

怎么看待 4 月金融数据?

证券研究报告

2020 年 05 月 12 日

4 月金融数据点评 (2020-05-12)

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

陈宝林 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519080002
chenbaolin@tfzq.com

许锐翔 联系人
xuruixiang@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益: 怎么看待经济环比改善与后续利率走势? - 利率债市场周报 (2020-05-11)》 2020-05-11
- 2 《固定收益: 房企融资是松还是紧? - 信用市场周报》 2020-05-11
- 3 《固定收益: 偶然事件兑现后的转债更具性价比 - 可转债市场周报 (2020.05.10)》 2020-05-10

摘要:

就数据本身而言, 货币信用传导正在发生积极的变化, 如果从央行角度考虑, 我们是否就此确认后续央行可能无所作为? 利率拐点越来越明确呢?

我们再度回顾过往几轮利率周期中金融数据变化与利率拐点的关系。可以较为明确的发现, 每轮周期中金融货币数据的表现并不相同, 其与利率拐点信号的关系也不同, 那么差别主要在哪儿呢?

首先其实还是传导的有效性, 这个背后是信用承接和投放的问题。1998-2002 年与 2015-2016 年都出现了金融数据的反复, 反复的背后是经济金融结构变迁的折射。而 2008-2009 年, 不管是以银行为代表的金融机构的信用投放能力, 还是以企业和地方政府为代表的信用承接能力, 都在一个较为舒适的位置。

当下, 一方面我们面临金融供给侧结构性改革和攻坚战, 另一方面微观主体受制于高杠杆而导致债务融资中借新还旧的比例居高不下, 这一点与 2016 年截然不同, 可能更相似于 1998-2002 年。

其次, 宏观加杠杆一定要有一个载体, 就如同此前市场所关注的金融周期问题, 金融周期的核心变量是抵押品, 目前和未来相当一段时间内全社会最终抵押品还是地产。在房住不炒和坚持不把房地产作为短期刺激工具的政策要求下, 如何看待按揭利率不降与个人住房贷款同比增速下行这一变化?

最后是金融货币数据的改善是否意味着政策既定诉求的满足? 满足与否有一个阈值, 这个阈值目前而言应该是就业。

所以, 利率拐点可能还需要等到就业恢复到特定水平。参考 2016 年, 31 个大城市城镇调查失业率回到 5% 以下才是正式确认基本面企稳和利率拐点的时候。这方面的论述可以参考我们本周周报。

所以从当前位置考虑, 政策增量宽松的内在诉求依然强烈, 央行不可能为了维护正常的货币操作空间而牺牲整体, 市场虽然难免有波动, 但是不代表利率不能再创新低。

风险提示: 海外疫情发展超预期, 经济增长超预期, 逆周期政策不确定性。



内容目录

1. 如何看待 4 月金融数据?	3
2. 利率周期中的金融货币数据与利率拐点	5
3. 小结	10

图表目录

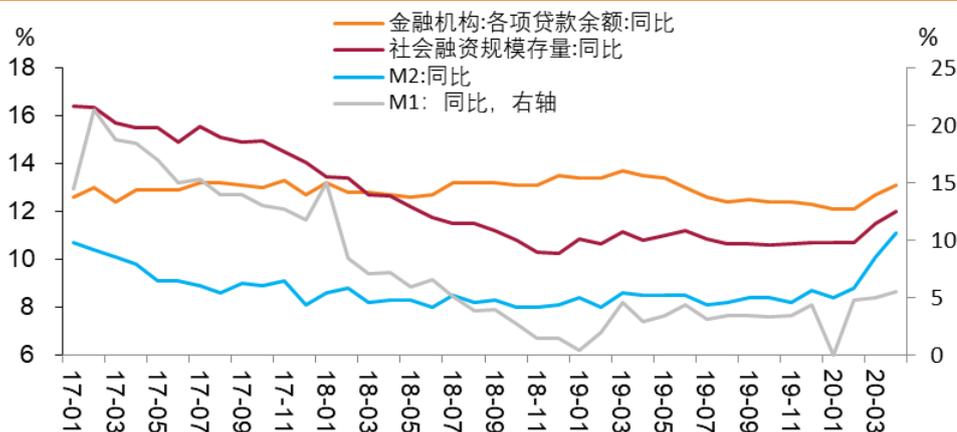
图 1: 2020 年金融数据	3
图 2: 2020 年新增信贷结构: 同比变化	3
图 3: 2020 年企业中长期贷款占比	3
图 4: 金融对实体的支持情况	4
图 5: 企业中长期融资情况	4
图 6: 贷款利率	4
图 7: LPR	4
图 8: 1998-2002 年信贷增速	5
图 9: 1998-2002 年 M1、M2 增速	5
图 10: 1998-2002 年货币政策放松	6
图 11: 1998-2002 年国债收益率表现	6
图 12: 信贷增速 (2008 年前后)	6
图 13: 社融增速 (2008 年前后)	6
图 14: 1998-2002 年 M2 增速	6
图 15: 2008-2009 年新增信贷结构: 同比变化	7
图 16: 2008-2009 年企业中长期贷款占比	7
图 17: 2008 年金融危机时货币政策	7
图 18: 2008-2009 年金融危机时利率走势	7
图 19: 社融增速 (2015 年前后)	8
图 20: 信贷增速 (2015 年前后)	8
图 21: 2015-2016 年 M2 增速	8
图 22: 2015-2016 年新增信贷结构: 同比变化	9
图 23: 2015-2016 年企业中长期贷款占比	9
图 24: 2020 年金融数据	9
图 25: 按揭贷款利率与个人住房贷款同比增速意味着什么?	10
图 26: 失业率	11

事件：5月11日，4月金融数据公布，新增社融30900亿，新增贷款17000亿，M2增速上升至11%，均超市场预期和传统季节性。对此应该如何解读？金融数据改善是否意味着利率拐点的到来？

1. 如何看待4月金融数据？

政策进一步引导下，社融信贷以及M1、M2增速持续改善。

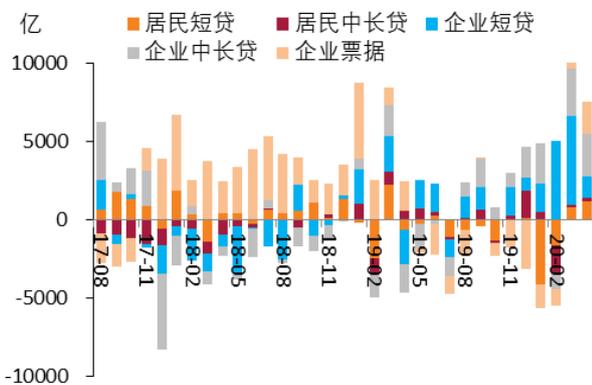
图1：2020年金融数据



资料来源：WIND，天风证券研究所

从贷款结构上看，今年3月企业短贷对整体信贷增长的贡献最大，4月企业中长期贷款和票据的支撑作用有所提升。

图2：2020年新增信贷结构：同比变化



资料来源：WIND，天风证券研究所

图3：2020年企业中长期贷款占比



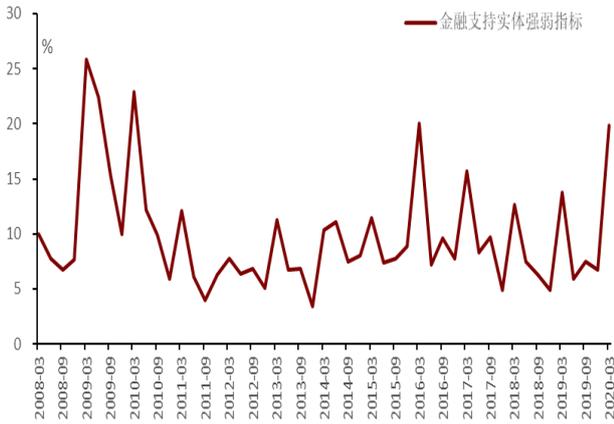
资料来源：WIND，天风证券研究所

值得一提的是，2020年一季度《货币政策执行报告》中提到：“总体上，评价政策效果（货币政策传导效果）关键看能否增加实体经济融资支持总量和降低融资成本。”

目前来看总量上的支持已经非常明显。

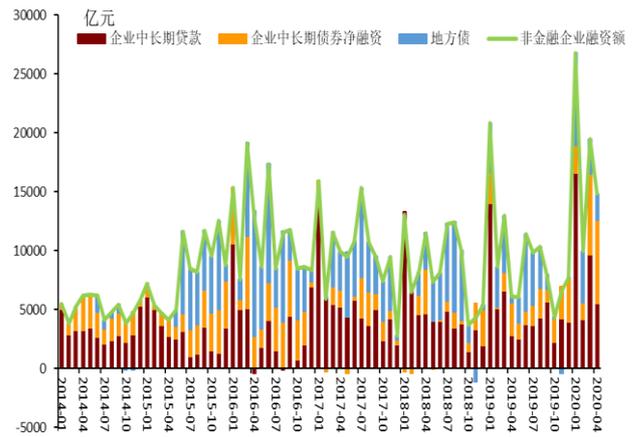
我们此前结合金融货币数据中企业中长期融资项目构建了中长期融资数据，这一指标显示今年以来整体融资确实有显著提升，从相对GDP的情况观察，金融对经济的支持基本可以比肩2008和2016这两次逆周期时期。

图 4：金融对实体的支持情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：企业中长期融资情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

那么融资成本下降的情况如何呢？

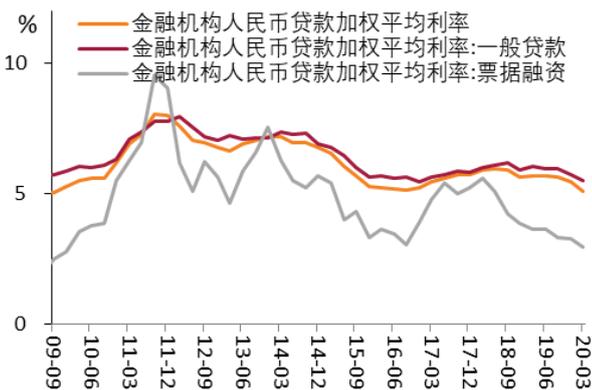
2020年3月一般贷款加权利率为5.48%，今年以来下降了26BP，降幅超过同期LPR的10BP。贷款利率下行更多与疫情防控期间的政策要求有关：央行3000亿元的专项再贷款利率不高于LPR-100BP，并由财政进行50%贴息；央行的5000亿元再贷款再贴现额度也要求中小银行贷款利率不超过LPR+50BP。

考虑疫情影响下中小企业进一步的降成本诉求，我们在此前报告《降成本需要央行做什么？》中明确：2020年整体贷款利率可能需要下调38BP左右，那么未来贷款利率应该仍需要下降至少10BP。

值得注意的是，在1月全面降准、3月普惠金融定向降准以及4月中小银行定向降准之后，LPR加点依旧难以压降，一直维持在90BP，这显示银行在资产收益增长放缓而负债成本（特别是存款成本）居高不下的影响下难以继续压缩LPR加点。

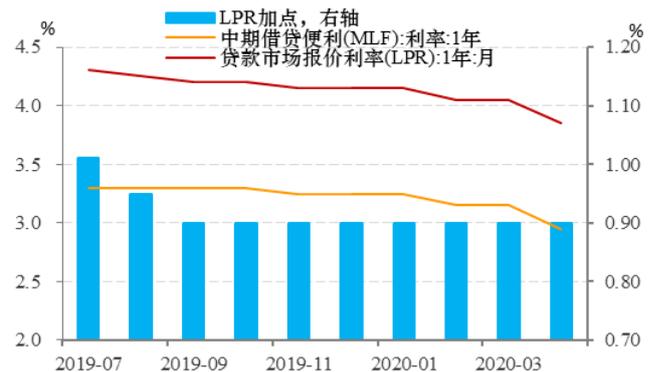
所以从降低融资成本的角度来看，货币政策传导效果同样明显，虽然并不如总量支持。

图 6：贷款利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：LPR



资料来源：Wind，天风证券研究所

因此，如果从央行角度考虑，我们是否就此确认当前货币金融的信用传导比较有效？后续央行可能无所作为？利率拐点越来越明确呢？

我们再度回顾过往几轮利率周期中金融数据变化与利率拐点的关系。

2. 利率周期中的金融货币数据与利率拐点

(1) 1998-2002 年

1998 年 8 月特别国债和长期建设国债等财政刺激政策的出台短期对于支撑基建和经济的作用相对显著，1998 年 11 月前信贷增速有所上行。然而，1998 年 12 月信贷增速再度开始回落，说明此前的刺激政策并未很好地形成信用扩张，宽货币向宽信用的传导依然并不顺畅，真正信贷增速的拐点出现在 2002 年 2 月。

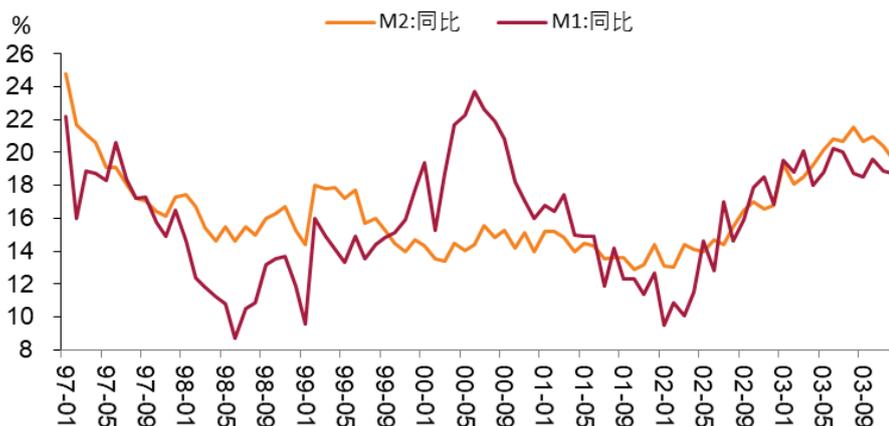
图 8：1998-2002 年信贷增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

类似的是，长期建设国债出台后 M1、M2 增速在 1998 年下半年以及 1999 年初前出现了明显上行，但随着信用有效传导以及经济企稳的证伪，1999 年 3 月之后 M2 增速开始下行，但 M1 增速继续上行至 2000 年然后回落，不过最终两者拐点最终也出现在 2002 年初。

图 9：1998-2002 年 M1、M2 增速

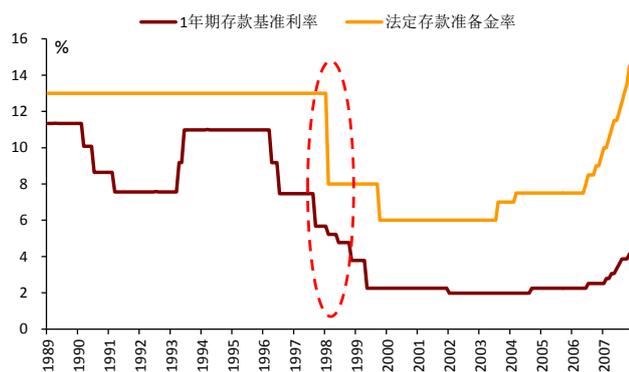


资料来源：Wind，天风证券研究所

另外，在 1998-2002 年间，央行降准降息不断，当时货币政策最后一次宽松操作出现在 2002 年 2 月——基准利率下调。

在全面确认经济企稳后，2002 年 6 月央行开启正回购，央票发行利率逐渐上行，发出精确的回收流动性信号，长端利率拐点确认。而资金利率拐点有所滞后，出现在当年 8 月。

本轮利率周期金融数据拐点领先于政策面和利率拐点约 3-4 个月。

图 10：1998-2002 年货币政策放松


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：1998-2002 年国债收益率表现


资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 2008-2009 年

2008 年 9 月货币政策开始放松，2008 年 11 月政府推出“四万亿计划”，央行降息降准操作到当年 12 月结束。

由于财政货币政策力度较大，并且经济主体加杠杆空间相对充足，2008 年 11 月信贷增速见底反弹，2008 年 12 月社融和信贷增速继续出现大幅上行。

图 12：信贷增速（2008 年前后）

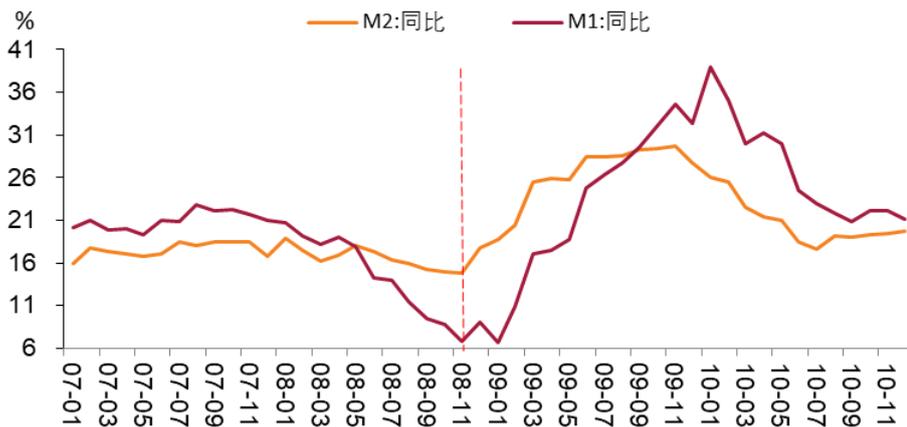

资料来源：WIND，天风证券研究所

图 13：社融增速（2008 年前后）


资料来源：WIND，天风证券研究所

与此同时，2008 年 12 月 M1、M2 增速也触底回升。

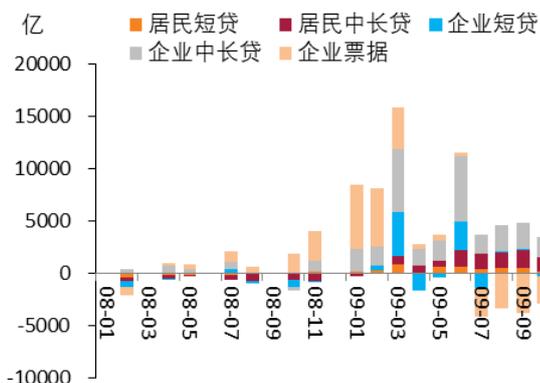
图 14：1998-2002 年 M2 增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从贷款结构上看,2008年11月信贷数据开始改善时最主要的发力点是企业票据,进入2009年之后企业中长期贷款开始发力,其占比也开始触底回升。

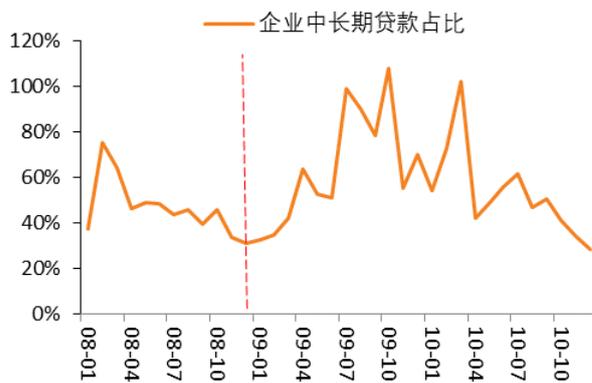
图 15: 2008-2009 年新增信贷结构: 同比变化



资料来源: WIND, 天风证券研究所

注: 2008 年部分月份分项数据有所缺失

图 16: 2008-2009 年企业中长期贷款占比



资料来源: WIND, 天风证券研究所

随后,基本面、政策面和资金面进一步验证利率拐点:

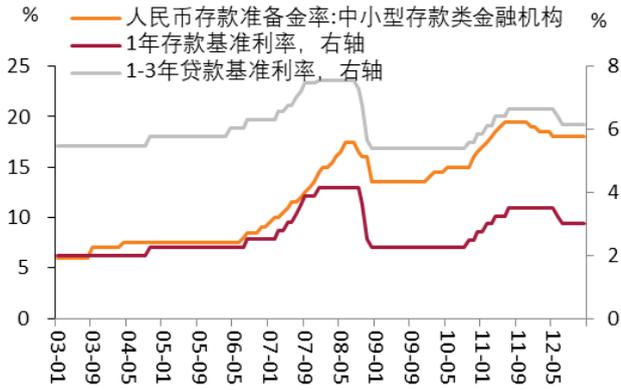
2009年2-4月,投资和工业增加值数据确认改善。

2009年7月的政治局会议提到“保增长、调结构、促改革、惠民生取得明显成效”,正式确认了经济企稳,同时央行开始进行货币回笼并上调央票发行利率,短端利率也开始回升。

在本轮利率拐点的确认中,货币信贷数据不仅拐点清晰明确,而且起到了至关重要的作用。

图 17: 2008 年金融危机时货币政策

图 18: 2008-2009 年金融危机时利率走势



资料来源: WIND, 天风证券研究所

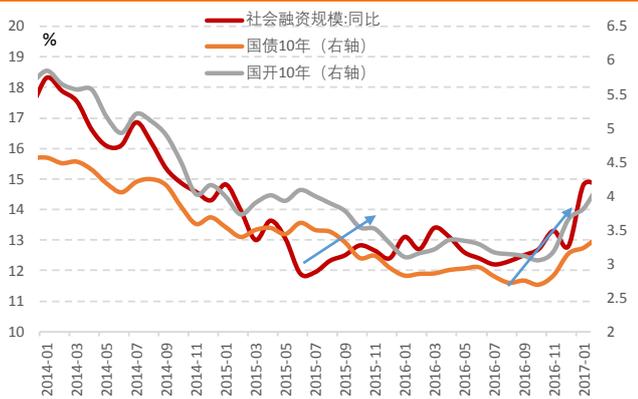


资料来源: WIND, 天风证券研究所

(3) 2015-2016年

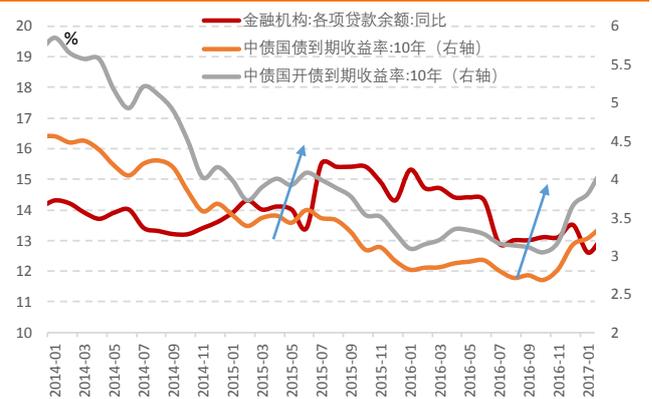
本轮周期社融和信贷增速均在2015年6月首次触底, 随后逐步改善, 到2016年7月再次触底。

图 19: 社融增速 (2015年前后)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 20: 信贷增速 (2015年前后)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

M1、M2 增速拐点首次出现时间略早于社融信贷数据, 分别在 2015 年 3、4 月。

M2 增速第二次拐点则出现在 2016 年 7 月, 与社融信贷数据相同。

图 21: 2015-2016 年 M2 增速

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_5285



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>