

首席经济学家：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

联系人：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

事件：

中国4月新增人民币贷款1.02万亿元。中国4月份社会融资规模增量为1.36万亿元，比上年同期少4080亿元。中国4月末广义货币(M2)余额同比增长8.5%，预估为8.5%。狭义货币(M1)同比增长2.9%，流通中货币(M0)同比增长3.5%。

1. 核心观点:

1) 4月社融信贷数据全面低于预期,但整体依然延续反弹趋势,反映经济企稳基础的不牢固。社融增速 10.4%,环比下降 0.3 个百分点,金融机构新增贷款同比微降 1600 亿元, M2 增速微降 1 个百分点,金融数据全面回落,但整体延续反弹态势。

2) 前期宽货币宽信用政策生效,五大传导渠道已经逐步打通。2019 年以来民营经济座谈会讲话、两会公布减税计划、科创板注册制改革、新一轮开放进程加快等提振市场信心。五大渠道来看:①信贷传导渠道逐步疏通,但中小企业的信贷需求拉动需要时间;②利率传导渠道方面,货币市场利率下降,但数量型的中介目标难以有效应对货币需求变化,2019 年以来 DR007 的波动率大,对实体经济融资存在不利影响;③股市高点回落,资产价格渠道信用投放影响偏中性;④进出口数据平缓,汇率渠道影响不大;⑤预期管理渠道基本疏通。

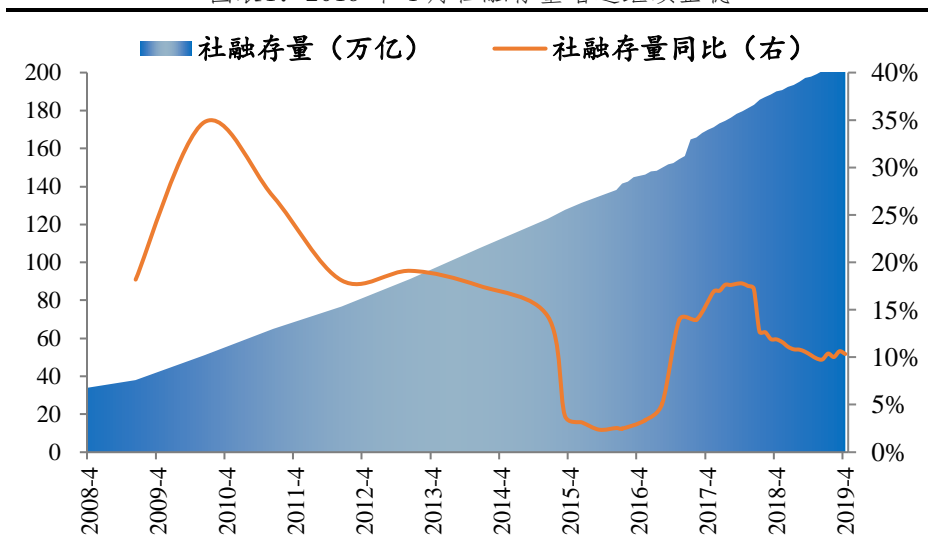
3) 前期金融去杠杆误伤民企和小微企业,为配合金融供给侧结构性改革,央行逐步落实结构性货币政策,促进中小银行贷款投放,降低民企和小微企业融资成本,支持合适的部门加杠杆,构建多层次、广覆盖、有差异的融资体系。

4) 目前经济金融脆弱性和敏感度高,为应对国内外经济金融形势变化,金融供给侧改革提上日程,未来定向降准、MLF、PSL 等结构性货币工具将越发重要。

2. 4月存量社融增速 10.4%,低于预期,但整体依然延续反弹态势。结构方面,人民币贷款仍是主力,专项债发行继续多增但节奏放缓、表外票据大幅萎缩形成拖累。

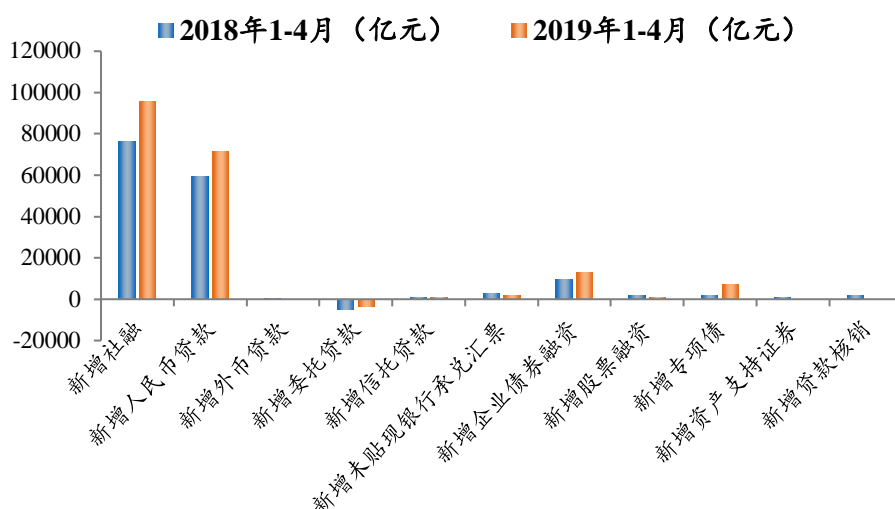
4月社融增速略有回落但整体延续反弹,显示实体经济融资环境较 2018 年仍有改善。4月新增社会融资规模 1.36 万亿元,同比少增 4160 亿元,存量社融同比增速 10.4%,较 3 月略有下滑。但是将时间拉长来看,1-4 月合计新增社融 9.6 万亿元,比 2018 年同期多增 1.9 万亿元,企稳回升趋势延续,实体经济融资环境较 2018 年大幅改善。

图表1: 2019年4月社融存量增速继续企稳



资料来源: Wind, 恒大研究院

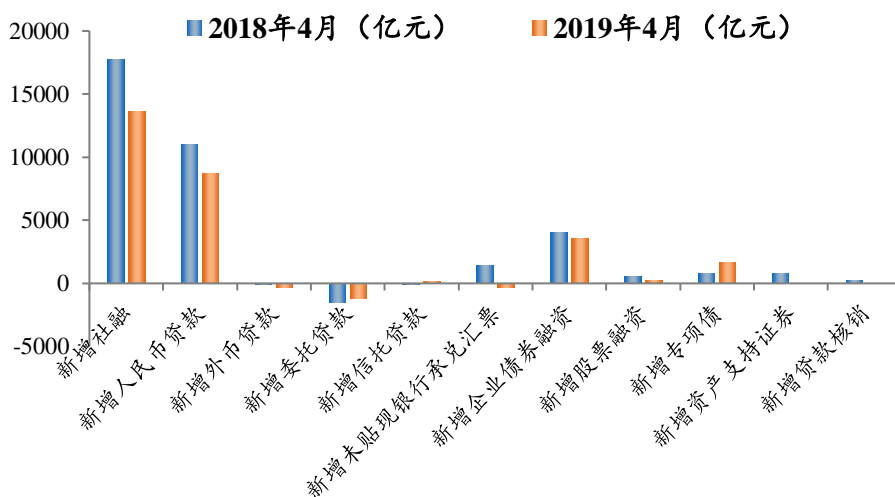
图表2：2019年1-4月新增社融及分项



资料来源：Wind，恒大研究院

从结构来看，人民币贷款仍是主力，专项债继续多增但节奏有所放缓、表外票据大幅萎缩形成拖累。表内融资方面，新增人民币贷款 8733 亿元，同比收缩 2254 亿元，从供给端看，银行信贷投放有所回落，从需求端来看，基建发力、地产回暖，支撑贷款需求；表外融资方面，4 月表外票据大幅萎缩，同比多减 1810 亿元，带动表外融资再次转负；直接融资方面，4 月相对较为稳定，新增企业债券融资 3574 亿元，同比微降 473 亿元，新增股票融资 262 亿元；其他融资方面，4 月专项债新增 1679 亿元，同比多增 871 亿元，相比 3 月的同比多增 1870 亿元，节奏有所放缓。2019 年专项债限额 2.15 万亿元，截至 4 月末新增专项债发行进度已经达到了全年新增限额的 42%，后期增长乏力。

图表3：2019年4月新增社融结构

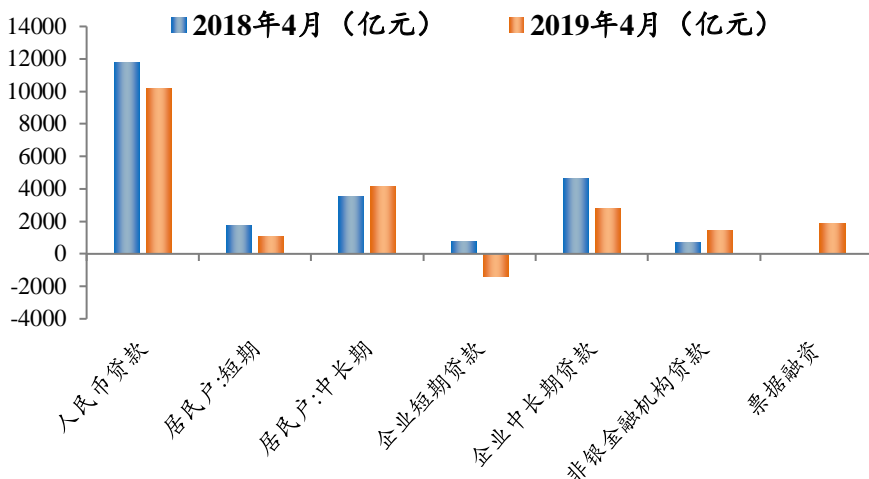


资料来源：Wind，恒大研究院

3.货币传导渠道还需畅通，稳货币之下宽信用效果减弱，银行信贷投放略有回落。贷款结构方面，居民贷款保持稳定，企业贷款占比大幅下滑，未来仍待金融供给侧结构性改革进一步发力。

宽信用效果减弱，信贷传导渠道仍需疏通，新增信贷规模略有回落，中小企业贷款需求增强仍需时间。2019年4月金融机构新增人民币贷款1.02万亿元，同比微降1600亿元，1-4月合计新增6.8万亿元，比去年同期多增7865亿元。从供给来看，一季度银行信贷冲量比较猛，后续节奏放缓，从需求来看，前期主要是基建和地产对社融拉动较大，4月企业短期贷款及中长期贷款再度同时同比少增，一方面可能是企业融资需求前置，另一方面对中小企业的的需求拉动仍需要时间。

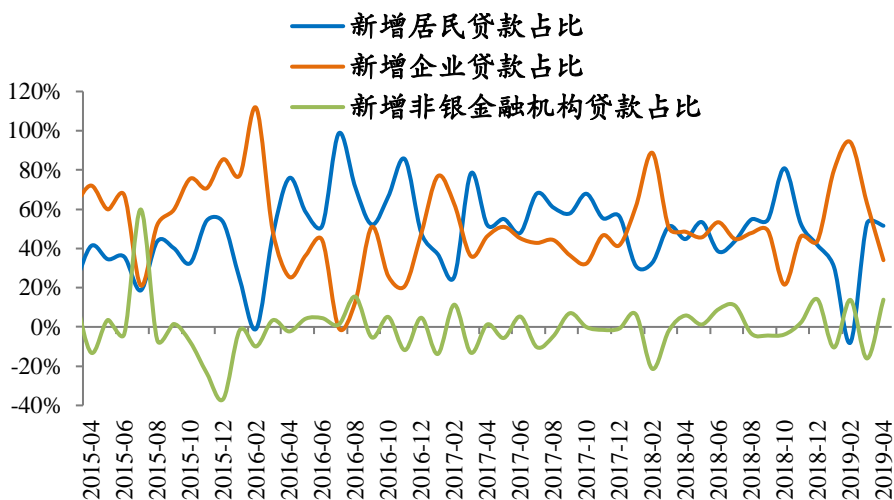
图表4：2019年4月金融机构新增信贷结构



资料来源: Wind, 恒大研究院

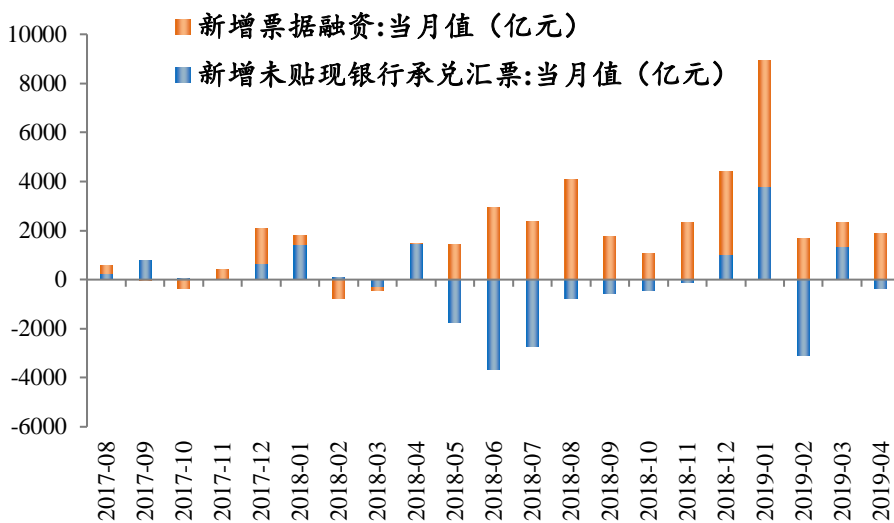
从结构来看，居民贷款占比保持稳定，企业贷款占比大幅下滑，表内票据融资增加。4月新增企业中长期贷款2823亿元，同比少增1845亿元，占比34%，较3月的63.1%大幅下滑；新增居民贷款4165亿元，占比51.5%相对稳定；新增非银金融贷款1417亿元，占比大幅增加至13.9%。需要注意的是，4月表内票据融资1874亿元，同比多增851亿元，票据回表，仍是民企和小微企业贷款的重要渠道，贷款对小微企业的支持力度依然不强。但是随着5月定向降准，金融供给侧结构性改革逐步推进，未来小微贷款力度有望增强。

图表5：2019年4月金融机构新增信贷结构



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表6: 2019年4月票据回表, 表外萎缩, 表内增加

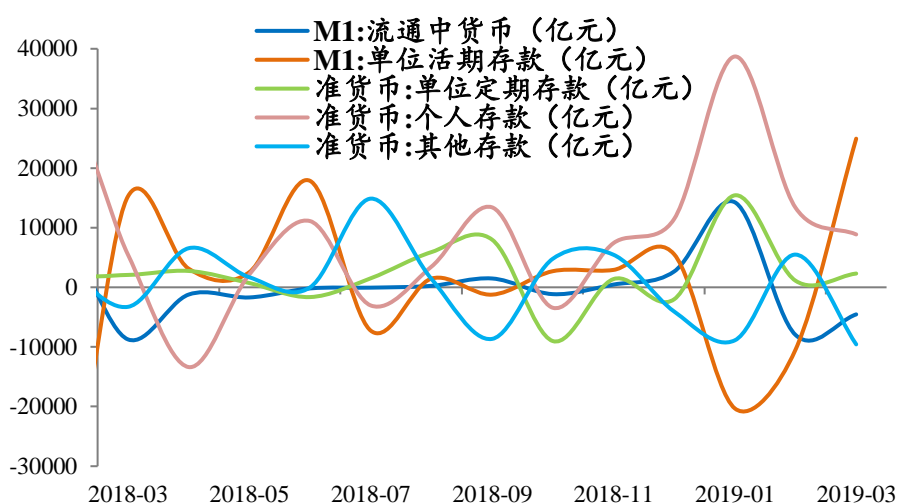


资料来源: Wind, 恒大研究院

4. M2 增速略有回落, 货币投放稳定。4 月是传统缴存大月, 财政存款同比多增 5349 亿元, 对 M2 形成拖累; M1 增速边际略有下降但回升趋势不改, 实体经济活动延续改善态势。

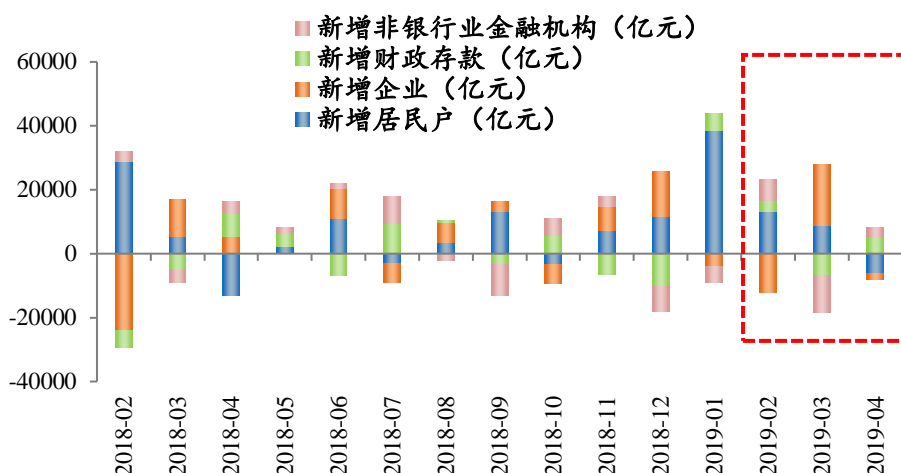
货币投放趋稳, 4 月财政缴存拖累 M2 增速回落, 但 M2 中单位活期存款环比增加, 企业活动有所增强。4 月 M2 同比增速 8.5%, 比 3 月环比下降 0.1 个百分点: 一方面, 4 月是传统的缴税大月, 财政存款 5347 亿元, 拖累 M2, 但比 2018 年同期少增 1837 亿元; 另一方面, 从金融机构存款看, 4 月个人存款和企业存款均环比减少, 缴税、高基数是当月企业存款同比大幅多减主因, 但 4 月增值税下调对企业效果仍待观察。5 月社保费率下调、财政支出或边际改善企业资金状况。

图表7: M2 结构环比增量



资料来源: Wind, 恒大研究院

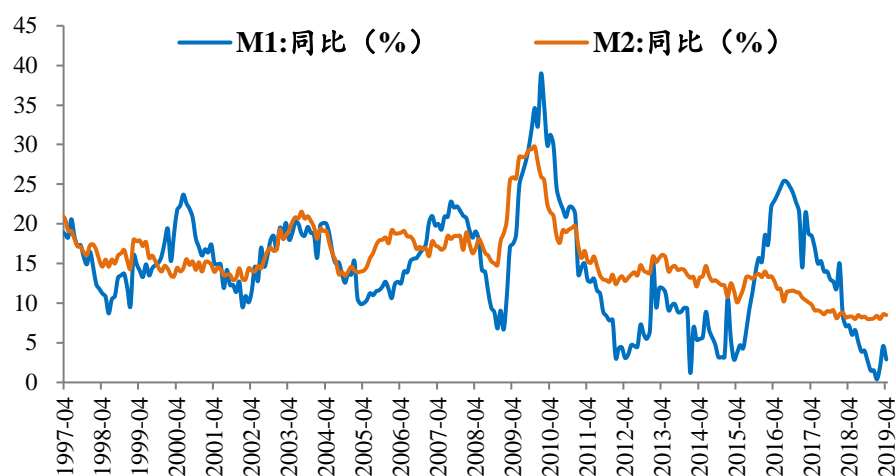
图表8：4月金融机构口径各部门存款增量较少



资料来源：Wind，恒大研究院

M1 增速下降，但整体延续回升态势。4月M1同比增速2.9%，延续1-3月回升态势。2019年政治局会议重新强调房地产调控政策，是导致M1增速重新回落的重要原因之一。但是，伴随着宽信用效果显现，融资条件逐步改善，叠加2018年低基数效应，M1增速延续回升态势，反映企业活期存款和个人持有的现金稳定增加，交易需求延续回升态势。

图表9：2019年4月M1及M2增速



资料来源：Wind，恒大研究院

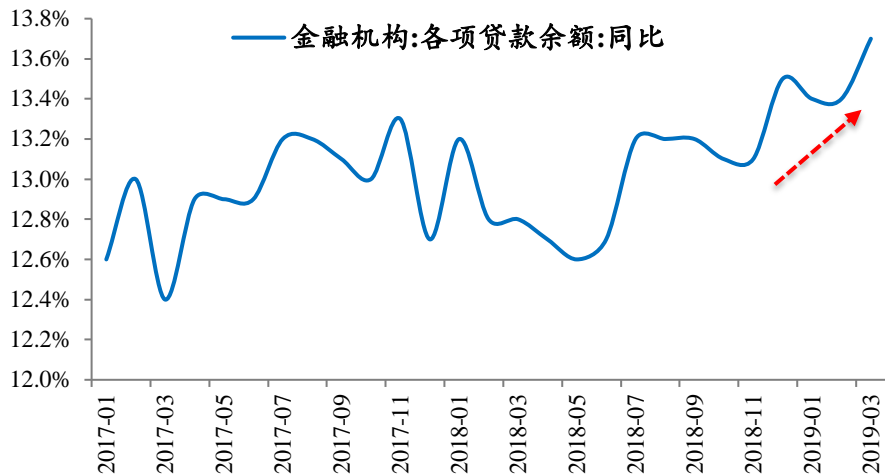
5. 前期宽货币政策生效，当前五大货币传导渠道逐步疏通：①信贷传导渠道逐步疏通，但中小企业的需求拉动需要时间；②利率传导渠道方面，货币市场利率下降，但数量型的中介目标难以有效应对货币需求变化，2019年以来DR007的波动率大，对实体经济融资存在不利影响；③股市高点回落，资产价格渠道信用投放影响偏中性；④进出口数据平缓，汇率渠道影响不大；⑤预期管理渠道基本疏通。

信贷传导渠道方面，总量相对畅通。从总量上来看，2019年以来信贷传导逐渐通畅，金融机构各项贷款余额同比增速由2018年5月的12.6%



上升至2019年4月13.5%。2019年1季度新增人民币贷款5.81万亿元，同比多增9500亿元，投放比例较2018年显著提升。

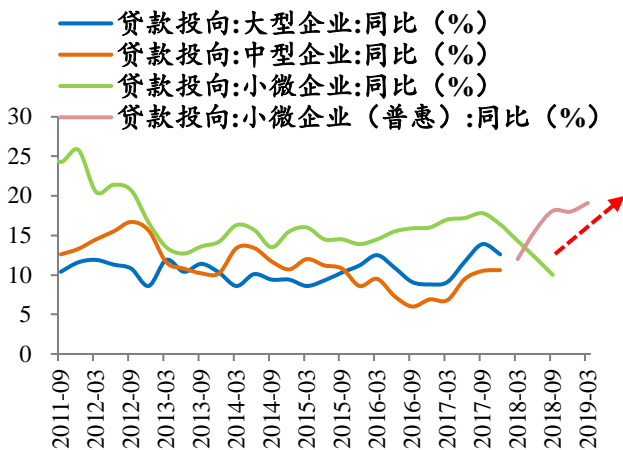
图表10：贷款增速显著提高



资料来源: Wind, 恒大研究院

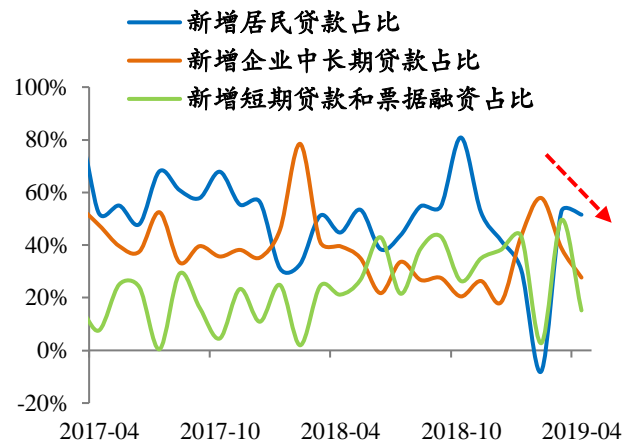
从结构上来看，信贷传导存在结构问题，仍需金融供给侧结构性改革进一步发力，拉动中小企业贷款需求。供给来看，一季度银行信贷冲量比较猛，后续节奏放缓，从需求来看，前期主要是基建和地产对社融拉动较大，4月企业短期贷款及中长期贷款再度同时同比少增，一方面可能是企业融资需求前置，另一方面对中小企业的的需求拉动仍需要时间。从数据来看，除了针对小微企业的普惠贷款外，其他小微贷款同比增速依然有所下滑，未来仍然需要金融供给侧结构性改革的方式，来增加对民企、小微企业的贷款，化解金融去杠杆对民企和小微企业的“误伤”。

图表11：小微贷款同比增速下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

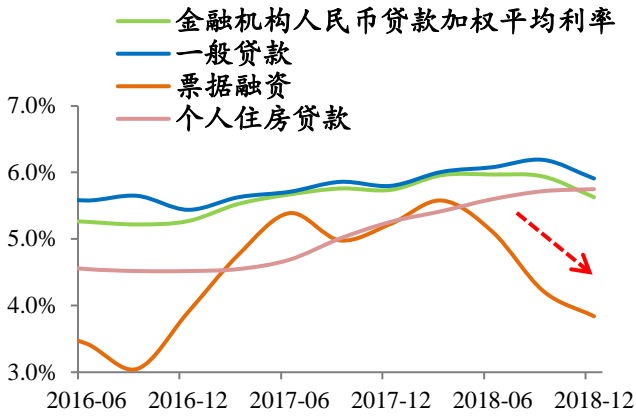
图表12：中长期贷款占比下降



资料来源: Wind, 恒大研究院

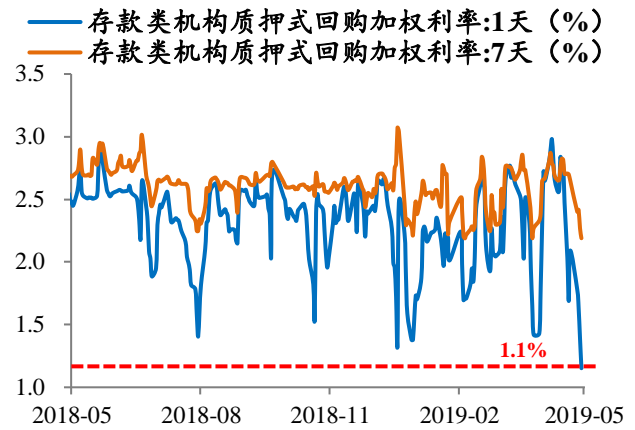
利率传导渠道逐步打通，主要融资渠道利率均有所下降，但利率波动率较前期翻倍，对实体经济融资存在不利影响。受宽货币政策影响，市场利率持续下行，2019年1季度以来货币市场利率中枢整体波动下行，5月定向降准后DR001利率一度下滑至1.1%。但2019年以来DR007的波动率较前期基本上翻倍，对于实体经济融资存在不利影响。4月公司债和中期票据的发行利率均较3月份上行，新增债券融资也同比减少。

图表13: 2018年4季度贷款利率下降



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表14: 货币市场利率波动率增大



资料来源: Wind, 恒大研究院

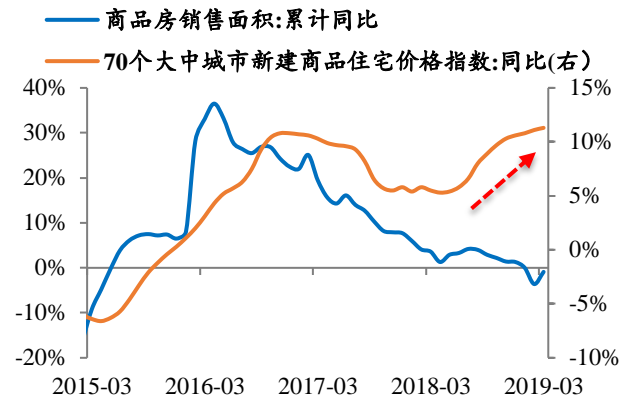
资产价格渠道方面, 5月中美贸易摩擦再起波澜, 股票市场触及高点后回落, 房地产因城施策的调控再度出台, 对于信用投放影响偏中性。2019年一季度, 上证综指及深证成指分别上涨 27.6%及 40.4%, 3月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速回升至 11.3%。但是4月以来, 中美贸易摩擦再起波澜, 上证综指和深证成指均大幅出现下滑, 房地产因城施策的调控再度出台, 资产价格渠道传导对于信用投放影响偏中性。

图表15: 股票市场受贸易摩擦影响下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表16: 房价有所企稳



资料来源: Wind, 恒大研究院

汇率渠道传导通畅, 进出口数据平缓, 汇率渠道影响不大, 但中美

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12558



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn