大幅增长，由于疫情背景下企业盈利受到冲击，多出来的存款更多是宽信用的结果。另一方面，非银金融机构存款也明显增加，非银金融行业流动性极为宽松，不仅价格在下降（DR007 中枢值走低），数量也在上升。但财政存款有所下降，这可能跟疫情导致缴税延缓有关。总体来看，4 月新增存款超预期，金融脱媒风险有所下降。

图 9：4 月企业存款和非银金融机构存款大幅增加，财政存款减少



资料来源：Wind，民生证券研究院

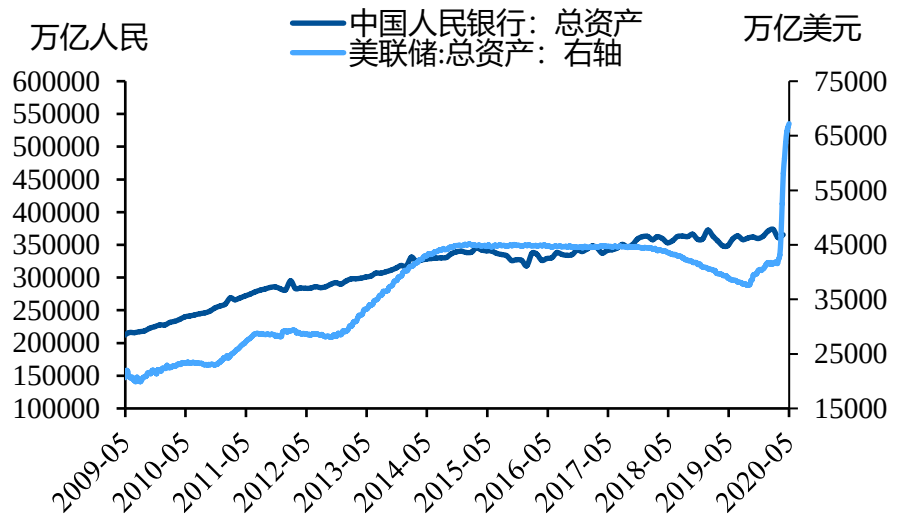
图 10：4 月存款和贷款同比增速均回升，但存款增速回升更多



资料来源：Wind，民生证券研究院

货币政策保持定力。全球疫情蔓延下，主要国家货币政策集体步入零利率区间、央行资产负债表急剧扩大，央行在货币政策执行报告中强调，维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位。这一提法在 2019Q4 报告已经提出，这次是第二次重申，彰显了我国货币政策的定力。

图 11：疫情以来美联储急速扩表，相比之下我国货币政策保持定力



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：从宽货币到宽信用，权益表现值得期待

4 月金融数据无可指摘。总体来看，4 月的金融数据是一份总量和结构都无可指摘的数据，体现了当前货币政策传导效果较好，也构成了央行保持定力沉着应对的底气。全球疫情蔓延下，海外主要央行货币放水，资产负债表大幅扩张，但中国央行重申维护正常货币政策地位，彰显

了我国货币政策的定力。其底气，正是来自于货币政策传导效果的增强，近两月的信贷社融数据，可以作为政策效果的最好注脚。信贷发力先行，国内经济逐步复苏可期，不确定性仍在于海外疫情进展。

财政政策有望发力，宽信用已经在路上。随着国内疫情已经基本得到控制，高频数据显示复工率已恢复正常，接下来财政政策有望发力。国常会也多次提到积极财政政，因为在刺激经济的角度来说，仅靠宽货币是不够的，还要靠宽财政和宽信用。著名经济学家余永定就建议到：应该大胆执行扩张性财政政策，不必过多顾虑杠杆率高低，经济的高杠杆本身不一定是坏事。另一方面，随着货币政策传导机制进一步通畅，4 月社融增速、M1 增速、企业存款增速等信用指标均超预期，宽信用取得一定成果。

权益类资产的表现值得期待。在 2 月-4 月期间，由于疫情导致复工率低于往年同期水平，经济政策是以货币政策为主、财政政策为辅，因为货币政策传导更快，而财政政策受制于复工率处于低位和疫情管制等原因无法发挥正常时期水平。但 5 月以来，随着复工恢复正常，国内疫情也得到基本控制，财政政策有发力的必要和空间，在此背景下，无论是传统基建还是新基建都有很大想象空间，权益或迎来较好机会，特别是科技板块和周期板块均有望享受到基建发力带来的好处。

风险提示

企业通过票据融资购买结构化存款以监管套利、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

插图目录

图 1：4 月份企业中长期信贷放量明显.....2
图 2：4 月份非标融资正增长.....3
图 3：4 月份企业债券发行继续暴增.....3
图 4：M1 和 M2 剪刀差继续走阔.....4
图 5：长期以来 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高.....4
图 6：一季度贷款加权利率大幅下行，LPR 改革效果明显.....5
图 6：再贷款余额持续增长，结构性货币政策工具不断发力.....5
图 7：银行存款利率上浮比例有下压空间.....6
图 8：4 月企业存款和非银金融机构存款大幅增加，财政存款减少.....6
图 9：4 月存款和贷款同比增速均回升，但存款增速回升更多.....7
图 10：疫情以来美联储急速扩表，相比之下我国货币政策保持定力.....7

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。