

四大因素拖累社融、M2 增速，关注利率债机会

—4 月金融数据点评报告

债券点评报告

2019 年 05 月 09 日

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：010-85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：樊信江

执业证号：S0100117110014

电话：010-85124733

邮箱：fanxinjiang@mszq.com

研究助理：颜子琦

执业证号：S0100117120035

电话：021-58768652

邮箱：yanziqi@mszq.com

研究助理：孙嘉伦

执业证号：S0100118100014

邮箱：sunjialun@mszq.com

相关研究

1. 《社融与 M2 超预期，债市短期承压》20190415
2. 《票据融资受监管降温，信贷期限结构改善》20190311
3. 《社融增速企稳回升 政策传导有望进一步疏通》20190218
4. 《社融增速拐点未至，依旧看好债牛格局》20190116
5. 《M1 及社融增速持续下滑，货币传导机制仍待疏通》20181212
6. 《社融数据不及预期，宽信用仍存在时滞》20181113
7. 《社融调整仍呈下行态势，宽信用仍需财政发力》20181018
8. 《再次降准置换 MLF，平衡稳增长、调结构和防风险》20181008

一、事件概述

2019年5月9日央行发布2019年4月金融数据。4月份，M2同比增长8.5%，增速较上月走低0.1pct，比上年同期高0.2pct；社会融资规模增量1.36万亿元，存量209.68万亿元，同比增长10.4%，增速较上月回落0.3pct。

二、分析判断

● 社融、M2增速较上月均回落，四大因素拖累社融数据

4月份社会融资规模增量1.36万亿元，预期1.65万亿元，前值2.86万亿元，比上年同期少增4161亿元；社融同比增速10.4%，较上月/去年同期分别变动-0.3pct/-1.5pct。4月份社融数据回落，我们认为原因有四：1) 新增人民币贷款缩量。4月份新增人民币贷款1.02万亿元，同比少增1600亿元，环比少增6700亿元，此与4月中信贷投放政策调整有关；2) 3月份地方债发行大规模放量后，4月份地方债发行节奏放缓，国债接棒地方债放量，地方政府专项债券融资1679亿元，环比少增853亿元，专项债融资对于社融数据拉升力度下降；3) 表外三项由正转负，进一步拖累社融数据。4月份委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别变动-1199/+129/-357亿元，同比分别变动+282/+230/-1181亿元。表外三项累计值继3月放量后由正转负，进一步拖累融资数据；4) 企业债券融资亦有所回落。4月企业债券融资3574亿元，同比少增473亿元。

4月份M0存量7.4万亿元，同比上升3.5%，增速较上月回升0.4pct；M1存量54.06万亿元，同比增长2.9%，同比增速较上月回落1.7pct；M2存量188.47万亿元，同比增长8.5%，同比增速较上月回落0.1pct。M2-M1剪刀差较3月走阔1.6pct，企业投资活动有所减弱。

● 非金融企业及机关团体贷款缩量，票据融资与居民中长期贷款为主要支撑项

4月份新增人民币贷款1.02万亿元，同比少增1600亿元，非金融企业贷款走低。从结构来看，居民贷款合计增加5258亿元，同比基本持平，其中短期贷款增加1093亿元，同比少增648亿元；中长期贷款新增4165元，同比增长20.6%，与地产小阳春吻合；非金融企业及机关团体贷款增加3471万亿元，同比少增2432亿元，其中短期贷款减少1417亿元，同比减少2278.9亿元；中长期贷款新增2838亿元，同比少增1832.6亿元。受贷款政策的调整，4月票据融资有所回暖，单月新增1874亿元，环比多增893亿元，同比多增1851亿元。

● 企业债券融资同比小幅回落，关注外部因素对于中低等级信用利差的震荡影响

4月企业债券融资3574亿元，同比少增473亿元。从四月份产业债发行情况来看，尽管中低等级债券净融资有所回暖，但整体而言债券净融资依然集中在中高等级及基建产业链相关行业。4月份中万产业债口径剔除银行、非银金融产业债净融资3046亿元，同比基本持平，环比增加44.6%；AAA/AA+/AA评级企业净融资分别为1604/778/394亿元，信用债净融资仍以中高等级主体为主；另一方面，4月份中低等级信用利差修复幅度较为明显，AAA/AA+/AA等级信用利差分别修复-4.03bp/-2.93bp/-24.33bp，分别在历史51.5%/91.9%/90.5%分位数水平。4月份央行公开市场操作频率下降叠加税期冲击导致资金面收紧，经济数据超预期下，资金成本走高推升无风险利率上行。

5月以来，资金面整体宽松，资金价格回落叠加4月金融数据不及预期，贸易摩擦不确定性因素影响，无风险利率有望下行，中低等级企业受不确定性因素影响，利差或呈震荡走势。

● **未来经济下行压力加大叠加外部不确定性因素，建议关注利率债机会**

4月央行公开市场操作频度有所下降。4月份央行并未进行频繁公开市场操作，合计进行7天逆回购投放3000亿元，逆回购到期2800亿元；同时MLF投放2000亿元，到期3675亿元，公开市场合计净回笼1475亿元。3月底至4月中旬，央行连续超过两周暂停公开市场操作，同时对于4月份到期的3675亿元MLF也采取了2000亿MLF+1600亿7天逆回购对冲的方式，公开市场操作“锁长放短”特征显现，尽管央行投放2674亿元TMLF，但税期冲击下DR007一度升至2.87%，债市亦一度短期承压。

5月份依旧为缴税大月，叠加外部不确定性因素及金融数据不及预期，债市“多空交织”特征显现，需关注公开市场操作对于外部因素以及税期扰动的对冲。央行5月6日已进行“定向降准”，对聚焦当地、服务县域的中小银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率（8%），降准将于5月15日、6月17日和7月15日分三次实施到位，释放长期资金约2800亿元。此次降准有望一定程度对冲税期冲击下资金面收紧的局面，我们认为经济下行压力及宽松预期下，建议关注利率债交易机会。

风险提示：流动性收紧

分析师与研究助理简介

李 锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

樊信江，固收方向负责人，清华大学工程管理硕士。3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验，2017年加入民生证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，2017年加入民生证券，从事固定收益证券研究。

孙嘉伦，美国约翰霍普金斯大学金融硕士，2018年加入民生证券，从事固定收益研究。

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

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_12689

