

货币宽松叠加需求边际回暖，信用扩张继续加快

——2020年4月货币数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 1-4月国内社融增量为14.17万亿元，同比多增3.89万亿元；4月当月社融增量为3.09万亿元，同比多增1.42万亿元。为对冲全球疫情爆发的冲击，国内货币宽松加码，叠加实体投资消费边际回暖、企业补充现金流意愿较强，4月货币数据继续超预期增长。当下，国内经济发展面临的挑战依旧前所未有，稳增长、稳就业压力加大，预计货币宽松仍将维持。具体看：

社融：受益宽松加码、经济边际改善和现金流补充，4月社融增速创23个月新高。从结构来看，人民币贷款和企业债券是社融同比多增的主要贡献因素，分别同比多增7467和5066亿元，贡献率接近90%；此外，表外融资也起到一定支撑作用，同比多增1446亿元。社融继续高增背后，源于为对冲全球疫情爆发的冲击，国内货币和信用条件宽松力度都有所加码，且实体投资消费边际改善、企业补充现金流意愿较强，带动了融资需求增长。

信贷：需求边际回暖带动融资增加，企业信用扩张仍快于居民部门。4月金融机构新增人民币贷款1.7万亿元，同比多增6800亿元。其中，受益实体投资改善，短贷及票据融资、非金融性公司中长期贷款分别同比多增4578和2724亿元，为主要贡献因素；此外，疫后居民消费回暖，推动居民短贷也同比多增1187亿元。但居民中长贷仅同比多增224亿元，表明居民加杠杆速度继续放缓，资金更多地流向了除房地产外的实体经济部门。

流向：基建资金来源加快改善，3月房地产资金来源降幅仍超10%。一方面，伴随国家重点建设项目加速落地，1-4月与基建相关的表外融资和其他部门贷款同比变化量，均较1-3月有所提升，且考虑到未来基建稳增长重要性凸显，政府债券发行也会加快，支撑基建资金继续改善。另一方面，房地产融资改善有限，居民购房意愿减弱对其拖累最大，如1-3月房地产开发资金来源同比下降13.8%，降幅较1-2月收窄3.7个百分点，其中定金及预收款同比降幅达22.4%。往后看，“房住不炒”定位下，居民购房能力和意愿下降，房企融资或继续承压，但货币环境宽松，头部房企资金来源相对有望得到改善。

- 4月M2增速创40个月新高，主要源于国内信用扩张加快；同期M1增幅仍低于M2较多，表明企业经营或边际改善有限。4月国内信贷、社融继续大幅增加，信用扩张明显加快，叠加财政减税降费、推迟企业缴税，财政存款明显低于去年同期水平，共同支撑M2大幅提高1.0个百分点至11.1%。预计5月受益国内经济继续边际改善、两会“蜜月期”政策利好推出，M2或维持高位增长11%左右。另外，企业经营边际好转，叠加去年低基数效应，4月M1也提高0.5个百分点至5.5%，但M1增幅仍低于M2较低，表明企业盈利改善或相对有限。
- 货币政策总量宽松持续，5月两会政策红包值得期待。2020年全球经济衰退已成定局，我国面临的外部输入风险加剧，叠加国内短期疫后恢复、中长期结构性矛盾交织，经济面临的挑战依旧前所未有。预计国内货币总量宽松仍将持续，5月两会“蜜月期”，政策红包也值得期待，但考虑到前期流动性投放较多、已出台的再贷款再贴现额度还有较多未用完，下一步新宽松政策出台的频率或有所减少，更多地表现为推进已有政策落地，节奏上则主要配合财政发力。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、货币条件宽松叠加需求边际回暖，国内信用扩张继续加快	3
(一) 社融：宽松加码、经济边际改善和现金流补充，社融继续高增	3
(二) 信贷：需求边际回暖带动融资增加，企业信用扩张仍快于居民部门	4
(三) 流向：基建资金来源加快改善，房地产资金来源降幅仍超 10%	5
二、信用扩张加快致 M2 继续新高，企业经营改善叠加低基数推动 M1 回升	6
(一) 信用扩张加快，M2 创 40 个月新高.....	6
(二) 企业经营边际好转叠加去年低基数，M1 提高 0.5 个百分点.....	7
三、总量宽松持续，5 月两会政策红包值得期待	8

正文:

事件: 2020年4月份,社融增量为30900亿元,较上年同期多增14190亿元;新增人民币贷款17000亿元,较上年同期多增6800亿元;货币供应量M1、M2分别同比增长5.5%、11.1%,增速较上月末分别高0.5、1.0个百分点,比上年同期均高2.6个百分点。

一、货币条件宽松叠加需求边际回暖,国内信用扩张继续加快

(一) 社融: 宽松加码、经济边际改善和现金流补充,社融继续高增

4月国内社会融资(简称社融,下同)增量为3.09万亿元,同比多增1.42万亿元。其中,人民币贷款(社融口径)、企业债券分别同比多增7467和5066亿元,为主要贡献因素,此外表外融资同比多增1446亿元,也起到了支撑作用;同期政府债券发行节奏有所放缓,净融资额同比减少1076亿元(见图1)。

本月社融继续高增,增速创23个月新高,背后的支撑因素主要有三点:

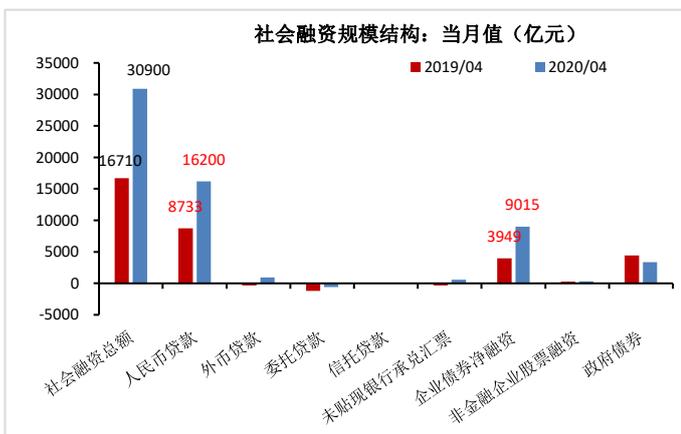
一是为进一步支持实体经济发展,对冲全球疫情爆发的冲击,国内货币和信用条件宽松加码。如量的方面,4月社融存量增速和M2增速分别为达到12.0%和11.1%,毫无疑问将显著高于同期名义GDP增速;价的方面,4月份1年期MLF利率和LPR利率均再下调20BP,有利于引导国内利率整体继续下行,3月份国内企业贷款利率已降至4.82%,较2019年末低0.3个百分点,预计4月份该利率大概率进一步有所降低。

二是4月企业复工复产继续加快恢复,投资消费需求有所回暖,带动融资需求增加。如生产端,4月国内6大发电集团日均耗煤量已基本恢复至去年同期水平,全国客运量平均同比降幅较3月也收窄约5个百分点;消费端,中汽协发布的最新数据显示,4月份国内汽车销量同比和环比分别增长4.4%和43.5%,单月销量结束21个月的连续下降,且受益疫情管控逐步放开、多地发放消费券,居民线下其他消费也逐步恢复。

三是企业现金流压力较大,融资补血的意愿强烈。受抗疫大封锁影响,国内多数企业生产销售活动遭受了停滞冲击,收入流显著减少,但工资、房租等成本相对刚性,导致现金流断裂风险有所增加,存量债务到期面临较大的偿付压力。为缓解或防止违约,加快恢复生产、存活下来,企业融资需求明显增加,如企业债券净融资明显提速为此提供了重要佐证。1-4月国内企业债券净融资为26672亿元,占去年全年净融资额的比重已达82.3%,且3-4月当月净融资额均超过9000亿元,提速明显。考虑到未来国内疫情常态化防控延续、海外疫情形势和重启经济具有极大不确定性,企业债券违约风险仍将有所增加,预计后期债券发行有望继续维持较大规模。

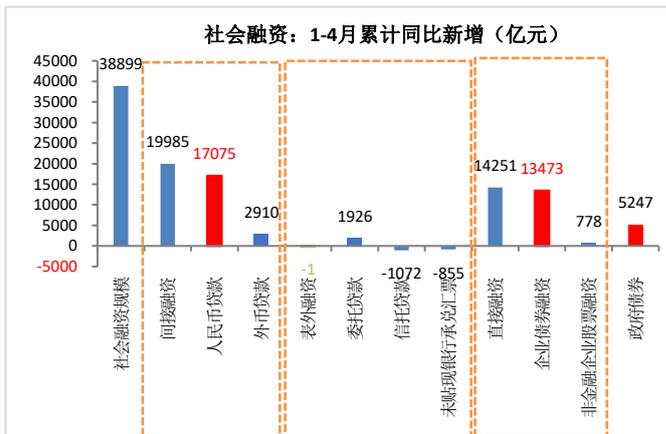
从累计数据看,1-4月社融增量为14.17万亿元,同比多增3.89万亿元。其中,人民币贷款(社融口径)、企业债券分别同比多增17075和13473亿元,为主要贡献因素(见图2),表明前四个月社融增长的支撑因素与4月份基本保持一致。但值得关注的是,在货币条件相对宽松的背景下,1-4月表外融资同比持平去年(见图2),意味着央行防止金融体系内部风险大幅增加的意愿坚定,在稳增长的同时亦兼顾了防风险目标。

图 1：4 月社会融资规模与结构



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：1-4 月社会融资规模与结构

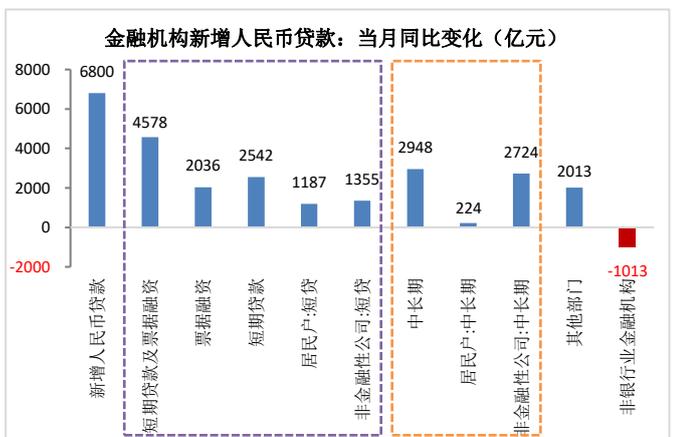


资料来源：WIND，财信研究院

（二）信贷：需求边际回暖带动融资增加，企业信用扩张仍快于居民部门

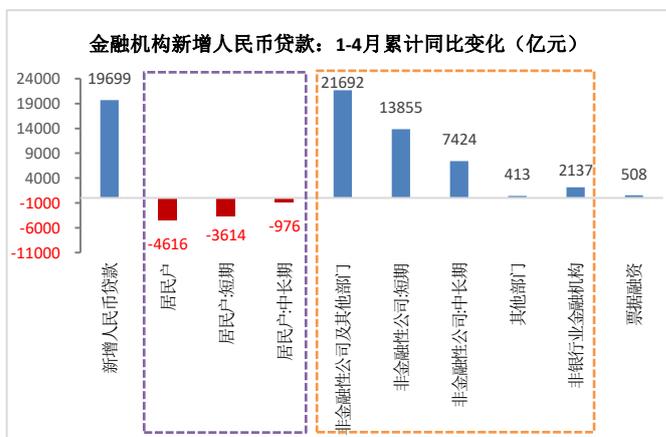
4 月金融机构新增人民币贷款 1.7 万亿元，同比多增 6800 亿元。其中，短贷及票据融资、非金融性公司中长期贷款分别同比多增 4578 和 2724 亿元，为主要贡献因素；同期除非银行金融机构贷款外，居民短贷和中长贷同比也继续有所增长，呈边际改善态势（见图 3）。

图 3：金融机构新增人民币贷款：当月同比变化



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：金融机构新增人民币贷款：1-4 月累计同比变化



资料来源：WIND，财信研究院

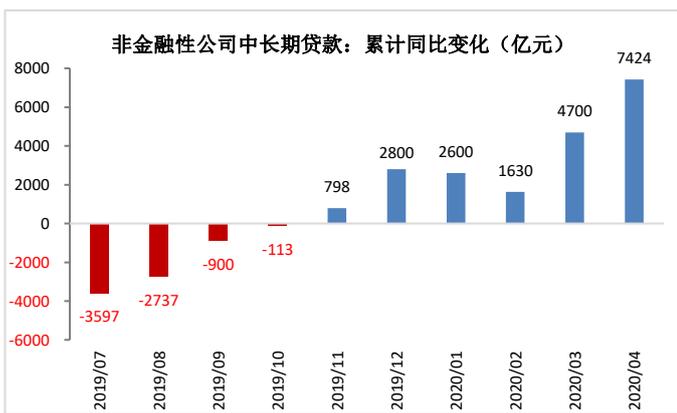
本月信贷继续超预期，且结构上短贷及票据、企业中长贷的贡献依旧较多，整体传递出两个信号：

一是实体投资和消费呈边际改善态势。一方面，随着国内抗疫封锁措施逐步松绑，货币政策将支持实体经济恢复放到突出位置，企业加快生产、国家重点项目加快落地对资金的需求明显增加，反映到信贷数据上，表现为企业中长贷、短贷以及票据融资均增长较多；另一方面，疫后居民消费边际回暖，尤其是汽车等耐用品消费边际改善，导致本月居民短贷也同比增加 1187 亿元，一改 1-2 月为负值的局面。

二是国内信贷结构继续趋于优化，即非金融企业中长期贷款增加较多，居民中长期贷款增长依旧较少。如4月国内中长期贷款同比多增2948亿元，其中，非金融企业同比多增2724亿元，居民部门仅同比增加224亿元。这表明，在央行结构性政策的精准滴灌下，国内中长期信贷资金更多地流向了实体经济部门；同时坚持“房住不炒”定位，居民部门加杠杆的速度明显放缓，如国内个人住房贷款余额增速由2016年的38.1%一路降至在2020年一季度的15.9%。

从累计数据看，我们基本可以得到与上述分析完全一致的结论，但值得引起重视的是，前四个月居民部门信贷依旧维持收缩，与整体信贷扩张形成鲜明对比，表明居民消费和购房需求的回暖偏慢，消费对经济的支撑短期或相对有限。具体看数据，1-4月金融机构新增人民币贷款8.8万亿元，同比多增1.97万亿元。其中，短贷即票据融资和非金融性公司中长期贷款分别同比多增10749和7424亿元（见图4和图5），为主要贡献因素；同期居民短贷和中长期贷款分别同比减少3614和976亿元，维持收缩态势（见图4和图6）。

图 5：非金融性公司中长期贷款：累计同比变化



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：居民短期贷款：累计同比变化



资料来源：WIND，财信研究院

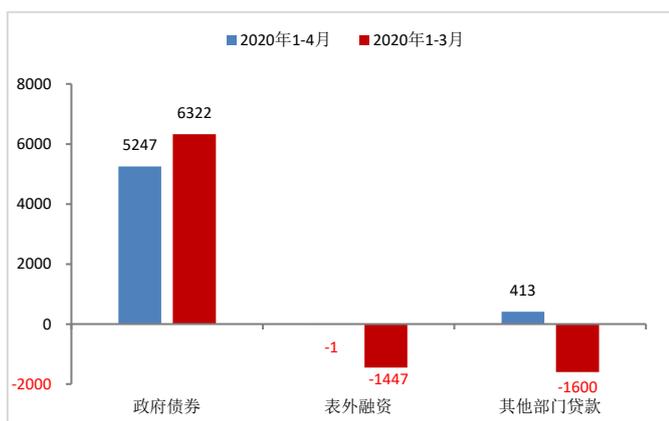
(三) 流向：基建资金来源加快改善，房地产资金来源降幅仍超 10%

伴随国家重点建设项目加速落地，流向基建领域的资金继续环比改善。如与基建相关的资金，即政府债券（包括国债、地方政府债券）、表外融资以及表内对其他部门的贷款（主要对应机关团体贷款，下同），1-4月同比变化较1-3月分别减少1076、增加1446和增加2013亿元（见图7），整体维持边际改善。考虑到海外疫情持续蔓延，对国内外需求冲击明显，叠加国内“房住不炒”定位、消费回暖相对偏慢，且2020年还要实现小康社会目标，基建补短板、稳增长重要性大幅提升，预计流向基建领域的资金将持续改善。

房地产融资改善有限，居民购房意愿减弱对其拖累最大。1-3月房地产开发资金来源同比下降13.8%，降幅较1-2月收窄3.7个百分点（见图8）。其中，定金及预收款、自筹资金、个人按揭贷款、国内贷款降幅分别为22.4%、8.8%、7.4%和5.9%，较1-2月分别收窄1.5、6.6、5和2.7个百分点。

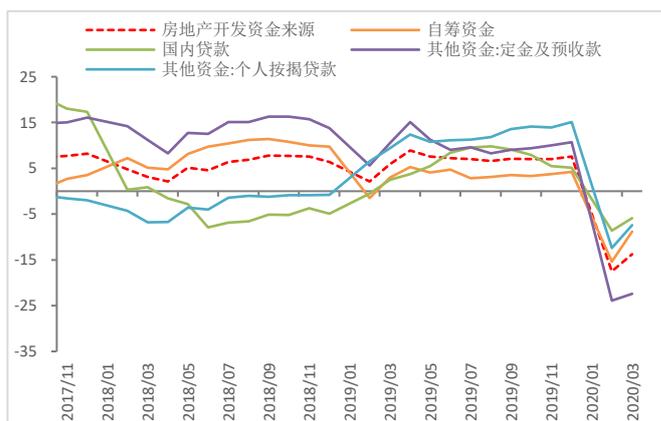
上述房地产资金来源变化，主要传递出以下三个信号：一是房地产资金来源依旧偏紧，其一季度降幅仍保持在 10% 以上。二是源自于居民部门的定金及预收款、个人按揭贷款资金来源恢复缓慢，对地产融资拖累明显，如两者合计占房地产开发资金来源的比重接近 5 成，但 1-3 月前者的降幅仍超过 2 成，较 1-2 月仅收窄 1.5 个百分点，往后看，根据 4 月居民部门信贷数据，预计上述两项来源的修复仍偏慢。三是当前房地产融资更多通过信贷和国内举债来实现，或导致部分头部企业受益、中小企业生存空间更加逼仄的分化加剧，行业优胜劣汰明显加速。

图 7：流向基建领域资金的同比变化（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：房地产开发资金来源构成及增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

二、信用扩张加快致 M2 继续新高，企业经营改善叠加低基数推动 M1 回升

（一）信用扩张加快，M2 创 40 个月新高

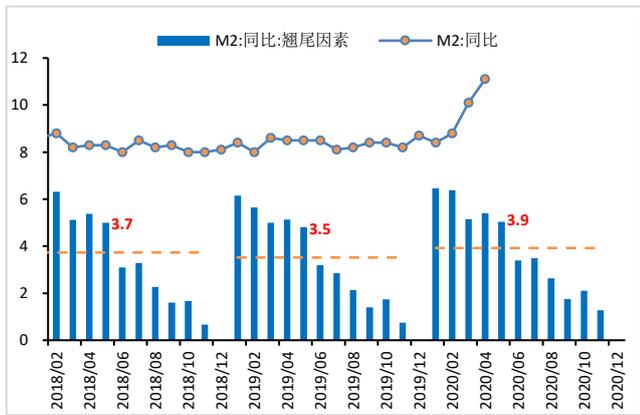
4 月份 M2 增速较上月继续大幅提高 1.0 个百分点至 11.1%（见图 9），创 40 个月新高，原因有三：一是新增贷款大幅增加，贷款创造存款的信用货币创造明显提速，4 月国内信贷规模达到 1.70 万亿元，同比多增 6800 亿元，反映到金融机构资产负债表上，表现为年内其他存款性公司总资产增速（见图 10）继续提高、对金融机构债权的增速也由负转正；二是金融机构投资活动增加，如商业银行的债券投资增速维持高位，股权投资增速（见图 11）也维持回升态势；三是财政存款虽季节性环比回升，但受疫情冲击税收减少和财政加大税费减免、推迟企业缴税影响，其同比减少 4818 亿元，整体依旧对 M2 增速提高形成支撑；四是 4 月 M2 翘尾因素小幅提升 0.3 个百分点，也有利于 M2 回升。

根据历史经验，2020 年 5 月份财政存款或环比下降，有利于 M2 增速回升，且随着疫情防控向好、企业加快复工复产，5 月迎来“两会”蜜月期，新的逆周期调节政策和已有政策加快落地、推进，预计信贷增速、债券发行或均维持高位，利于 M2 稳定，预计 5 月份增长 11% 左右。

展望 2020 年，全年 M2 翘尾因素比 2019 年提高 0.4 个百分点（见图 9），有利于

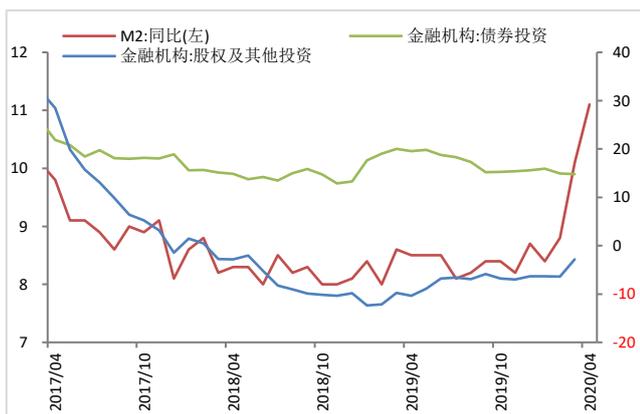
M2 增速的提高；受疫情在全球持续蔓延影响，国内经济面临的挑战前所未有，为实现“六稳”+“六保”目标，保障就业稳定大局，预计货币政策逆周期力度会持续加大，M2、社融高于名义 GDP 增速将贯穿全年，预计 M2 全年约增长 11% 左右。

图 9：4 月 M2 翘尾因素小幅提升至 5.40



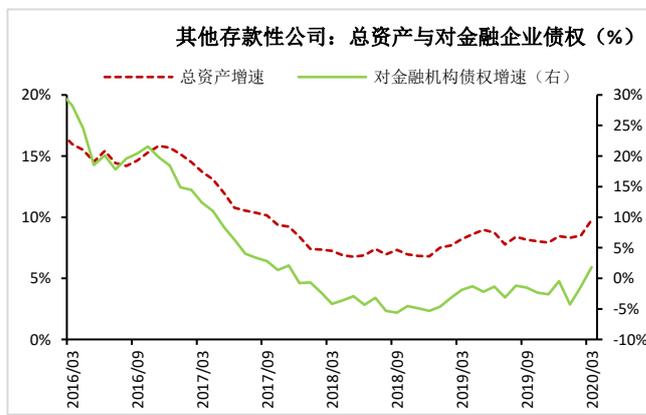
资料来源：WIND，财信研究院

图 11：金融机构股权、债权投资增速与 M2 增速



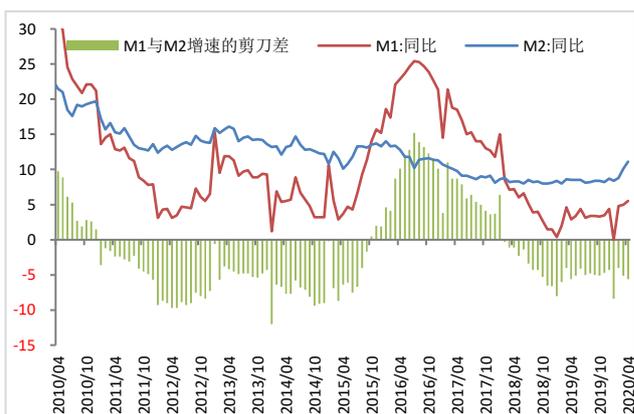
资料来源：WIND，财信研究院

图 10：存款性公司总资产与对金融企业债权增速回升



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：M1 与 M2 的剪刀差



资料来源：WIND，财信研究院

（二）企业经营边际好转叠加去年低基数，M1 提高 0.5 个百分点

4 月 M1 环比提高 0.5 个百分点至 5.5%（见图 12），主要源于单位活期存款增速增

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_5246



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn