

【华西固收研究】社融放量背后，需求回暖力度仍需持续观察

——4月金融数据点评 20200511

一、事件概述

2020年5月11日央行发布2020年4月金融数据。4月份，M2同比增长11.1%，增速较上月回升1.0pct，较去年同期高2.6pct；社会融资规模增量3.09万亿元，存量265.22万亿元，同比增长12.0%，增速较上月提升0.5pct。

二、分析与判断：

► 信贷、债券、财政发力下社融超预期，但需求端回暖力度仍需观察

4月份社融增速较上月再度大幅增长0.5pct，创2018年5月以来增速新高。分拆来看：

1) 信贷规模持续高增，但4月份PMI数据显示需求端依然偏弱。4月份社融口径新增人民币贷款1.62万亿元，增量同比增长86%。然而4月份PMI新订单指数为50.2%，较3月份下降1.8pct，反映出需求端恢复依旧相对较弱，供给需求仍存在“剪刀差”，从信贷投放传导至需求复苏仍需时间换空间。

2) 企业债券融资连续两月破9000亿元，但依旧呈现资金向头部企业集中的特点，资金存在“脱实向虚”迹象。四月份企业债券融资新增9015亿元，同比多增5066亿元。然而债券融资整体放量的同时，结构表现值得关注。分评级来看，申万行业剔除银行、非银金融4月份净融资为8330亿元，其中非AAA占比仅39.3%，非国企仅占4.8%。尽管债券融资整体放量，但融资能力较弱的非AAA主体及民企主体依然面临较为严峻的融资环境，资金向头部企业集中。此外，根据上市公司一季报，多数行业2020Q1金融资产较2019年有明显上行，资金或存在“脱实向虚”迹象，此外企业存款也有所增加。

3) 政府债券4月份暂时性回落，5月份即将迎来供给高峰。4月份政府债券新增3357亿元，同比少增1076亿元。4月份地方政府债进入短暂的发行真空期，但第三批1万亿新增专项债额度即将于5月份发行完毕，预计五月份社融政府债券分项将会迎来大幅放量。

4) 表外三项基本0增长，非标转标大趋势难改。4月表外三项（委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票）增量为3亿元，近乎零增长。近期下发的资金信托新规基本符合资管新规整体精神，将进一步加速非标转标进程，未来部分非标资金缺口或逐步由企业债券融资及银行信贷来弥补，而非标持续压降趋势难以改变。

4月份M0存量8.15万亿元，同比上升10.2%，增速较上月回落0.6pct；M1存量57.02万亿元，同比增长5.5%，增速较上月回升0.5pct；M2存量209.35万亿元，同比增长11.1%，增速较上月回升1.0pct。

从各机构人民币存款来看，居民存款、企业存款、非银存款分别变动-7996/+11700/+8571亿元。居民存款向企业存款转移，或与疫情逐步控制后购房需求回暖有关，而非银存款走高一方面与季初非银机构流动性相对充裕有关，另一方面或与上文提到的资金“脱实向虚”有关。此外，4月份财政存款仅新增529亿元，同比少增4818亿元，结合企业存款高增，财政逐步发力或促使财政存款向企业存款转移。

► 居民部门信贷同比放量，实体经济票据融资大增

1) 4月份受疫情持续得以控制影响，居民信贷表现依然较好。4月份居民部门新增信贷6669亿元，同比多增1411亿元。其中新增短期信贷2280亿元，新增长期信贷4389亿元，居民长期信贷持续放量则对应疫情逐步控制后楼市需求逐步释放。

2) 实体企业信贷总量放量，期限结构有所改善。4月份非金融性公司新增信贷9563亿元，同比多增6092亿元，其中短期贷款、票据融资、长期贷款分别新增-62亿元/+3910亿元/+5547亿元。相较3月份，4月份实体企业信贷期限结构有所改善，长贷占比明显提升。

三、投资策略：关注短期债市扰动带来的配置机会，长期基本面仍支持债牛

短期来看财政政策逐步发力、两会政策“超预期”因素或对债市造成扰动，中期来看基本面修复仍需时间，长期来看疫情对全球基本面持续冲击下，债牛格局难改。短期来看，第三批新增1万亿元专项债即将于5月份发行完毕，从债市供给及财政发力两个维度均会对债市造成一定程度冲击，同时两会政策若出现超预期因素，或将导致债市情绪有所扰动；但从基本面实际修复情况来看，3月份PPI及4月份PMI数据均显示目前需求端仍有较大回暖空间，“供给需求剪刀差”仍有待改善；长期来看疫情对于全球经济的冲击将逐步显现，目前谈全球疫情得以控制为时尚早，外需冲击对于经济基本面的影响不容忽视。货币政策未转向前债牛逻辑依然站得住脚，建议关注

短期债市扰动带来的配置机会。

风险提示

流动性收紧。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

研究助理：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl1@hx168.com.cn

研究助理：张伟

邮箱：
zhangwei1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

联系电话：021-20227900

联系电话：010-59775371

联系电话：010-68566656

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士。1年券商研究所工作经验，2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟，对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzc/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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_5293

