



“预期”中的“不及预期”

——4月金融数据点评

2021年5月13日

固定收益	点评报告
------	------

分析师	杨若木 电话：010-66554032 邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
研究助理	贾清琳 电话：010-66554042 邮箱：jiaql@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070058

事件：

2021年5月12日，央行发布中国4月金融数据：

新增人民币贷款1.47万亿元，前值27300亿元，同比少增2293亿元；社融规模存量为296.16万亿元，同比增11.7%；社融规模增量1.85万亿元，前值33416亿元，同比少增1.25万亿元；4月M2同比增长8.1%，前值9.4%，M1货币供应同比6.2%，前值7.1%，M0货币供应同比5.3%，前值4.2%。

观点：

一、信贷投放整体放缓略不及预期，主要受短贷拖累，中长期贷款依然同比多增持续好于历史同期，真实信贷需求不弱，信贷结构良好

4月新增人民币贷款1.47万亿元，同比少增2293亿元，略不及预期；4月末人民币贷款余额180.79万亿元，同比增长12.7%，增速比上月末减少0.3%，比上年同期低0.4%。短贷和票据融资大幅少增（-5199亿），中长期贷款同比多增（+1587亿），增量较前三月稍有下降，但中长期贷款占比有所提升，信贷结构优化。

居民部门增加5283亿元，同比少增1386亿元，且增幅较上月有所收窄，其中，短期贷款增加365亿元，同比少增1915亿元；中长期贷款增加4918亿元，同比多增529亿元，反映地产调控效果有所显现、房市有所降温，且住房类贷款压降主要体现在短贷方面，因为信贷违规流入地产大部分以短期消费贷的形式存在，但居民中长贷维持多增显示居民购房意愿依然很高。

企业部门贷款增加7552亿元，去年同期是增加了9563亿元，同比少增2011亿元。其中，短期贷款减少2147亿元，同比多减2085亿元，票据融资增加2711亿元，同比少增2199亿元，中长期贷款增加1.1523万亿元，同比多增1587亿元，比上月略低，但依然持续高于往年同期，表现平稳，是信贷最大支撑，说明企业真实融资意愿不弱，并且政策层面对于实际经济的融资表现出是支持的信号。虽然企业短贷由于去年高基数的原因大幅多减，但另外尤其需要注意到的一点是，尽管票据融资同比仍然是下降的，但是新增额是由负转正的（前3个月票据融资新增均为负），我们结合走低的票据利率来看，一方面有信贷额度投向受限转发票据冲量的因素，一方面也是货币政策对于实体经济倾向的结果。

二、社融下行趋势清晰，同比数据不及市场预期，各分项均偏弱，被动融资需求回落开始显现，当前经济修复继续尚未稳健，社融走低主要体现了监管层主动管控信用的强化

4月社会融资规模增量为1.85万亿元，比上年同期少12527亿元，但较2019年同期仍然多增1790亿元。4月末社会融资规模存量为296.16万亿元，同比增长11.70%，增速环比下降0.6%。除政府债券同比多增382亿元外，企业债券、非标和信贷均同比少增，分别少增5229亿元、3714亿元、4621亿元，社融各分项均偏弱，下行回落趋势明显，今年以来地产领域融资趋严，国企改革降杠杆任务重，作为社融主要支撑的信贷、以及非标或为进行主动信用压降的主要方面。

4月非标融资大幅压降3693亿元，同比多减3714亿元，其中未贴现的银行承兑汇票减少2152亿元，同比多减2729亿元，信托贷款减少1328亿元，同比多减1351亿元，委托贷款减少213亿元，同比少减366亿元。未贴现的银行承兑汇票为主要拖累项，有票据利率走低利差减小使得企业套利空间变小的原因，但主因还是监管对于资金流向严格把控，导致企业开票意愿减弱，“两压一降”力度不减，年内委托贷款等都将面临持续的压力。

4月政府债券净融资3739亿元，同比多增382亿元，政府债券方面发行进度仍然偏慢，供给高峰未至，或继续延后。直接融资4月新增4323亿元，同比少增5229亿元，其中企业债券净融资3509亿元，同比少增5728亿元，股权融资814亿元，同比多增499亿元。企业债券发行大幅少增主因去年基数过高，且4月为信用债到期高峰，市场对于信用风险的隐忧一定程度上也加大了发债难度。

三、M2大幅下行超预期，主因居民存款和企业存款均大幅少增

4月末M1同比增长6.2%，较前值小幅回落0.9%，剪刀差有所缩小，M0增速回归常态区间，同比为5.3%。M2余额为226.21万亿元，同比增长8.10%，增速比上月末低1.3%，比上年同期大幅回落3%，我们认为少增是上年同期高基数下的可预计结果，去年4月支持企业大面积复工复产大量投放信贷货币，相应出现了资金在金融体系套利空转的现象，企业存款相应显著高于往年水平，因此今年企业存款同比大幅少增1.5万亿元；而居民存款大幅少增与地产销售景气度价高以及清明、五一节假日期间消费高企修复有关。财政存款4月份增加5777亿元，同比多增5248亿元，高于政府债券的多增量，意味着财政投放力度收紧明显。

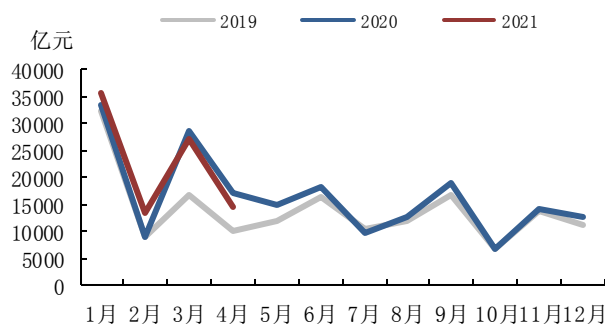
综上所述我们认为，4月金融数据如市场一致看法，继续回落，但在幅度方面有所不及预期，社融回落幅度较大，M2增速陡降。但我们维持社融全年温和回落的判断，二三季度回落斜率较大逐渐被印证，我们认为后续最需要防范信用债市场的风险。结合刚刚公布的一季度货币政策报告与4月通胀数据可知，央行“紧信用、稳货币”的立场明确，目前货币环境较为宽松，基本无视通胀，对于境外通胀压力和美债收益率的上行并不过虑，坚持稳字当头，这一方面体现了央行在类滞胀经济环境下对于货币与信用政策搭配的良好用心，同时也是在呵护尚不稳健的经济，当前经济向好趋势中仍存在诸多内外的隐忧，比如信贷收紧下信用事件发生的风险以及环比回落的GDP，下半年经济下行的压力会更大，所以目前货币政策的重心还是会放在实体经济和稳增长，与信用周期相辅相成来维持稳定，紧信用过度只会加剧经济下行。后续最需要关注信用市场如城投债的潜在风险，作为债券市场的核心资产，一旦发生信用破灭，会对市场带来较大的估值调整风险。

图1：中长期信贷仍强，单笔上月有所回落



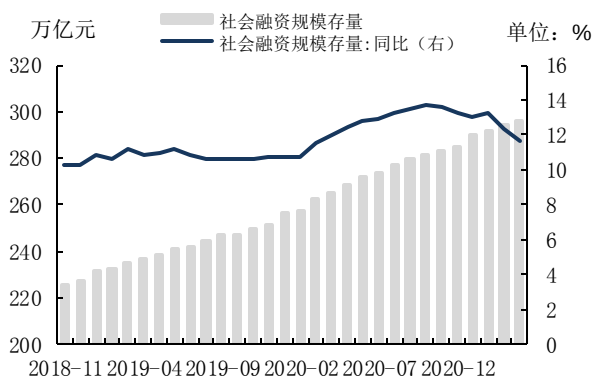
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图2：新增人民币贷款月度同比增量对比



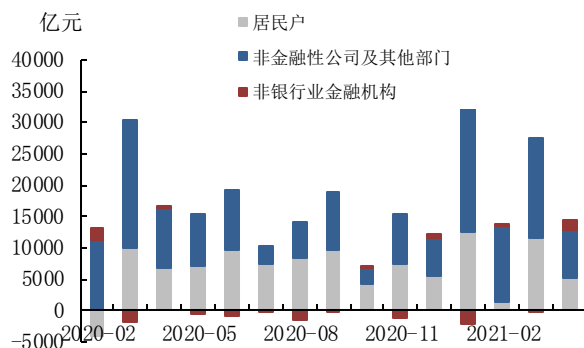
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 3：4 月社融增速继续回落



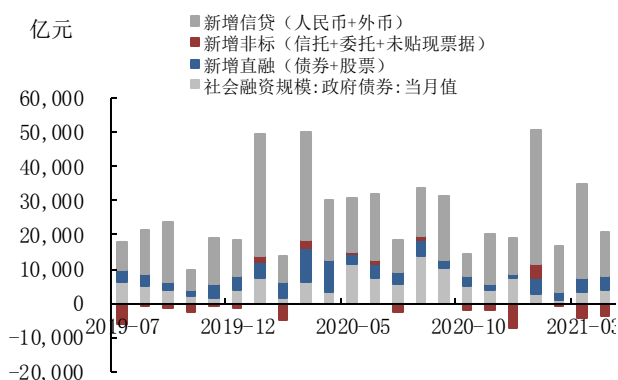
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 4：新增贷款居民户和企业户均有所回落



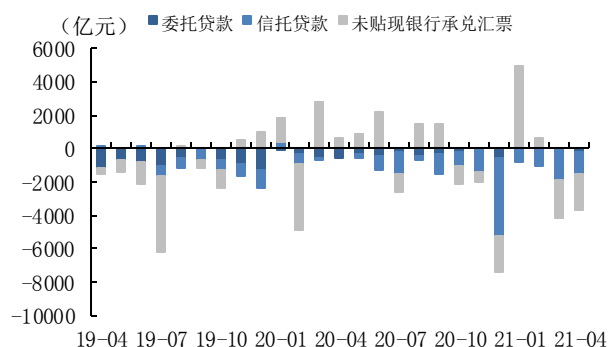
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 5：非标、信贷及企业债的回落是社融的主要拖累项



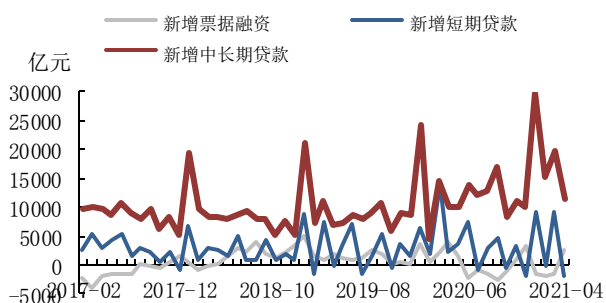
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 6：未贴现票据与委托贷款大幅缩减是非标缩减的主要方面



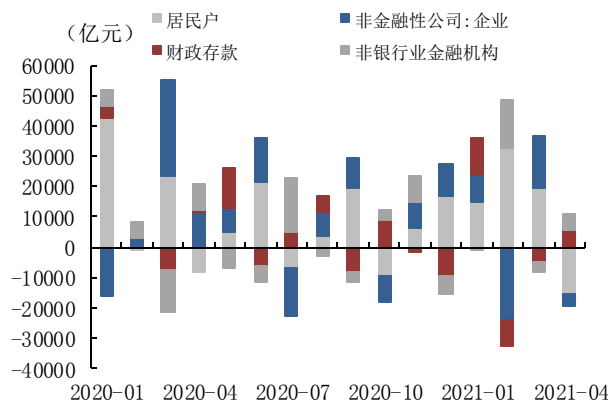
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 7：4 月票据融资由负转正



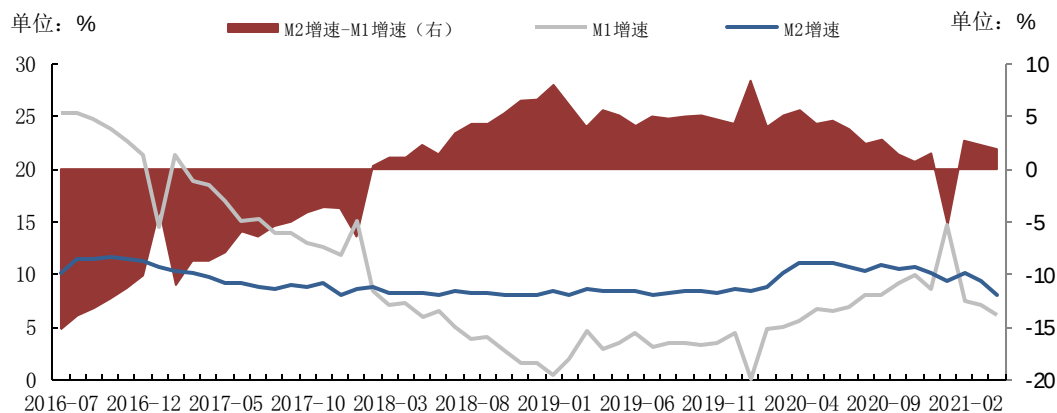
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 8：居民存款和企业存款大幅少增，财政存款较强



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 9：M1 与 M2 剪刀差有所缩减



数据来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

风险提示：经济修复不及预期中稳健

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师 《证券通》化工行业金牌分析师

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_19550

