

## 固定收益研究/动态点评

2020年05月11日

**张继强** 执业证书编号: S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

**张亮** 执业证书编号: S0570518110005  
研究员 021-28972035  
zhangliang014597@htsc.com

**张大为**  
联系人 zhangdawei@htsc.com

### 相关研究

- 1 《固定收益研究: 20200508 信用债日常跟踪》2020.05
- 2 《固定收益研究: 20200507 信用债日常跟踪》2020.05
- 3 《固定收益研究: 20200506 信用债日常跟踪》2020.05

# 社融不止“略高”

## 2020年4月金融数据点评

### 核心观点

4月新增信贷1.7万亿元,社融规模3.09万亿元,存量同比12%,M2同比11.1%,M1同比5.5%。当月信贷增长维持强势或源于复工与项目开工仍在加速,政策也维持了对冲力度。信贷结构也继续改善,居民贷款修复、企业中长期贷款占比提升。M1与M2继续走高反映实体资金面改善,而M1-M2剪刀差收窄反映资金钝化,企业存款大幅增长或存在套利行为。近期债券供给、资金面、贸易及金融数据对债市都偏不利,但我们利率向上调整空间不悲观,重申十年期国债2.7%-2.8%可能是短期支撑位。融资环境宽松+基本面压力继续=评级间利差扩大,并有可能逐步向股市溢出。

### 信贷增长维持强劲态势,但套利增长值得关注

4月新增人民币贷款1.7万亿,同比多增6800亿元。总量强势或源于复工复产继续加速,尤其基建等项目开工加速,并且货币政策保持对冲力度。信贷结构也继续改善,消费、购房等活动带动居民贷款修复,短期与中长期贷款同比分别多增1187亿元、224亿元。企业新增中长期贷款5547亿元,同比多增2724亿元,或与基建配套贷款加快投放以及商业银行加大对制造业企业的中长期贷款支持有关。企业票据融资3910亿元,同比多增2036亿,企业贸易活动继续修复,同时票据-结构性存款及理财的套利可能再现,从企业存款大幅多增也可以得到印证,会否引发监管值得关注。

### 社融增速继续抬升,实体融资支持力度加大

4月社会融资规模3.09万亿,同比多增1.4万亿,支撑因素或主要来自基建等配套融资、企业债券等。分项来看,政府债券融资3357亿元,同比少增1075亿元,主因4月份地方债发行偏少,非标融资21亿元,表现平平,但未对社融同比增长造成拖累。不过信托监管新规落地可能对信托资金募集、信托贷款发放造成负面影响。其他分项中企业债券融资9015亿元,同比大幅多增5066亿元,受定向降准、超储利率调降等利好带动,4月债券市场行情加速演绎,理财、广义基金等配置需求强劲,单月信用债净发行再创新高。此外,企业股票融资315亿元,同比多增53亿元。

### 企业存款同比大幅增长或存在套利,居民存款同比多减反映消费回补

4月M2同比11.1%,较上月走高1个百分点;M1同比5.5%,较上月走高0.5个百分点。疫情以来央行降准降息与再贷款助力,推动M1与M2攀升,实体资金面不断改善。但M1与M2增速剪刀差反而持续收窄,资金趋于钝化,说明实体经济活力并不旺盛,而低息贷款投放或引发企业购买结构性存款等套利行为。4月居民存款减少7996亿元,同比多减1748亿元,或反映消费回补。4月财政存款529亿元,同比少增4818亿元,财政存款同比持续负增长值得关注。我们认为主要是企业亏损与税费减缓政策导致财政短收,加大基层“三保”压力,并有可能约束政府投资力度。

### 市场启示

债市而言,债券供给、资金面、贸易及金融数据都偏不利,而根源在于疫情、经济和政策三大周期最友好的阶段正在过去,机构资产负债成本倒挂蕴含不稳定因素。不过,我们对利率向上调整的空间不悲观,重申十年期国债2.7%-2.8%可能是短期支撑位,毕竟货币政策尚未转向,也不允许国债、地方政府债融资成本大幅上行,回购利率仍低导致配置盘仍有增持压力,陡峭的曲线、中美利差对长端上行空间有牵制作用。当下位置可以博弈全球重启经济的进程、外需冲击、贸易摩擦、货币政策持续宽松等。融资环境宽松+基本面压力继续=评级间利差扩大,并有可能逐步向股市溢出。

风险提示:融资套利行为引发政策边际调整、中美贸易摩擦再生变故。

## 事件

央行公布 2020 年 4 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 17000 亿元，前值 28500 亿元。
- (2) 社会融资规模 30900 亿元，前值 51492 亿元。
- (3) M2 同比 11.1%，前值 10.1%；M1 同比 5.5%，前值 5.0%。

## 点评

### 信贷增长维持强劲态势，但套利增长值得关注

4 月份新增人民币贷款 1.7 万亿，同比多增 6800 亿元。从总量来看，4 月份往往是信贷的淡季，但本月信贷增长仍较为强势。一方面，4 月份复工复产继续加速，正在接近或达到正常水平，尤其是基建等项目开工加速；另一方面，4 月政策对冲力度仍保持，定向降准、专项再贷款、再贴现等工具继续发力，保障实体的融资支持。

从结构来看，4 月继续改善，但套利行为再现值得关注。首先，居民贷款修复明显，短期贷款、中长期贷款分别新增 2280 和 4389 亿元，同比分别多增 1187 和多增 224 亿元，反映居民消费、购房等活动继续改善。其次，企业新增中长期贷款规模也达到 5547 亿元，同比多增 2724 亿元，或与基建配套贷款加快投放以及商业银行加大对制造业企业的中长期贷款支持有关，货币政策执行报告显示年初以来制造业贷款快速增长。企业票据融资规模也达到 3910 亿元，同比多增 2036 亿，一方面企业贸易活动继续修复，另一方面票据-结构性存款及理财的套利可能再现，从企业存款大幅多增也可以得到印证，会否引发监管值得关注。

### 社融增速继续抬升，实体融资支持力度加大

新口径下 4 月社会融资规模达到 3.09 万亿，同比大幅多增 1.4 万亿，我们在上个月金融数据点评中提到，一季度社融超 10 万亿之后，年内宽信用政策将继续发力，社融有望延续多增态势，年内社融增速有望达到 12%，维持社融底再现的判断。4 月社融如期大幅增长，社融同比增速达到 12%，较上月继续反弹 0.5 个百分点，支撑因素来自基建等配套融资、企业债券等。

从分项来看，4 月政府债券融资 3357 亿元，同比少增 1075 亿元，主因 4 月份地方债发行偏少，5 月地方专项债净发行预计达到 1 万亿，对社融将再次形成强力拉动。

4 月非标融资 21 亿元，表现平平，但未对社融同比增长造成拖累。其中表外票据融资 577 亿元、信托贷款 23 亿元、委托贷款-579 亿元，不过近期信托监管新规落地，可能对信托资金募集、信托贷款发放造成负面影响。

其他分项中新口径企业债券融资 9015 亿元，同比大幅多增 5066 亿元，受定向降准、超储利率调降等利好带动，4 月债券市场行情加速演绎，理财、广义基金等配置需求强劲，单月信用债净发行再创新高。此外，企业股票融资 315 亿元，同比多增 53 亿元。

### 企业存款同比大幅增长或存在套利，居民存款同比多减反映消费回补

4月M2同比11.1%，较上月走高1个百分点；M1同比5.5%，较上月走高0.5个百分点。疫情以来央行降准降息与再贷款助力，推动了M1与M2连续两个月较大幅度攀升，实体经济面不断改善。但结构而言，M1与M2增速剪刀差反而持续收窄，资金趋于钝化，说明实体经济活力并不旺盛，而低息贷款投放或引发企业购买结构性存款等套利行为。4月份企业存款新增1.17万亿，同比多增约1.34万亿，2-4月累计同比多增4.64万亿。

居民存款减少或反映消费回补。4月居民存款减少7996亿元，同比多减1748亿元。3月份居民存款大幅增长，说明消费不存在资金障碍而是缺乏消费场景，4月份国内疫情得到控制、商场复市加快，线下消费活动明显回暖，各地发放消费券等刺激措施也助推消费需求释放。4月居民短期贷款明显增长、汽车销售量同比转正也均有所体现。

今年财政存款同比持续负增长值得关注。4月财政存款529亿元，同比少增4818亿元，1-4月累计同比负增长约9600亿元。我们认为主要是企业亏损与税费减缓政策导致财政短收，这加大了基层“三保”压力，并有可能约束政府投资力度。5月6日国常会，总理提及将通过创新调控方式把更多的财力直接划拨到基层。从这个角度看，财政亟需发力。

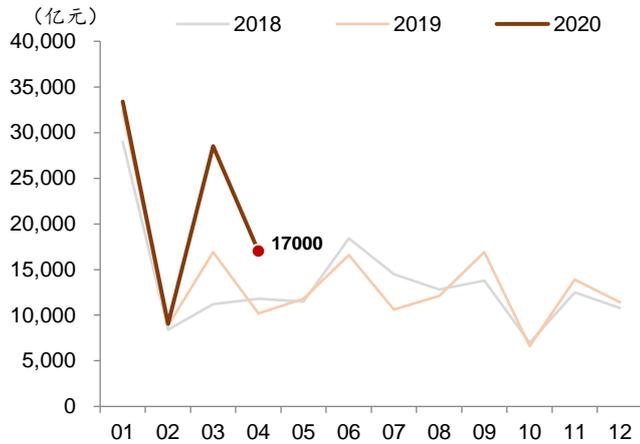
### 市场启示

一季度货币政策执行报告提出“M2和社融增速与名义GDP增速基本匹配并略高”，疫情冲击下，经济增速下行，但适度宽信用帮助企业渡过疫情寒冬，“略高”体现的是逆周期调节的力度。但也需要关注可能存在的发债并购买结构性存款等“套利”行为对数据扰动。

对债市而言，我们近日提醒“逆风”而行，供给、资金面、贸易及金融数据都偏不利，而根源在于疫情、经济和政策三大周期最友好阶段过去，机构资产负债成本倒挂蕴含不稳定因素。不过，我们对调整空间不悲观，重申十年期国债2.7-2.8%可能是短期支撑位，毕竟货币政策尚未转向，也不允许国债、地方债融资成本大幅上行，回购利率仍低导致配置盘仍有增持压力，陡峭的曲线、中美利差对长端上行空间有牵制作用。该位置可以博弈全球重启经济的进程、外需冲击、贸易摩擦、货币政策持续宽松等。融资环境宽松+基本面压力继续=评级间利差扩大，并有可能逐步向股市溢出。

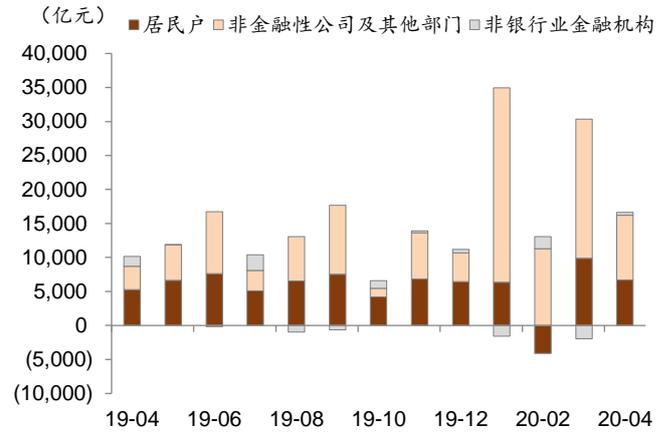
## 信贷

图表1：新增人民币贷款



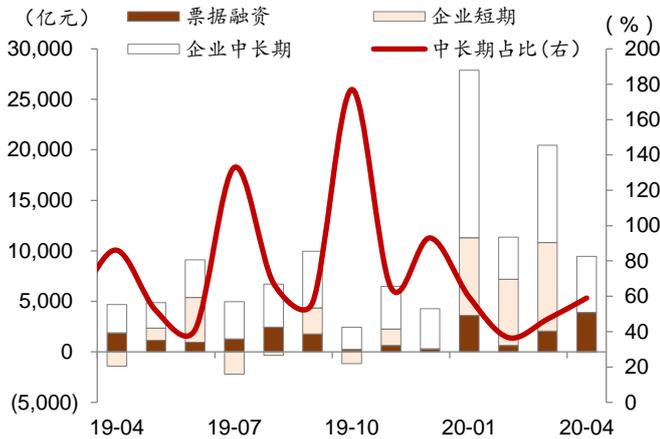
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



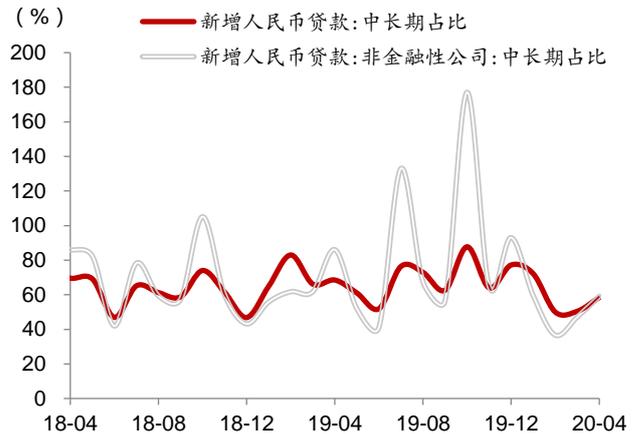
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

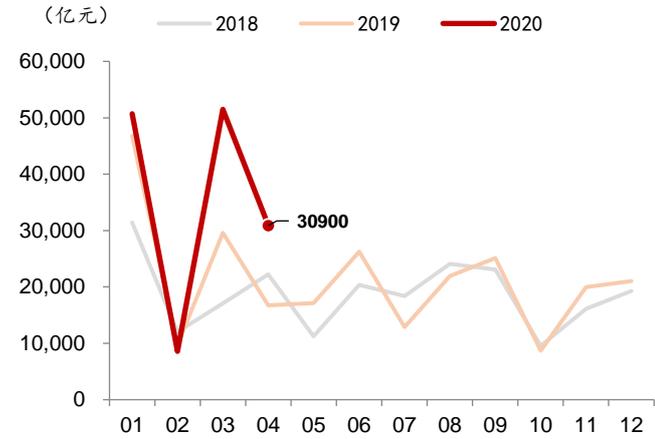
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

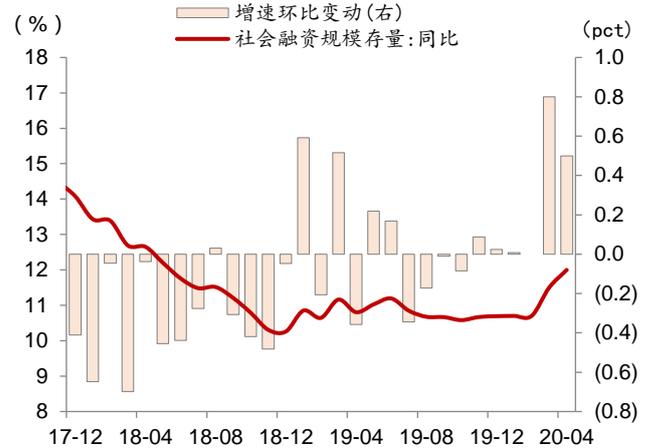
社融

图表5: 新增社会融资规模



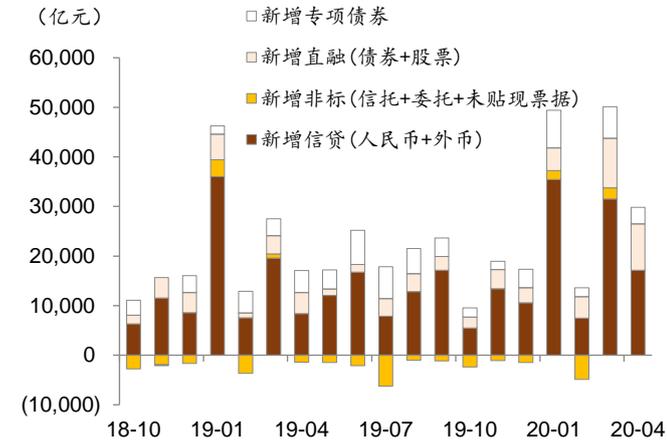
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 社融存量增速



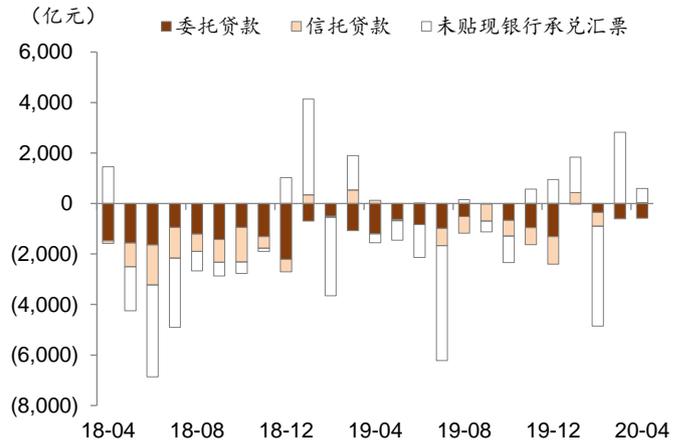
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 新增社融各分项



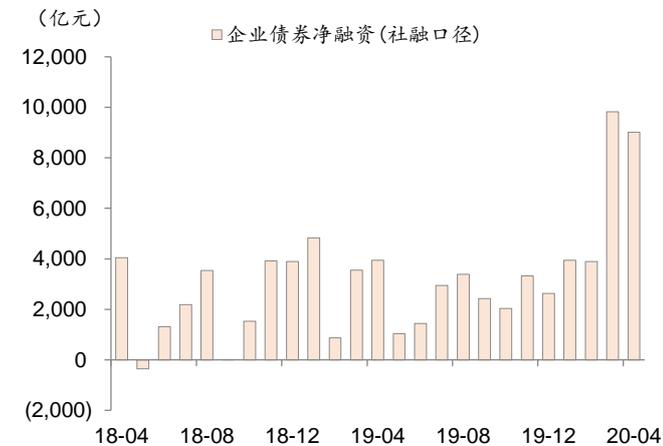
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 新增非标各分项同比增减



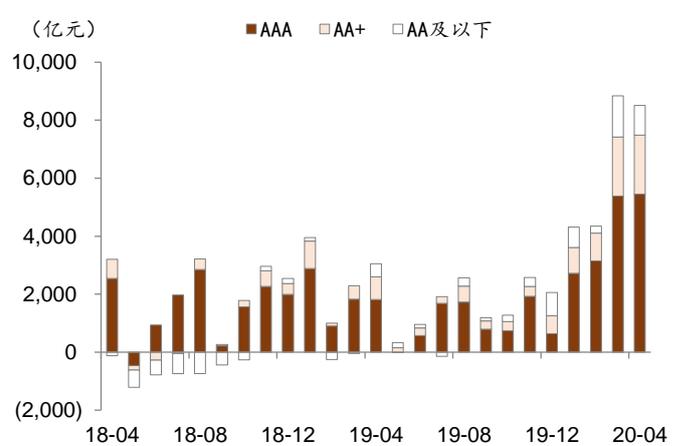
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 企业债净融资额(社融口径)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

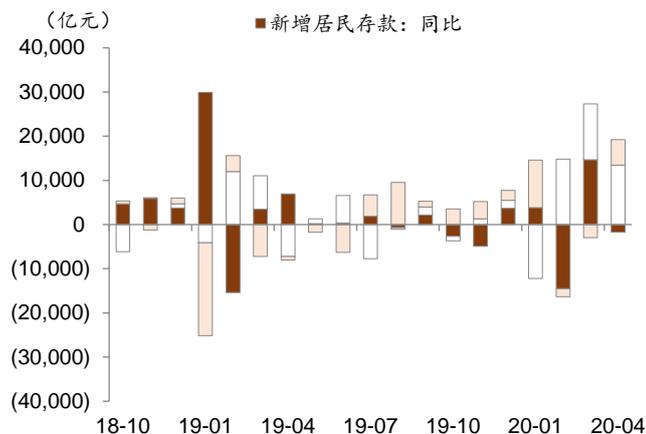
图表10: 信用债净融资分评级状况(主体评级)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

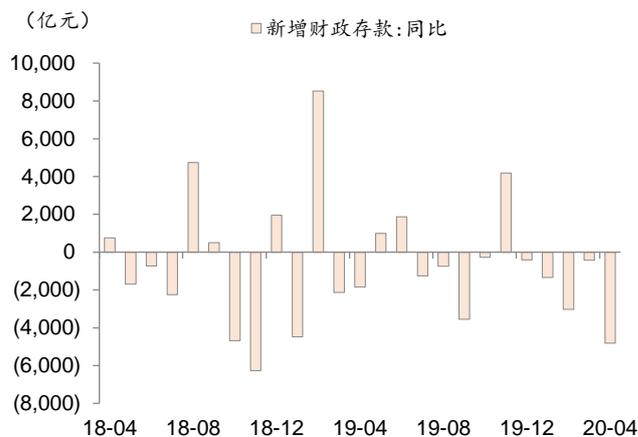
## 货币与存款：

图表11： 新增存款同比（居民、非金融企业与非银金融）



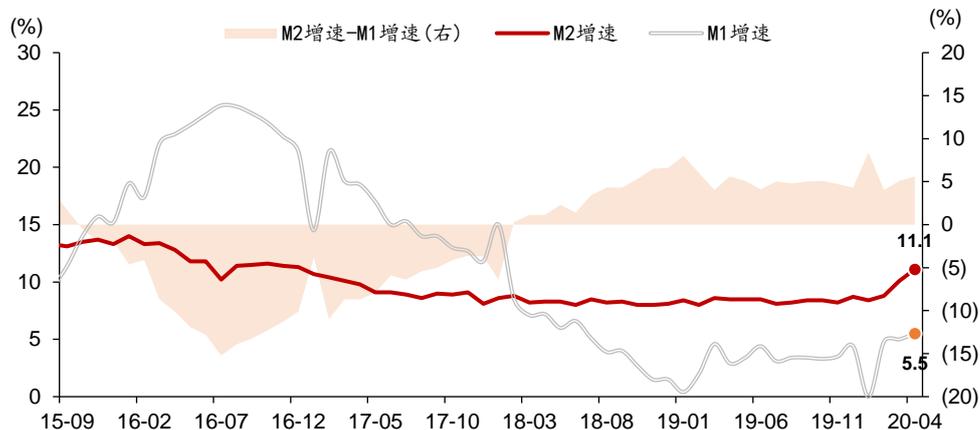
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 新增财政存款同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： M2与M1剪刀差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 风险提示

- 1. 融资套利行为引发政策边际调整。**目前贷款、发债等利率较低，企业存款大幅增长的背后可能存在购买结构性存款套利的行为，有可能引发货币政策边际调整。
- 2. 中美贸易摩擦再生变故。**近期特朗普有对华加关税言论，贸易摩擦出现反复的可能性。

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\\_5283](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5283)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>