

日期：2020年05月12日

## 后疫情时代宽松格局将渐调

——2020年4月份金融数据点评



分析师：胡月晓  
Tel：021-53686171  
E-mail：huyuexiao@shzq.com  
SAC证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

### ■ 主要观点

#### 信贷、货币延续双超预期进一步突进

无论从余额增速还是新增规模上，4月的信贷和货币都大幅度超出市场预期，增长态势延续了上月的大幅爬升突进态势，显著超出市场预期。央行在2020年1季度的货币政策执行报告中明确，为营造经济发展的适宜金融环境，新形势下流动性增长要略高于经济名义增速，从而明确了货币宽松的政策基调。海外疫情恶化，态势严峻程度不断超出市场预期。

#### 政策定调放松，流动性宽松确认

为应对疫情冲击，货币当局加大了货币放松的力度，叠加季节性的信贷和货币投放，2020年以来流动性宽松程度持续上行，货币和信贷增速不断增加！面对突发性的经济冲击，货币当局加大了信贷精准投放力度，对冲新冠肺炎疫情的影响。在资本金、流动性、利率传导等多措并举下，金融机构信贷投放积极性和能力都得以提高。

#### 企业短期信贷缩减，信贷改善存空间

从最体现经济运行态势的企业部门信贷增长情况看，实体经济领域体现经济活力的有效信贷需求增长乏力，企业部分的短期信贷萎缩62亿元，在各个分类的迅猛增长凸显异类。一般来说，企业部门的短期贷款需求反映了当期经济运行的活跃程度，当期经济活力疲弱则短期需求下降。从企业部门信贷新增的期限结构看，信贷增长主要是政策推动和“补短板”基建增长的结果，经济运行压力短期还将持续。信贷环境显著宽松。流向当期经济活动的信贷却不多，表明当前的金融宽松，更多地属于救助性质。从居民部门当月新增信贷的期限分布上看，更多信贷增长都流向了房地产领域。

#### 楼市泡沫致中小企业融资利率难降

当前中小企业融资利率偏高局面仍没有改变，这体现了短期经济运行困难局面难以很快缓解的态势。正是楼市泡沫的长期不破，造成了中国货币环境“存量过多、增量不足”的矛盾局面，阻碍了货币政策的有效传导，使得基础货币扩张的政策效应难以传导到实体经济。楼市泡沫不除，中小企业融资难和融资贵就难以真正解决！

#### 高增长态势难持续，降息仍可期

当前偏于宽松的流动性环境，主要为了防止疫情对经济的影响。随着经济进入后疫情时代，宽松货币政策的负效应将逐渐显现。中国房地产领域的资产泡沫一直未能有效缓解，并已对经济内生增长构成了实质伤害，未来货币偏松局面如不能及时调整，经济转型和升级的发展目标将得到根本性伤害。货币政策效应转向积极，也意味着后续货币增长适度回落，也不会对经济运行造成压力。

## 事件：4月份金融数据公布

**广义货币增长 11.1%。**2020年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。

**人民币各项贷款增长 13.1%。**2020年4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。

**人民币各项存款增长 9.9%。**2020年4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月份社会融资规模增量为 3.09 万亿元，比上年同期多 1.42 万亿元。**其中，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；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 910 亿元，同比多增 1240 亿元；委托贷款减少 579 亿元，同比少减 618 亿元；信托贷款增加 23 亿元，同比少增 106 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 577 亿元，同比多增 934 亿元；企业债券净融资 9015 亿元，同比多 5066 亿元；政府债券净融资 3357 亿元，同比少 1076 亿元；非金融企业境内股票融资 315 亿元，同比多 53 亿元。

## 事件解析：数据特征和变动原因

### 1. 信贷、货币延续双超预期进一步突进

无论从余额增速还是新增规模上，4月的信贷和货币都大幅度超出市场预期，增长态势延续了上月的大幅爬升突进态势。2020年4月份人民币贷款增加1.7万亿元，同比多增6818亿元；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；信贷增长无论是规模和增速，都延续了上月的超预期增长态势。广义货币同比增长1.1%，增速分别比上月末和上年同期高1个和2.6个百分点，同样再度显著超出市场预期。

表1 2020年4月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
<b>Median</b>	<b>14000</b>	<b>10.2</b>	<b>12.9</b>
<b>Average</b>	14005	<b>10.2</b>	<b>12.9</b>
<b>High</b>	21600	11.0	13.1
<b>Low</b>	<b>9500</b>	<b>9.5</b>	12.5
<b>No of Forecasts</b>	25	27	7
<b>SHSC</b>	<b>10000</b>	<b>9.5</b>	<b>12.5</b>

数据来源：Reuters，上海证券研究所

央行在2020年1季度的货币政策执行报告中明确，为营造经济发展的适宜金融环境，新形势下流动性增长要略高于经济名义增速，从而明确了货币宽松的政策基调。海外疫情恶化，态势严峻程度不断超出市场预期。为应对疫情给经济和社会造成的冲击，海外央行纷纷采取了扩张性的货币政策，不仅降息力度大，并且还重启了QE。在全球宽松的竞争性放水环境下，中国的稳健中性货币政策基调也发生了变化。另一方面，中国经济增长受疫情冲击的力度，也有超出市场预期倾向，虽然复工复产推进迅速，但海外冲击的力度不断提升，对国内经济维持平稳也造成了很大压力。

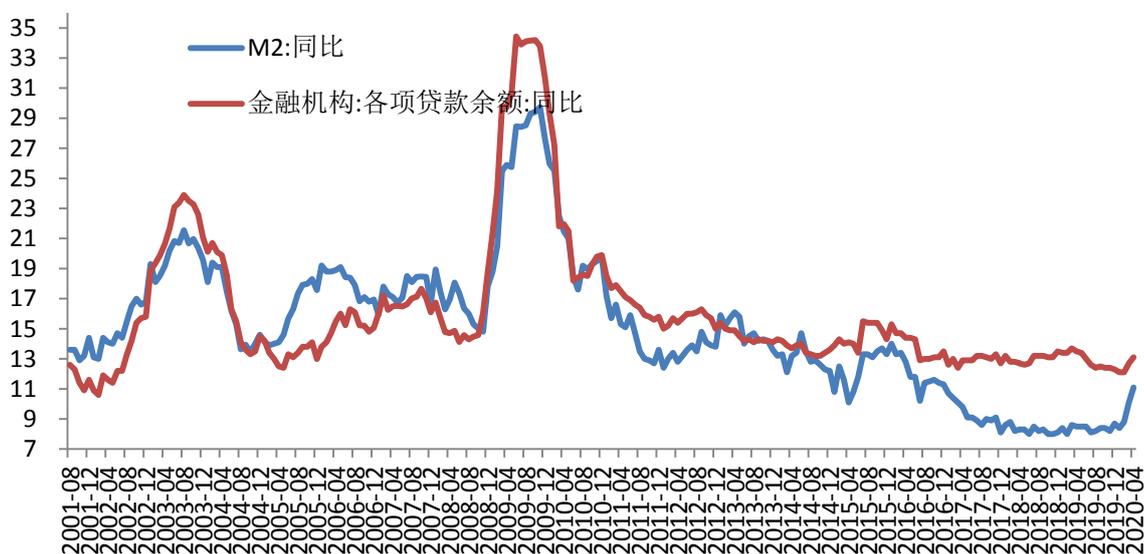
中国4月广义货币供应量同比增长的路透调查中值和均值均为10.2%，分布区间为（9.5，11.1），预测分布符合正态特征，说明预期比较一致，平稳是市场共识；实际增长不仅超出预期较多，且落在分布区间外，说明央行已改变了前期维持货币环境中性的界定。中国4月份人民币贷款增加17000亿元，同比增长13.1；路透调查中值为14000亿元、均值为14005亿元，预期分布为（9500，21600）亿，预测分布较广，说明机构间分歧扩大，显然是受前期政策维持中性基调和实际形势变化冲突的影响。从实际增长看，信贷增长也是超出市场预期较多。这种情况表外，海外疫情冲击下，主要央行的竞争性“放水”态势，对国内的货币环境也造成了影响；货币当

局不再坚持维持中性政策基调，政策虽然仍立足结构性调整需求，以定向投放为主，但在量上明显趋于放松。

## 2.政策定调放松，流动性宽松确认

为应对疫情冲击，货币当局加大了货币放松的力度，叠加季节性的信贷和货币投放，2020年以来流动性宽松程度持续上行，货币和信贷增速不断增加！从货币增速上看，M2增速已回升到2016年水平，显然已突破了货币政策中性的基调；信贷增长虽然相对平稳，但在“宽信用”格局下，非信贷渠道融资等其它非银社会融资类型的发展，对全社会流动性宽松格局的形成，其重要性不断提升，信贷增长平稳不改流动性趋松局面。

图1 中国信贷和货币增长的月度变化（%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

面对突发性的经济冲击，货币当局加大了信贷精准投放力度，对冲新冠肺炎疫情的影响：设立 3000 亿元专项再贷款定向支持疫情防控重点领域和重点企业，增加 5000 亿元再贷款再贴现专用额度支持企业有序复工复产，再增加再贷款再贴现额度 1 万亿元支持经济恢复发展。此外，还通过发行票据信贷互换（CBS）为银行的资本约束缓解助力，扩大银行的信贷投放能力。在资本金、流动性、利率传导等多措并举下，金融机构信贷投放积极性和能力都得以提高。1 月 31 日，中国人民银行发布《关于发放专项再贷款支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情有关事项的通知》（银发〔2020〕28 号），向主要全国性银行和湖北等 10 个重点省（市）的部分地方法人银行提供总计 3000 亿元低成本专项再贷款资金，支持抗疫保供。

2 月 26 日，中国人民银行发布《关于加大再贷款、再贴现支持力度

请务必阅读尾页重要声明

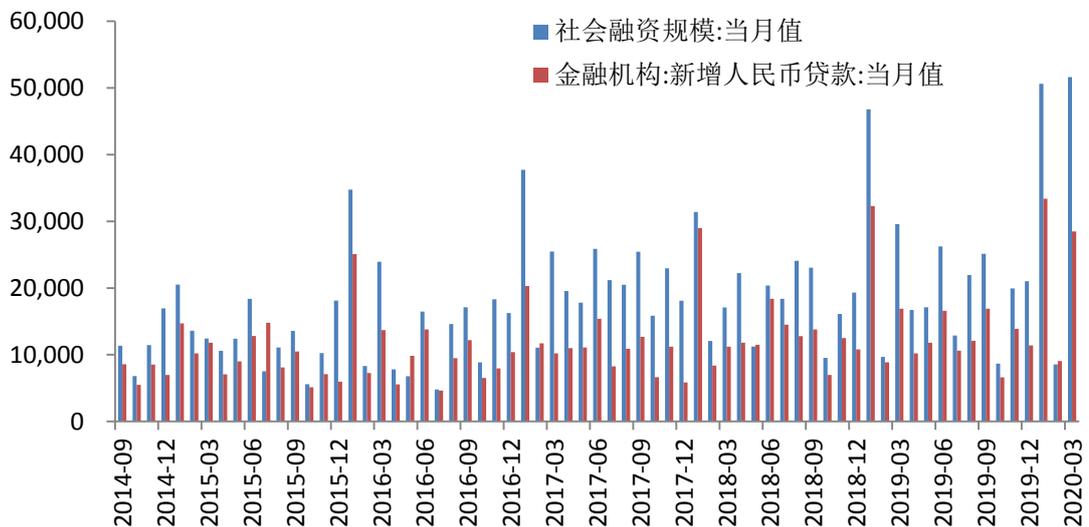
促进有序复工复产的通知》(银发〔2020〕53号),增加再贷款再贴现专用额度5000亿元,同时,下调支农、支小再贷款利率25BP至2.5%,为企业有序复工复产提供低成本、普惠性的资金支持。

2月28日,中国人民银行发布《关于运用支农再贷款专用额度支持扩大生猪养殖信贷投放的通知》(银发〔2020〕56号),安排支农再贷款专用额度200亿元,支持扩大生猪养殖信贷投放。

### 3. 企业短期信贷缩减, 信贷改善存空间

虽然4月份的信贷同比增速回升,新增信贷规模同期相比也有较大增长,但从最体现经济运行态势的企业部门信贷增长情况看,实体经济领域体现经济活力的有效信贷需求增长乏力,企业部分的短期信贷萎缩62亿元,在各个分类的迅猛增长凸显异类。一般来说,企业部门的短期贷款需求反映了当期经济运行的活跃程度,当期经济活力疲弱则短期需求下降。企业部门的长期贷款主要体现的是投资需求,体现的是企业部门对未来增长的预期;但由于中国基础设施建设对信贷的需求较为旺盛,因此企业部门的长期信贷基本上体现的是基建投资的增长,是政府推动基础设施建设的结果,因而不大能反映制造类企业的经济前景信心。从企业部门信贷新增的期限结构看,信贷增长主要是政策推动和“补短板”基建增长的结果,经济运行压力短期还将持续。

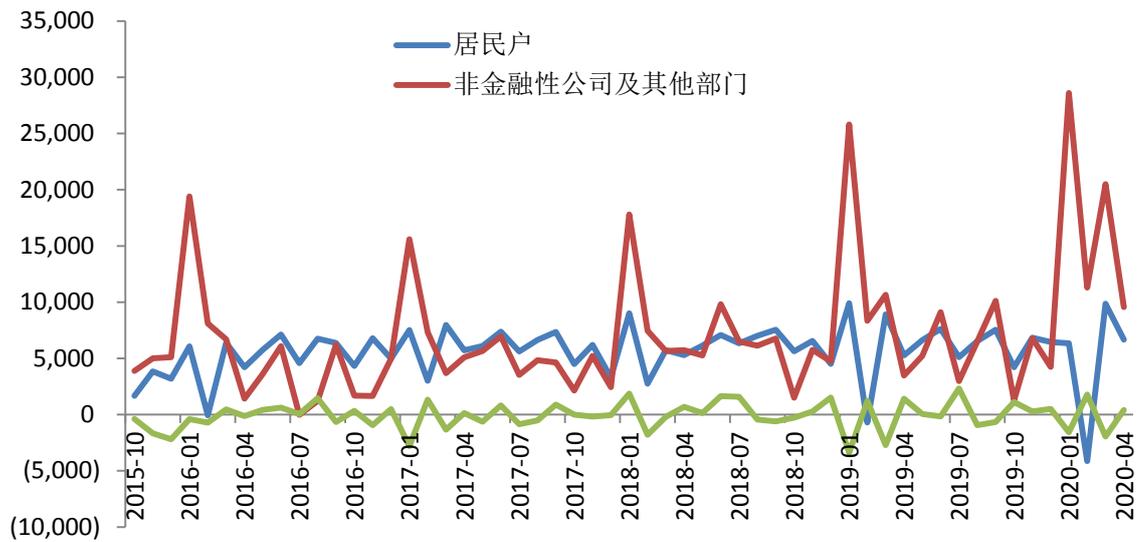
图2 中国信贷和社融增长的超常规回升(亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

从信贷增长的部门分布上看,各部门的信贷增长和过去同期相比,都处于较高位置,尤其是金融同业投放也恢复了正增长,表明信贷环境显著宽松。但这种宽松环境下,流向当期经济活动的信贷却不多,表明当前的金融宽松,更多地属于救助性质。

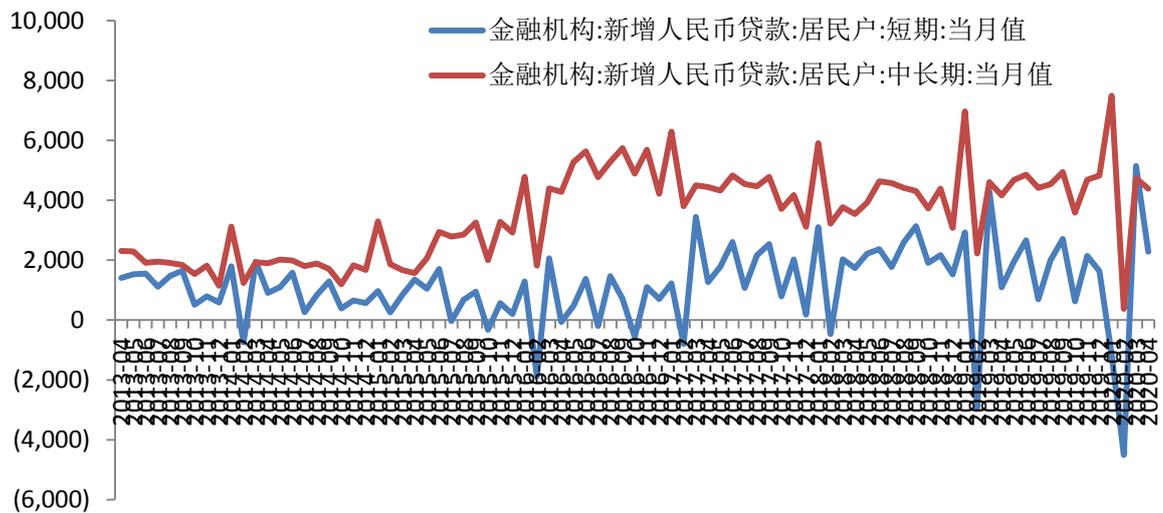
图3 中国信贷增长的部门分布 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

从居民部门当月新增信贷的期限分布上看,更多信贷增长都流向了房地产领域。从房地产供需两方面的信贷增长情况看,开发贷款和按揭贷款的同比增长都处于相对高位。这说明,金融脱实向虚的局面仍没有根本改变,资产泡沫对金融资源的吸附力仍然相当强大。在经济运行压力较大的情况下,货币放松有可能引致资产泡沫的反弹,进一步加大经济转型难度,为经济的可持续增长增加更大压力。

图4 中国居民不缴信贷增长的期限分布 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

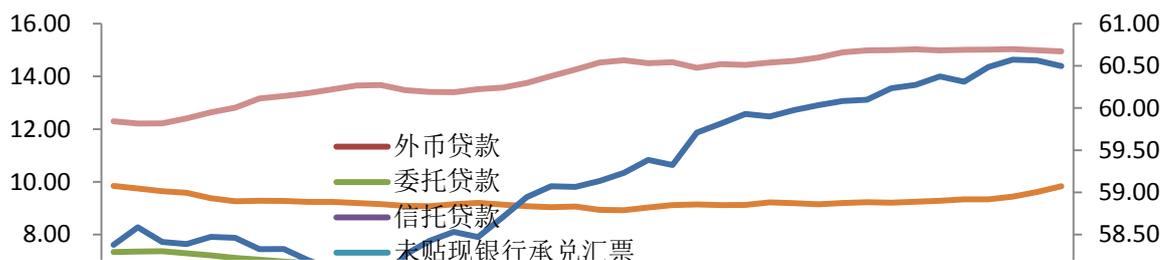
## 事件影响：对经济和市场

### 4.流动性宽松助力经济反弹、市场企稳

国内经济环境受到国内外疫情冲击，经营稳定压力也明显上升；尤其是海外疫情恶化带来的不可控因素增长，使得改善经营环境对宽松货币的需求上升。全球货币环境放松，疫情冲击使得各国央行竞相“放水”，国际金融环境趋于宽松中动荡加剧。为避免国际金融动荡对我国货币环境造成的压力，中国也需要在国内创造偏宽松的货币环境，为国内金融机构应对海外金融市场动荡的冲击，创造有利环境。保持国内外货币环境的相对均衡和各种“压力差”，如中外利差、流动性均衡程度等，是提高我国金融防控海外冲击的必要条件。

货币当局根据形势变化及时修正货币政策，对冲疫情对经济的冲击，及时将流动性环境由中性调整至宽松，加大信贷投放的同时，宽信用也得到进一步发展，显然有助企业渡过难关，在疫情冲击过去后可以较快组织正常经营。为防范过于宽松流动性环境在疫情过去后的负效应，货币当局未来或将及时修正，信贷、货币高增长的态势或不能持续。不过，即使信贷和社会融资规模高增长态势不能持续，资金空转现象继续减少和流向实体资金增多，也将带来货币效应更加迅速的转向积极。从近期经济表现看，经济反弹或超出预期；在宽松的流动性格局下，资本市场也逐渐呈现了见底走稳缓慢回升的态势。

图5 中国社会融资结构存量占比变化 (%)



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\\_5253](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5253)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn