

固定收益研究/动态点评

2019年05月09日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号：S0570518110005
研究员 zhangliang014597@htsc.com

相关研究

- 1 《固定收益研究：大业转债：汽配小票，谨慎参与》2019.05
- 2 《固定收益研究：定向降准再现，补充缺口+弱化信号+定向支持》2019.05
- 3 《固定收益研究：发债企业2018年报成绩单》2019.05

金融数据季节性回落，债市小机会有望延续

——2019年4月金融数据点评

金融数据平滑，短期贷款压缩明显

4月新增人民币贷款10200亿元，同比少增1615亿元，略低于市场预期的12000亿元。结构上，居民和企业短期贷款同比大幅减少2802亿元，是4月信贷数据的主要拖累项。我们此前提示，一季度金融数据大幅超预期，尤其是社融增速与名义GDP增速出现明显背离，宏观杠杆率上升明显，因此各方可能有意平滑4月金融数据，短期贷款成为商业银行最容易压缩的方向。

信贷拖累社融，非标融资仍相对平稳

4月社融存量规模209.68万亿，同比增速10.4%，较上月回落0.3个百分点，各方平滑4月金融数据，信贷大幅减少，拖累社融增速。4月非标融资-1427亿元，同比少增1299亿元，主要受表外票据拖累。企业债券融资3574亿元，同比少增391亿元，4月份利率上行较快，对企业债券融资造成一定的压力。此外，4月份社融中地方专项债融资1679亿元，同比多增871亿元，4月地方专项债发行规模略有下降，但去年同期地方债发行节奏较慢，同比仍是多增。

财政存款少增体现逆周期发力，企业资金压力明显

4月M2同比8.5%，较上月下降0.1个百分点；M1同比2.9%，较上月下降1.7个百分点；财政存款新增5347亿元，4月为缴税大月，财政存款季节性回升。但同比少增1837亿元，一方面存在减税因素，另一方面也反映财政支出发力。居民存款-6248亿元，同比少减6952亿元。企业存款-1738亿元，同比多减7194亿元，拖累M1增速，企业资金面压力仍大。4月缴税、基数较高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利好效果仍待观察。5月社保费率下调、财政支出或边际改善企业资金状况，但棚改减半的楼市风险仍需警惕。

市场启示：金融数据平滑加季节性回落，预期降温有利于债市小机会延续

4月份金融数据有所走弱，一定程度上在市场预期之内，我们曾提示4月金融、经济数据都将走弱。利率债经过前期利空集中释放之后开始进入价值区域(十年国债3.3-3.55%)，叠加定向降准释放中长期资金，资金面较为宽松，中美贸易摩擦再次反复，4月份金融、经济数据走弱，债市喘息期小机会仍有望延续。但制约债市表现的可能仍是下行空间(十年国债前期低位3.0%)，后续利率债供给、基本面惯性和通胀等也仍有小幅扰动，贸易谈判不可预测，交易性机会的把握仍需要注意安全边际。

风险提示：贸易谈判结果超预期，房地产销售超预期。

事件

央行公布 2019 年 4 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 10200 亿元，市场预期 12000 亿元，前值 16900 亿元。
- (2) 社会融资规模 13600 亿元，市场预期 16500 亿元，前值 28593 亿元。
- (3) M2 同比 8.5%，市场预期 8.5%，前值 8.6%；M1 同比 2.9%，前值 4.6%；M0 同比 3.5%。

(本文“市场预期”为 Wind 一致预期)

点评

金融数据平滑，短期贷款压缩明显

4 月新增人民币贷款 10200 亿元，同比少增 1615 亿元，略低于市场预期的 12000 亿元。结构上，居民和企业短期贷款同比大幅减少 2802 亿元，是 4 月信贷数据的主要拖累项。我们此前提示，一季度金融数据大幅超预期，尤其是社融增速与名义 GDP 增速出现明显背离，宏观杠杆率上升明显，因此各方可能有意平滑 4 月金融数据，短期贷款成为商业银行最容易压缩的方向。

企业端来看，企业中长期贷款 4 月增加 2823 亿元，同比少增 1845 亿元，主要由于一季度商业银行“早投放，早收益”，优质项目信贷集中投放，项目储备得到充分释放，从而导致 4 月中长期信贷增长下滑。此外企业票据融资同比多增 1850 亿元，4 月票据贴现利率仍低，企业加快未贴现票据的贴现，表外票据回归表内。

居民端，4 月贷款新增 5258 亿元，同比少增 26 亿元，其中中长期贷款同比多增 622 亿元。4 月房地产销售仍较为平稳，对居民中长期贷款增长仍有一定带动。

信贷拖累社融，非标融资仍相对平稳

4 月社会融资规模 13600 亿元，同比少增 4080 亿元，且低于市场预期的 16500 亿元。4 月社融存量规模 209.68 万亿，同比增速 10.4%，较上月回落 0.3 个百分点，各方平滑 4 月金融数据，信贷大幅减少，拖累社融增速。

4 月非标融资-1427 亿元，同比多减 1299 亿元，主要受表外票据同比多减 1811 亿元拖累。表外票据大幅压缩，一方面 4 月为缴税大月，企业加快未贴现票据的贴现，表外票据回归表内；另一方面，各方平滑 4 月金融数据的情况下，票据也较为容易压缩。此外，4 月信托及委托贷款同比仍是小幅改善的，延续此前非标融资较为平稳的趋势。

4 月企业债券融资 3574 亿元，同比少增 391 亿元，4 月份利率上行较快，对企业债券融资造成一定的压力。此外，4 月份社融中地方专项债融资 1679 亿元，同比多增 871 亿元，4 月地方专项债发行规模略有下降，但去年同期地方债发行节奏较慢，同比仍是多增。

财政存款少增体现逆周期发力，企业资金压力明显

4 月 M2 同比 8.5%，较上月下降 0.1 个百分点；M1 同比 2.9%，较上月下降 1.7 个百分点；M0 同比 3.5%。M2 与 M1 剪刀差较上月扩大。4 月新增存款 2606 亿元，同比少增 2746 亿元。

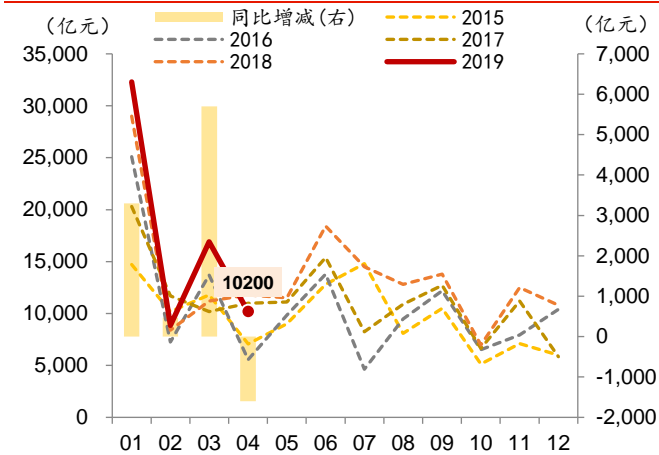
4月财政存款新增5347亿元，4月缴税大月，财政存款季节性回升。但同比少增1837亿元，一方面存在减税因素，另一方面也反映财政支出发力。居民存款-6248亿元，同比少减6952亿元。企业存款-1738亿元，同比多减7194亿元，拖累M1增速，企业资金面压力仍大。4月缴税、基数较高是当月企业存款同比大幅多减主因，但4月增值税下调对企业利好效果仍待观察。5月社保费率下调、财政支出或边际改善企业资金状况，但棚改减半的楼市风险仍需警惕。

启示：金融数据平滑加季节性回落，预期降温有利于债市小机会延续

4月份金融数据有所走弱，一定程度上在市场预期之内，我们曾提示4月金融、经济数据都将走弱。利率债经过前期利空集中释放之后开始进入价值区域(十年国债3.3-3.55%)，叠加定向降准释放中长期资金，资金面较为宽松，中美贸易摩擦再次反复，4月份金融、经济数据走弱，债市喘息期小机会仍有望延续。但制约债市表现的可能仍是下行空间(十年国债前期低位3.0%)，后续利率债供给、基本面惯性和通胀等也仍有小幅扰动，贸易谈判不可预测，交易性机会的把握仍需要注意安全边际。

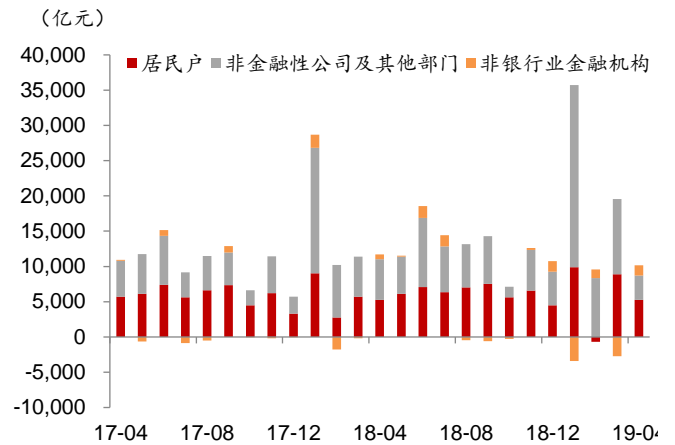
信贷

图表1：新增人民币贷款



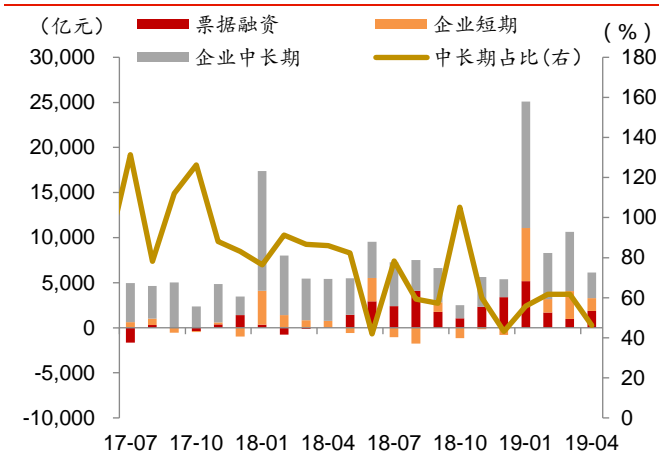
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



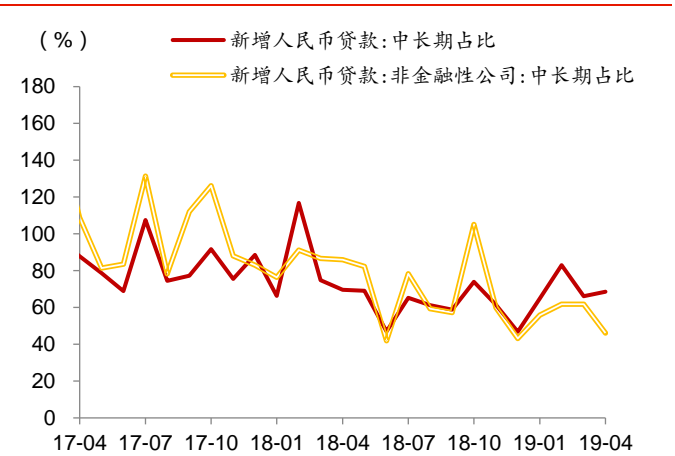
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

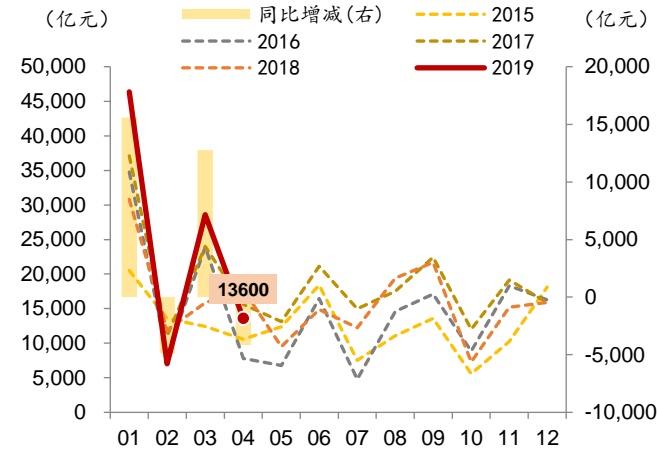
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

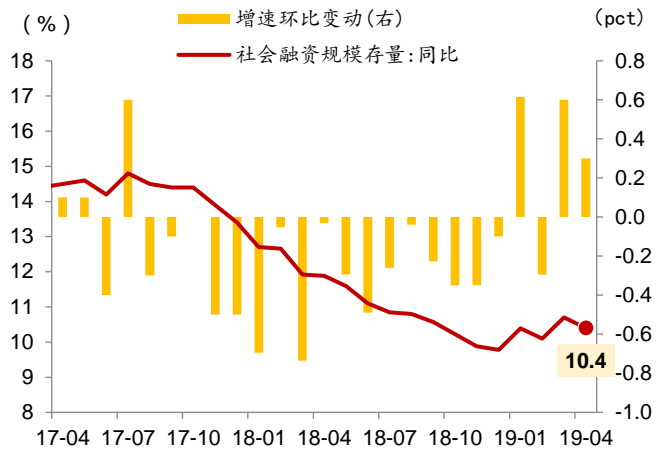
社融

图表5: 新增社会融资规模 (2017年起为新口径)



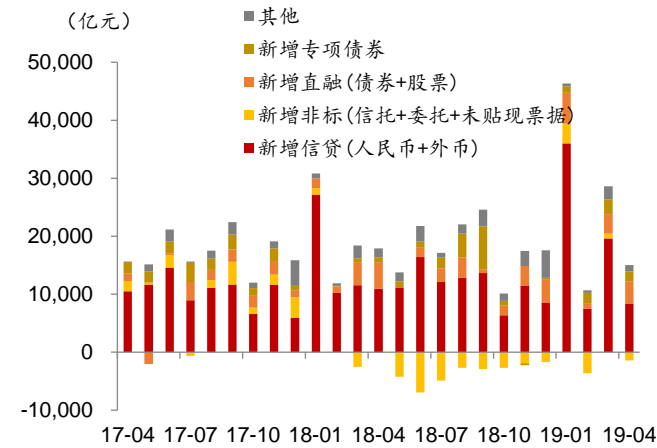
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 社融存量增速



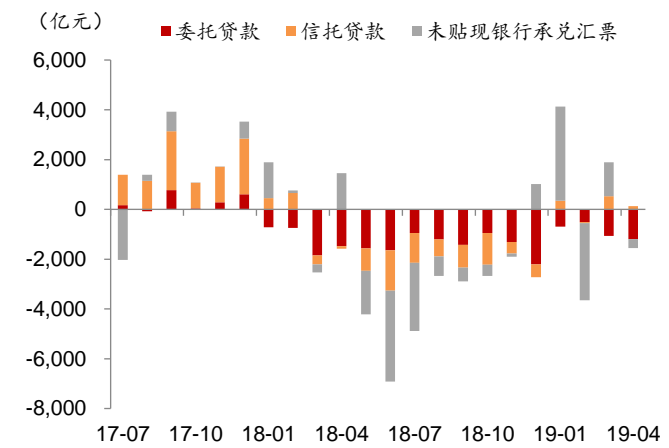
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 新增社融各分项



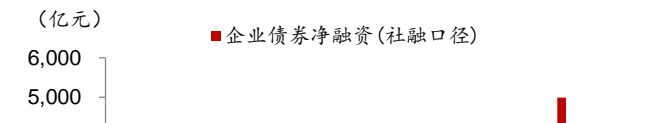
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 新增非标各分项同比增减

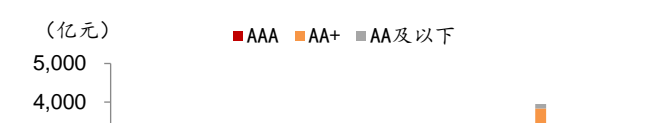


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 企业债净融资额 (社融口径)



图表10: 信用债净融资分评级状况 (主体评级)



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_12659



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn