

总量宽松政策呼之欲出（续）

——人民银行 512 答记者问点评

事件

5月12日央行调查统计司有关负责人表示，一季度宏观杠杆率的回升，是逆周期政策支持实体经济复工复产的体现。在疫情防控常态化前提下，逆周期政策的制定应对疫情防控和经济社会发展做统筹考虑，把更好支持实体经济恢复发展放到更加突出位置，同时，做好金融风险防控。在这个过程中，当前应当允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持，这主要是为了有效推进复工复产，这实际上为未来更好地保持合理的宏观杠杆率水平创造了条件。

点评

从“去杠杆”到“稳杠杆”再到“加杠杆”，政策基调发生转变。2016年宏观周期进入到底部之后，政策通过“三去一降一补”进行结构性转型¹，2018年资管新规的落地加速了金融和实体的去杠杆过程。政策在2019年12月的中央经济工作会议转向“稳杠杆”，而终于在4月金融数据公布后得到央行“加杠杆”确认。

宏观“加杠杆”的环境有利于市场风险偏好的提升，关注风险资产的配置机会。疫情下经济的停摆带来了一季度“-6.8%”以及外围需求因停摆叠加贸易冲突的二次冲击可能²，政策从“六稳”转向“六保”，宏观杠杆率在对冲中将提升。央行一季度货币政策执行报告指出，“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”，在4月PPI回落至-3.1%的压力下预计逆周期的力度将加大，意味着金融市场流动性预期边际上将得到改善。尽管债券配置在供给增加的情况下性价比短期并不突出，但是在信托资金新规和“房住不炒”政策、以及中信中行等事件影响下，建议关注资金对权益资产的配置机会。

关注“两会”对于逆周期规模的确定，货币政策的宽松或先行。一方面PPI的持续走弱对于中上游企业的利润表带来较强的冲击³，企业对于资本性支出的扩张意愿仍比较谨慎，一季报显示较多行业资本支出有较大回落，但是建筑行业逆势扩张，仍需要关注周期底部私人部门扩张谨慎推动的财政对基建领域确定性扩张，带来对于工业品等周期品需求的提振。另一方面，伴随着海外疫情曲线控制后对经济政治需要，无论是科技中概股回归还是对于科技行业的封锁加强，也将继续增强对于新基建领域半导体等周期品的国产化需求。在总量宽松预期的推动下，预计仍将对这两个周期板块带来超额收益机会。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[总量宽松政策呼之欲出](#)[——一季度中国货币政策执行报告点评](#)

2020-05-11

[金融市场进一步开放，让子弹再飞一会——《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》点评](#)

2020-05-08

[构建中国资产负债表](#)[——基建REITs点评](#)

2020-05-05

[底线思维，强化“六保”](#)[——4月27日深改委会议点评](#)

2020-04-28

[低油价下谈黄金的配置](#)[——周期末端观察（八）](#)

2020-04-21

[结构而非总量，继续去杠杆](#)[——4月17日政治局会议点评](#)

2020-04-18

¹ 参见报告《1998年供给侧改革的回顾》、《本轮供给侧改革和未来改革方向》《金融供给侧改革点评》

² 参见报告《出口冲击对国内流动性影响的推演》

³ 参见报告《国内通胀预期探讨》、《新冠肺炎或将解决“融资贵”难题》

附 1：人民银行调查统计司有关负责人就 4 月份金融统计数据情况答 《金融时报》记者问

来源：人民银行

问：4 月份 M2 增长较快，请问您怎样看待当前货币供应量增长的？

点评：货币乘数处于高水平，关注在 4 月通胀回落过程中，市场的通胀预期变化。

答：今年以来，货币政策逆周期调节效果十分显著。4 月末，M2 同比增长 11.1%，分别比上月末和上年同期高 1 个和 2.6 个百分点，增速上升较多，货币派生能力较强，货币乘数处于 6.72 的高水平；M1 平稳增长 5.5%，分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 2.6 个百分点；4 月末超储率为 1.9%，比上年同期高 0.7 个百分点。

前 4 个月，人民币各项存款增加 9.34 万亿元，同比多增 2.77 万亿元。存款主要流向实体经济，住户和非金融企业新增存款 8.7 万亿元，占新增各项存款的 93.2%。

点评：居民消费谨慎，企业扩张谨慎（增加短期运营资金），关注私人部门资产负债表恶化下主权资产负债表的扩张。

其中，住户存款增加 5.67 万亿元，同比多增 2265 亿元，一方面，是由于疫情影响，居民消费减少，另一方面国家加大民生支持力度，居民名义收入保持正增长；非金融企业存款增加 3.03 万亿元，同比多增 2.87 万亿元，企业获得了较多信贷资金支持，有效对冲了收入下降，并为后续企业运营储备了资金；财政性存款和机关团体存款合计增加 256 亿元，同比少增 1.56 万亿元，体现了财政政策加大对实体经济支持力度。

整体来看，当前稳健的货币政策更加灵活适度，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供了精准的金融服务。

问：请您介绍一下，今年以来推动社会融资规模大幅增长的主要因素有哪些方面？

答：4 月末，社会融资规模余额同比增长 12%，为 2018 年 6 月以来最高水平。1-4 月社会融资规模增量累计为 14.19 万亿元，与去年上半年的增量接近；其中，4 月份社会融资规模增量为 3.09 万亿元，同比多增 1.42 万亿元。

社会融资规模大幅增长主要受以下三个方面合力推动：

点评：从间接融资转向直接融资的节奏加快，但是从融资结构上间接融资依然占据主要部分（当前企业直接融资占 20%）。

一是金融机构进一步加大对实体经济的信贷支持。1-4 月金融机构对实体经济发放的人民币贷款累计增加 8.88 万亿元，同比多增 1.71 万亿元。其中，4 月对实体经济发放的人民币贷款增加 1.62 万亿元，同比多增 7506 亿元。

二是金融市场对实体经济提供的直接融资增多，企业债券和股票融资在社融中的比重明显上升。1-4 月企业债券净融资为 2.68 万亿元，相当于去年全年企业债券净融资的 80%；1-4 月非金融企业股票融资 1570 亿元，同比增长近一倍。二者合计占社会融资规模的比重达到 20%，同比高 6.4 个百分点，从历史上看也处于较高水平。

三是金融体系积极配合财政政策发力，推动政府债券融资大幅增加。1-4 月政府债券净融资 1.91 万亿元，同比多 5246 亿元。其中，地方政府专项债券净融资 1.14 万亿元，同比多 4373 亿元。

问：贷款总体增长速度比较快，在结构上主要表现在哪些领域？

答：当前，为有力支持实体经济恢复发展，金融逆周期调控力度大幅增强，信贷投放速度明显加快。4 月末，金融机构人民币贷款余额 161.91 万亿元，同比增长 13.1%，比上月末高 0.4 个百分点，是 2019 年 6 月以来的最高水平；4 月份新增 1.70 万亿元，同比多增 6818 亿元。

点评：随着前期专项债下发，基建项目融资需求释放带动企业信贷扩张，体现了财政扩张的带动效果。

分借款主体看，企业部门贷款增速**上升较快**，住户部门消费贷款增长**逐步恢复**。4 月末，企业（事）业单位人民币贷款余额同比增长 12.7%，比上月末高 0.6 个百分点；4 月份新增 9563 亿元，同比多增 6092 亿元。4 月份，个人消费贷款新增 4782 亿元，同比多增 90 亿元。其中，个人住房贷款新增 3675 亿元，同比多增 173 亿元，总体保持稳定。

企业贷款结构显示，金融支持实体经济的**针对性和有效性提升**明显，突出表现为抗疫和受疫情影响大的行业受信贷支持力度大，且较多中长期贷款流向制造业、基础设施业（注 1）、服务业等关键领域。具体来看：

一是卫生和社会工作（注 2）行业贷款增速大幅上升。4 月末，卫生和社会工作行业贷款余额同比增长 19.2%，分别比上月末和上年末高 2.3 和 7.1 个百分点；4 月份新增 113 亿元，同比多增 122 亿元（去年同期减少 9 亿元）。信贷继续大力支持社会抗疫。

二是批发零售业贷款增速上升较快。4 月末，批发零售业贷款余额同比增长 8.8%，分别比上月末和上年末高 0.8 和 4.3 个百分点；4 月份新增 258 亿元，同比多增 698 亿元（去年同期减少 440 亿元）。

三是交通运输、仓储和邮政业贷款较快增长。4 月末，交通运输、仓储和邮政业贷款余额同比增长 13.7%，比上月末和上年末分别高 0.9 和 1.2 个百分点；4 月份新增 1399 亿元，同比多增 1132 亿元。

四是投向制造业、基础设施业、服务业等关键领域的中长期贷款增速均创近期高点。4 月末，制造业中长期贷款余额同比增长 17.8%，比上月末高 1.1 个百分点，是 2011 年 3 月以来的高点。其中，高技术制造业中长期贷款持续快速增长，月末余额同比增长 39.9%，比上月末高 0.7 个百分点。基础设施业中长期贷款余额同比增长 11.2%，比上月末高 0.7 个百分点，是 2018 年 5 月以来的高点。服务业（不含房地产业）中长期贷款余额同比增长 14.7%，比上月末高 0.7 个百分点，是 2018 年 3 月以来的高点。

此外，投向房地产业的中长期贷款增速**稳定**，增长 10.5%，与上月末持平，比上年末低 0.9 个百分点。

问：疫情发生以来，全社会非常关心普惠金融领域中的“小微”和“三农”获得信贷支持的情况，从总量数据看，当前贷款增长速度很快。能否介绍一下“小微”“三农”贷款增长的具体情况。

答：4月份，在各项政策引导下，金融机构继续加大对实体经济，特别是普惠领域的信贷支持，取得了较好的效果，政策效果也进一步显现。从小微企业贷款情况看，“量增、面扩、价降、结构优化”的特点更为突出。

一是普惠小微贷款加速增长。2020年4月末，普惠小微贷款（包括单户授信1000万元以下的小微企业贷款及个体工商户和小微企业主经营性贷款）余额12.6万亿元，同比增长25.1%，增速分别比上月末和上年末高1.5个和2个百分点。前4个月，普惠小微贷款累计新增1.1万亿元，占各项贷款增量的12.2%，比前3个月高0.4个百分点。

二是信贷支持小微经营主体的覆盖面继续扩大。截至2020年4月末，普惠小微贷款支持了2815万户小微经营主体，同比增长21.9%。前4个月增加117万户。从各月增长情况看，1-2月受疫情影响，仅增长18万户。3月份随着复工复产的推进，金融机构及时加大了对小微经营主体的针对性支持。3月当月增加71万户，相当于去年同期增量的四分之三；4月当月增加28万户，已**基本恢复**去年同期增量水平。

三是普惠小微企业贷款利率持续下降。2020年4月，当月新发放普惠小微企业贷款利率为5.24%，比上年12月下降0.77个百分点。

四是有七成多普惠小微企业贷款投向了制造业等劳动密集型行业。截至2020年4月末，普惠小微企业贷款中，制造业、批发零售业和建筑业企业贷款分别占39.3%、29.7%和7.6%，合计占76.6%。**上述劳动密集型企业在疫情中受到冲击较大**，信贷资金及时支持这些企业解决流动性问题和复工复产，对“保就业”也起到明显促进作用。

五是信用贷款占比提升。2020年4月末，信用贷款余额占普惠小微企业贷款的15.5%，占比比上年末提高了2个百分点。

六是涉农贷款持续回升。2020年4月末，本外币涉农贷款余额37.05万亿元，同比增长9.6%，增速比上月末高0.6个百分点，连续9个月回升；今年前4个月增加2.04万亿元，占各项贷款增量的25.0%，比上年全年水平高7.1个百分点。涉农贷款的稳步增长对农业、农村的持续发展和疫情下保持民生稳定具有积极作用。

问：请您介绍一下，一季度宏观杠杆率情况如何？

答：2017年以来，我国宏观杠杆率总体保持稳定，2018年还实现净下降，2019年仅上升约5.7个百分点，增幅远低于2008至2016年年均增长10个百分点的水平，初步实现稳杠杆目标。今年一季度，受疫情冲击影响，我国宏观杠杆率有显著的上升。

点评: 从2019年12月中央经济工作会议上政策基调从“去杠杆”转向“稳杠杆”，央行答记者问首次提到“加杠杆”，显示出政策基调的转变。此前一季度央行货币政策执行报告指出，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，意味着“经济增长、就业”目标在疫情冲击下得到前置。

应该看到，一季度宏观杠杆率的回升，是逆周期政策支持实体经济复工复产的体现。在疫情防控常态化前提下，逆周期政策的制定应对疫情防控和经济社会发展做统筹考虑，把更好支持实体经济恢复发展放到更加突出位置，同时，做好金融风险防控。在这个过程中，**当前应当允许宏观杠杆率有阶段性的上升**，扩大对实体经济的信用支持，这主要是为了有效推进复工复产，这实际上为未来更好地保持合理的宏观杠杆率水平创造了条件。

虽然一季度宏观杠杆率显著回升，但只是阶段性的。特别是逆周期政策支持实体经济复工复产取得显著成效，向实体经济传导效率明显提升，生产秩序加快恢复。人民银行对全国1万家实体企业的调查显示，4月末，工业生产基本修复到位，服务业开工率持续回升，97.5%的企业已复产，超半数工业企业设备利用率已达到或超过上年二季度平均水平。

注1: 包括交通运输、仓储和邮政业，水电气的生产和供应业，水利环境和公共设施管理业。

注2: 社会工作是指提供慈善、救助、福利、护理、帮助等社会工作的活动。

附2：2020年4月金融统计数据报告

来源：人民银行

一、广义货币增长11.1%，狭义货币增长5.5%

4月末，广义货币(M2)余额209.35万亿元，同比**增长11.1%**，增速分别比上月末和上年同期高1个和2.6个百分点；狭义货币(M1)余额57.02万亿元，同比**增长5.5%**，增速分别比上月末和上年同期高0.5个和2.6个百分点；流通中货币(M0)余额8.15万亿元，同比**增长10.2%**。当月净回笼现金1537亿元。

二、4月份人民币贷款增加1.7万亿元，外币贷款增加207亿美元

4月末，本外币贷款余额167.79万亿元，同比**增长12.9%**。月末人民币贷款余额161.91万亿元，同比**增长13.1%**，增速比上月末高0.4个百分点，比上年同期低0.4个百分点。

4月份人民币贷款增加1.7万亿元，同比多增6818亿元。分部门看，住户部门贷款增加6669亿元，其中，短期贷款**增加2280亿元**，中长期贷款**增加4389亿元**；企（事）业单位贷款增加9563亿元，其中，短期贷款**减少62亿元**，中长期贷款**增加5547亿元**，票据融资**增加3910亿元**；非银行业金融机构贷款增加404亿元。

4月末，外币贷款余额8331亿美元，同比增长1.6%。当月外币贷款增加207亿美元，同比多增413亿美元。

三、4月份人民币存款增加1.27万亿元，外币存款减少110亿美元

评论: 4月金融指标继续表现为底部的反弹特征。

评论: 资产端结构性特征表现为居民部门中长期信贷恢复（房贷），企业部门短期信贷减少，中长期信贷在财政扩张下增长（基建项目）。

4月末，本外币存款余额 207.59 万亿元，同比**增长 9.7%**。月末人民币存款余额 202.26 万亿元，同比**增长 9.9%**，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 1.4 个百分点。

4 月份人民币存款增加 1.27 万亿元，同比**多增 1.01 万亿元**。其中，住户存款**减少 7996 亿元**，非金融企业存款**增加 1.17 万亿元**，财政性存款增加 529 亿元，非银行业金融机构存款增加 8571 亿元。

4 月末，外币存款余额 7545 亿美元，同比下降 1.7%。当月外币存款减少 110 亿美元，同比多减 93 亿美元。

四、4 月份银行间人民币市场同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率均为 1.11%

4 月份，银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 148.19 万亿元，日均成交 6.74 万亿元，日均成交同比**增长 42.6%**。其中，同业拆借日均成交同比**增长 26.1%**，现券日均成交同比**增长 44.7%**，质押式回购日均成交同比**增长 46%**。

4 月份同业拆借加权平均利率为 1.11%，分别比上月和上年同期**低 0.29 个和 1.32 个百分点**；质押式回购加权平均利率为 1.11%，分别比上月和上年同期**低 0.33 个和 1.35 个百分点**。

2020 年 4 月社会融资规模存量统计数据报告

初步统计，4 月末社会融资规模存量为 265.22 万亿元，同比**增长 12%**。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 160.45 万亿元，同比**增长 13.1%**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.42 万亿元，同比增长 12.6%；委托贷款余额为 11.3 万亿元，同比**下降 6.1%**；信托贷款余额为 7.43 万亿元，同比**下降 5.8%**；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.41 万亿元，同比**下降 14.1%**；企业债券余额为 26.07 万亿元，同比**增长 19.4%**；政府债券余额为 39.64 万亿元，同比**增长 15.2%**；非金融企业境内股票余额为 7.51 万亿元，同比**增长 6%**。

从结构看，4 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.5%，同

评论：负债端结构性特征表现为对居民部门负债减少（支出扩大，杠杆率上升），对企业部门负债增加（项目）。

评论：融资结构的增速表现为：企业债券+19.4%>政府债券+15.2%>信贷+13.1%>股票+6%，而表外融资继续收缩：银承-14.1%<委托贷款-6.1%<信托贷款-5.8%。

评论：融资的占比结构表现为：

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_5232

