

这是一份总量和结构都无可指摘的数据

——4月金融数据点评

宏观事件点评

2020年5月12日

报告摘要:

● 信贷社融数据均超预期

4月新增人民币贷款1.7万亿元，创历年同期最高，同比多增6818亿元，远超季节性表现。除房贷外，企业和居民部门贷款全线高增，企业中长期贷款、短期贷款、票据融资分别同比多增（少减）2724亿元、1355亿元、2036亿元，企业中长期贷款继续放量或指向基建发力。4月社融增量为3.09万亿元，也创历年同期最高，同比多1.42万亿元，远超季节性表现。企业债继续放量，主要原因有两个，一个是无风险利率下行叠加信用利差收缩背景下企业有债务置换动力，另一个原因则是基建发力背景下城投债发行势头较好。

● 货币政策传导效率明显提升，有助于推动“宽信用”政策

3月，贷款加权平均利率为5.08%，比上年12月下降0.36个百分点，同比下降0.61个百分点。降幅明显大于同期LPR降幅，反映LPR改革增强金融机构自主定价能力、提高贷款市场竞争性、疏通市场利率传导机制的作用正在发挥。随着未来存量贷款将继续转换为LPR定价，预计贷款加权平均利率仍有下降空间，有利于宽信用政策的实施。

● 存款端也出现明显的结构分化，宽信用取得成就

存款端方面，非金融企业存款相比往年大幅增长，由于疫情背景下企业盈利受到冲击，多出来的存款更多是宽信用的结果。另一方面，非银金融机构存款也明显增加，非银金融行业流动性极为宽松，不仅价格在下降（DR007中枢值走低），数量也在上升。但财政存款有所下降，这可能跟疫情导致缴税延缓有关。总体来看，4月新增存款超预期，金融脱媒风险有所下降。

● 4月金融数据无可指摘

总体来看，4月的金融数据是一份总量和结构都无可指摘的数据，体现了当前货币政策传导效果较好，也构成了央行保持定力沉着应对的底气。全球疫情蔓延下，海外主要央行货币放水，资产负债表大幅扩张，但中国央行重申维护正常货币政策地位，彰显了我国货币政策的定力。其底气，正是来自于货币政策传导效果的增强，近两月的信贷社融数据，可以作为政策效果的最好注脚。信贷发力先行，国内经济逐步复苏可期，不确定性仍在于海外疫情进展。

● 权益类资产的表现值得期待

在2月-4月期间，由于疫情导致复工率低于往年同期水平，经济政策是以货币政策为主、财政政策为辅，因为货币政策传导更快，而财政政策受制于复工率处于低位和疫情管制等原因无法发挥正常时期水平。但5月以来，随着复工恢复正常，国内疫情也得到基本控制，财政政策有发力的必要和空间，在此背景下，无论是传统基建还是新基建都有很大想象空间，权益或迎来较好机会，特别是科技板块和周期板块均有望享受到基建发力带来的好处。

● 风险提示：企业通过票据融资购买结构化存款以监管套利、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件:

5月11日, 央行公布4月金融数据:

4月新增人民币贷款17000亿元, 市场预期13033亿元, 前值28500亿元。

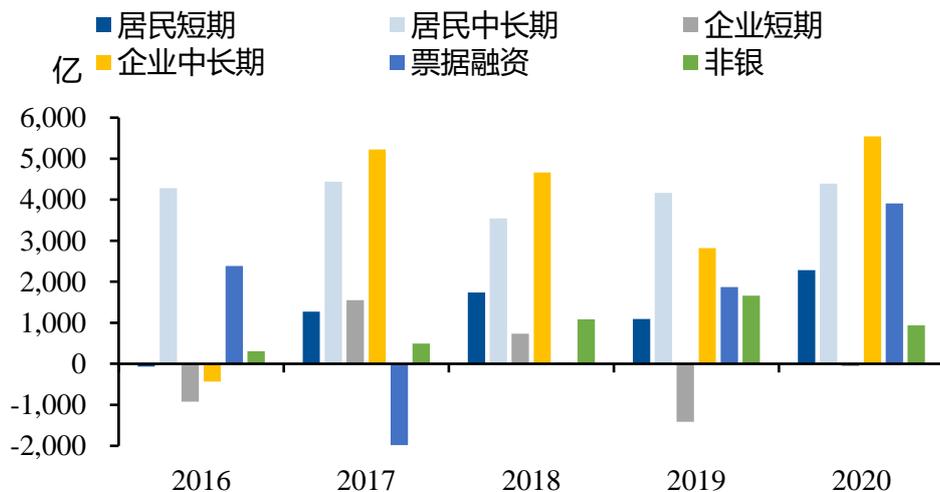
4月社会融资规模30900亿元, 市场预期21618亿元, 前值51492亿元。

4月M2同比11.1%, 市场预期10.1%, 前值10.1%; M1同比5.5%, 前值5.0%。

一、数据表现: 信贷和社融规模均超预期

特征一, 信贷发力和“房住不炒”兼顾。4月新增人民币贷款1.7万亿元, 创历年同期最高, 同比多增6818亿元, 远超季节性表现。除房贷外, 企业和居民部门贷款全线高增, 企业中长期贷款、短期贷款、票据融资分别同比多增(少减)2724亿元、1355亿元、2036亿元, 企业中长期贷款继续放量或指向基建发力。居民短期贷款同比多增1187亿元, 体现信贷发力; 居民中长期贷款(主要是房贷)基本稳定, 同比仅小幅多增224亿元, 体现“房住不炒”。

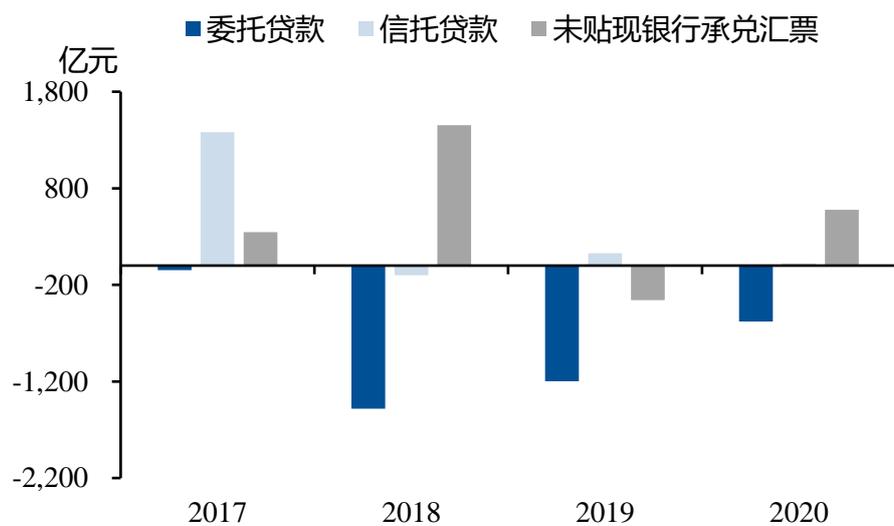
图1: 4月份企业中长期信贷放量明显



资料来源: Wind, 民生证券研究院

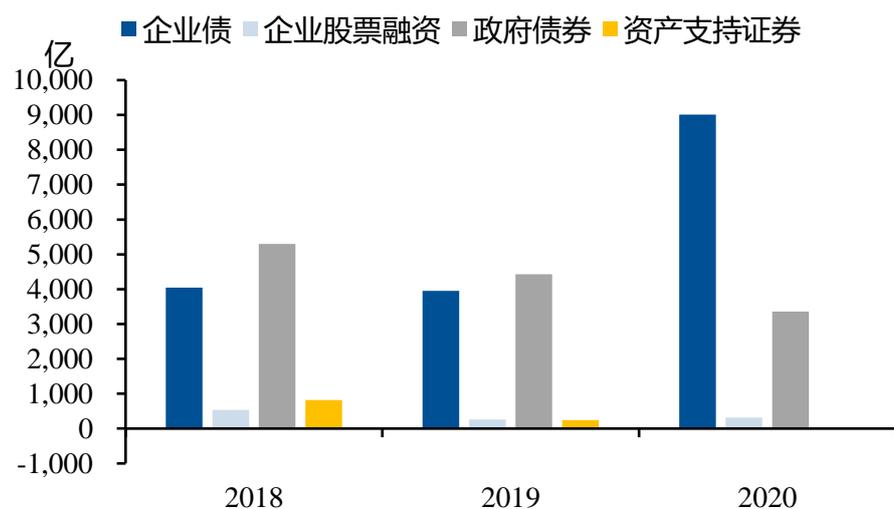
特征二, 除政府债券情况特殊之外, 社融总量和结构全面开花。4月社融增量为3.09万亿元, 也创历年同期最高, 同比多1.42万亿元, 远超季节性表现。其中, 表内贷款、表外融资、企业债券融资分别同比多增8708亿元、1446亿元、5066亿元; 政府债券融资同比少增1076亿元, 源于首批提前下发额度有限, 考虑到国务院再次提前下发1万亿额度并要求5月底前发放完毕, 预计5月政府债券融资将同比大幅多增。企业债继续放量, 主要原因有两个, 一个是无风险利率下行叠加信用利差收缩背景下企业有债务置换动力, 另一个原因则是基建发力背景下城投债发行势头较好。

图 2：4 月份非标融资正增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

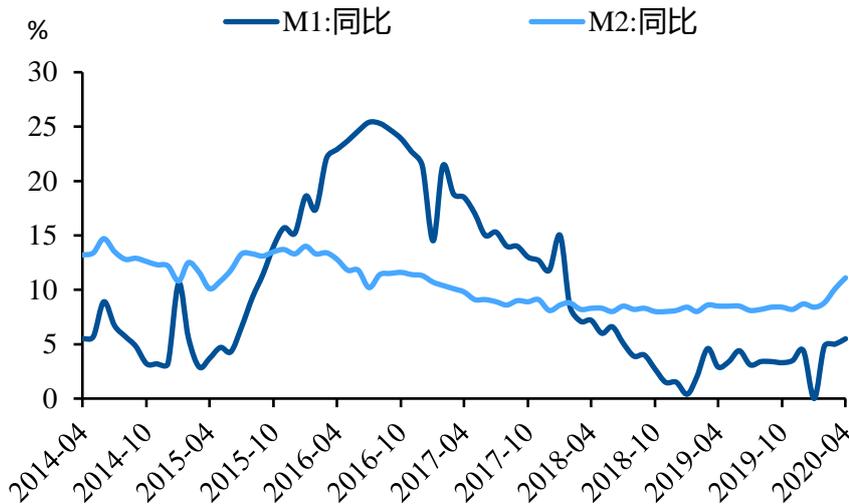
图 3：4 月份企业债券发行继续暴增



资料来源：Wind，民生证券研究院

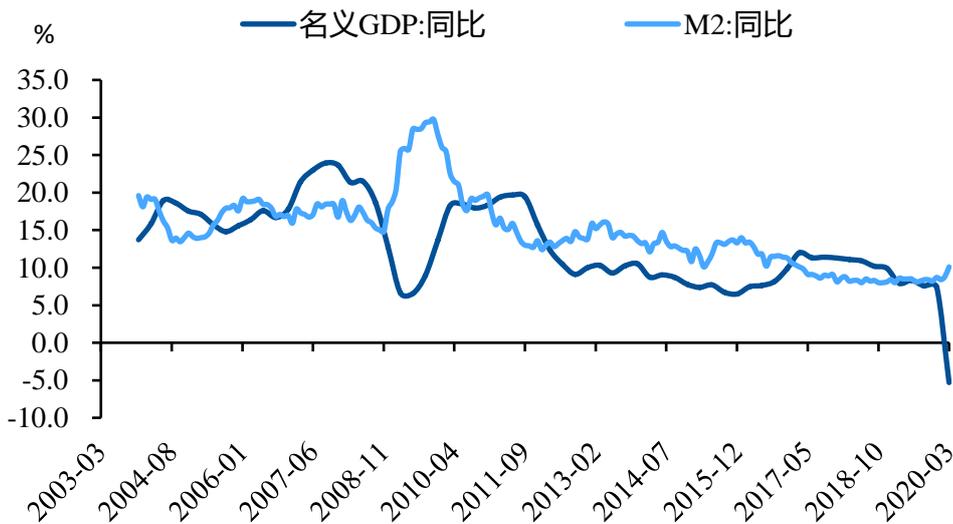
特征三，3 月 M2 增速重返两位数以上。M2 增速高于名义 GDP，化解实体经济现金流问题，央行在货政报告中也提出要保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高。4 月 M2 同比增速 11.1%，较前值提高 1 个百分点；M1 同比增速 5.5%，较前值提高 0.5 个百分点。正如 2020Q1 货政报告所说，存款货币是由贷款扩张创造的，贷款多增同时表现为企业和居民存款多增，从而有效缓解了企业和居民的现金流压力，有助于缓解企业复工复产面临的债务偿还、资金周转和扩大融资等迫切问题。另一方面，M2 增速上升的直接原因是货币乘数在上升，结合新增存款特别是企业新增存款超预期来看，宽信用政策取得一定成就。

图 4: M1 和 M2 剪刀差继续走阔



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5: 长期以来 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高

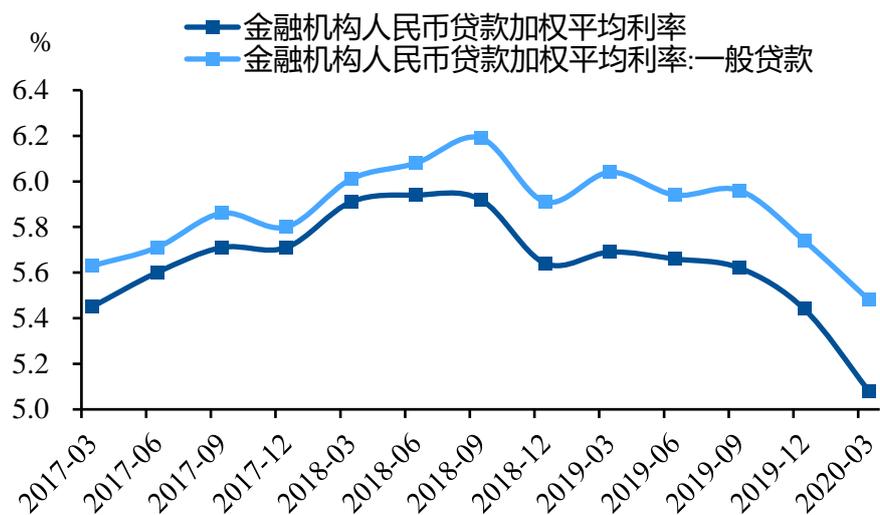


资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、数据背后: 货币政策传导效率明显提升

货币政策传导效率明显提升。3月, 贷款加权平均利率为 5.08%, 比上年 12 月下降 0.36 个百分点, 同比下降 0.61 个百分点。降幅明显大于同期 LPR 降幅, 反映 LPR 改革增强金融机构自主定价能力、提高贷款市场竞争性、疏通市场利率传导机制的作用正在发挥。最值得称道的是, 贷款利率的隐性下限已完全被打破, 实际贷款利率降幅明显超过同期政策利率降幅和 LPR 降幅, 每 1 元流动性投放可支持 3.5 元的贷款增长 (美国为 0.3, 欧元区为 0.4) 等。实际上, 这正是央行保持较强定力的底气。随着未来存量贷款将继续转换为 LPR 定价, 预计贷款加权平均利率仍有下降空间。

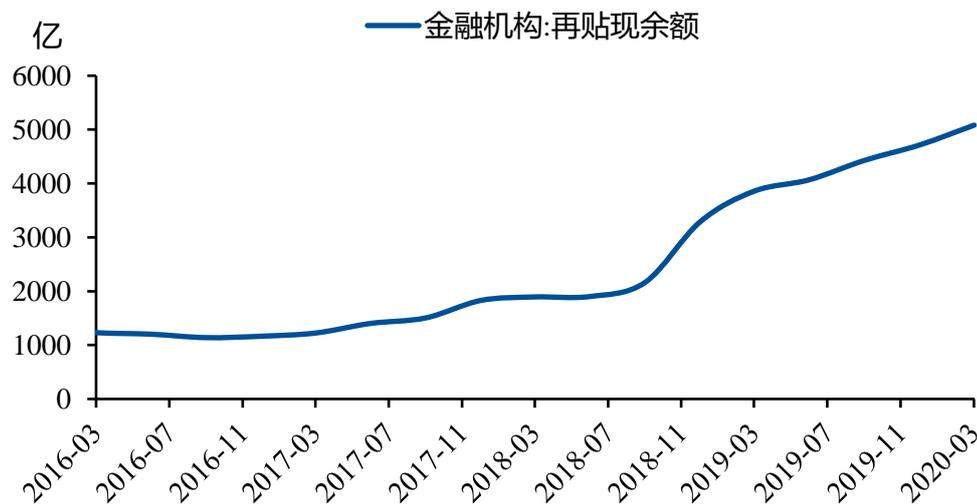
图 6：一季度贷款加权利率大幅下行，LPR 改革效果明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

结构性货币政策工具发挥作用。 Q1 报告中，央行多次强调积极发挥结构性货币政策工具作用，还在专栏 2 中对当前的再贷款再贴现政策进行了重点阐述。截至 5 月 5 日，第一批 3000 亿专项再贷款剩余额度 307 亿元，第二批 5000 亿再贷款再贴现剩余额度 1004 亿元，第三批 1 万亿再贷款再贴现已经落地。充分发挥结构性工具的精准滴灌作用，已成为本次货币政策发力的重要特征。

图 7：再贷款余额持续增长，结构性货币政策工具不断发力

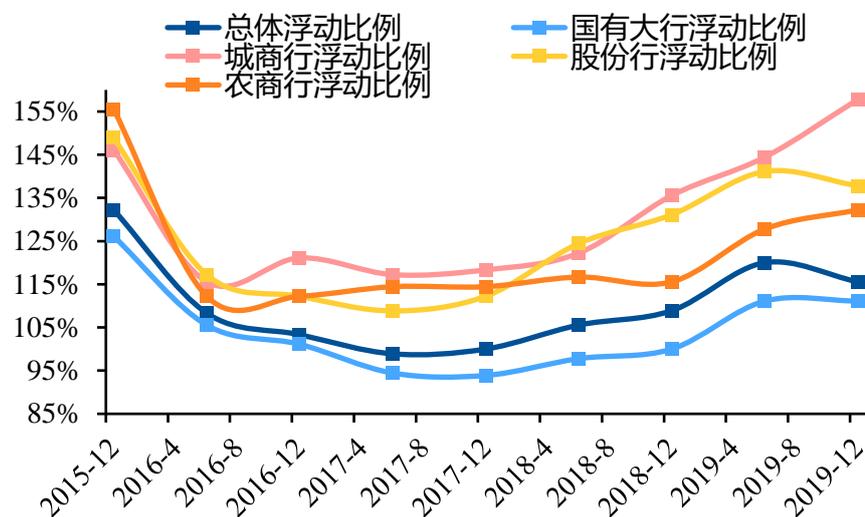


资料来源：Wind，民生证券研究院

贷款利率下降倒逼存款利率，减轻银行负债端压力。 随着 LPR 改革深入推进，贷款利率实现和市场利率并轨，市场化水平明显提高。随着贷款市场利率整体下行，银行发放贷款收益降低，为了保持和资产收益相匹配，银行会适当降低其负债端成本，高息揽储的动力也会随之下降，从而引导存款利率下行。从实际情况看，银行存款利率已出现一定变化，部分银行主动

下调了存款利率，市场化定价的货币市场基金等类存款产品利率也下行。LPR 改革对存款利率市场化改革起到重要推动作用，“贷款市场利率下降-银行放贷收益降低-银行主动降低负债成本-存款执行利率下降”的传导链条已经形成，存款利率与市场利率正在实现“两轨合一轨”。

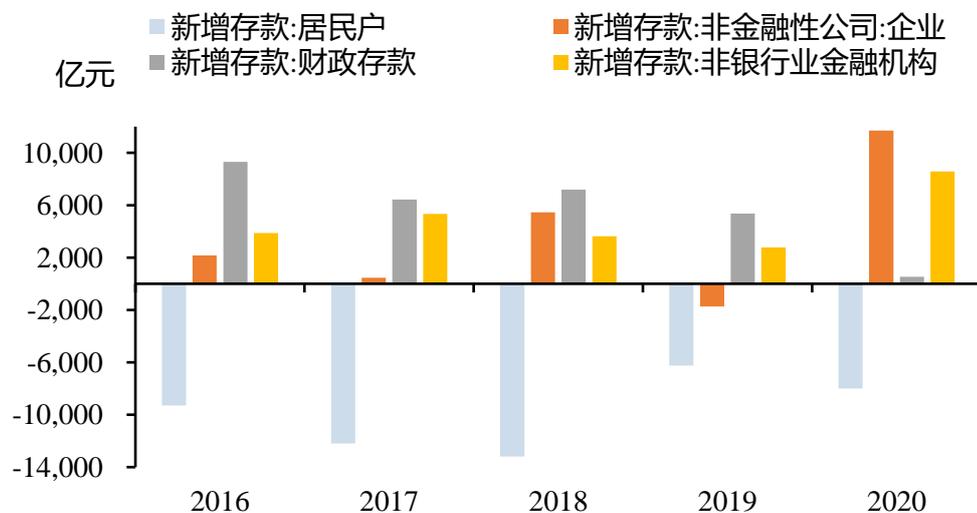
图 8：银行存款利率上浮比例有下压空间



资料来源：Wind，民生证券研究院

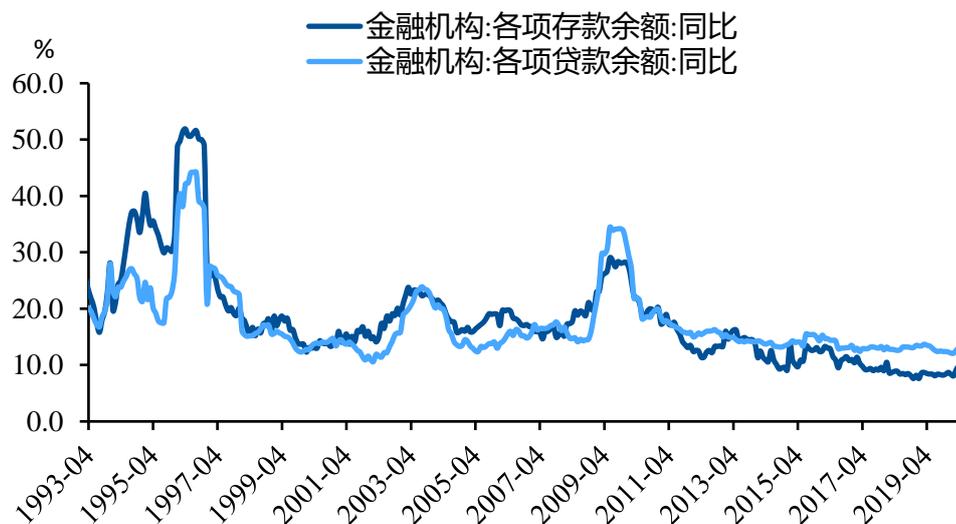
存款端也出现明显的结构分化，宽信用取得成就。存款端方面，非金融企业存款相比往年大幅增长，由于疫情背景下企业盈利受到冲击，多出来的存款更多是宽信用的结果。另一方面，非银金融机构存款也明显增加，非银金融行业流动性极为宽松，不仅价格在下降（DR007 中枢走低），数量也在上升。但财政存款有所下降，这可能跟疫情导致缴税延缓有关。总体来看，4 月新增存款超预期，金融脱媒风险有所下降。

图 9：4 月企业存款和非银金融机构存款大幅增加，财政存款减少



资料来源：Wind，民生证券研究院

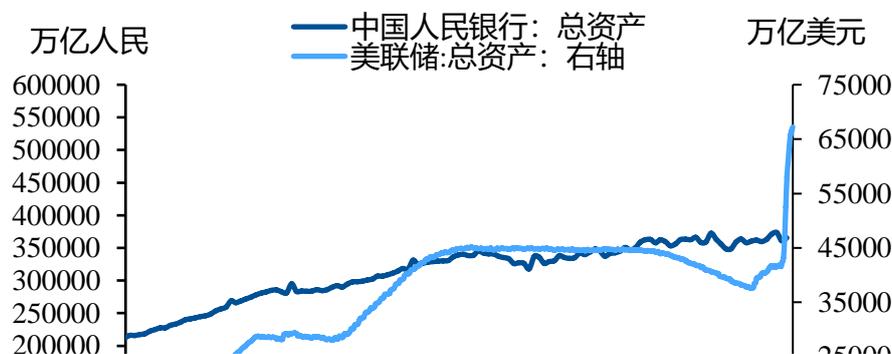
图 10: 4 月存款和贷款同比增速均回升, 但存款增速回升更多



资料来源: Wind, 民生证券研究院

货币政策保持定力。全球疫情蔓延下, 主要国家货币政策集体步入零利率区间、央行资产负债表急剧扩大, 央行在货币政策执行报告中强调, 维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位。这一提法在 2019Q4 报告已经提出, 这次是第二次重申, 彰显了我国货币政策的定力。

图 11: 疫情以来美联储急速扩表, 相比之下我国货币政策保持定力



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_5297

