

信用收缩不可轻视，融资成本需要继续下降

——4月金融数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

疫情冲击下信用收缩严重。4月社融增量为9102亿元，大幅低于市场预期。疫情对实体经济的信用扩张产生了很大负面影响。从结构上看，4月社融同比下降主要因为表内融资的下降，社融口径新增人民币贷款同比少增9224亿元。表外融资方面，新增信托贷款同比多增713亿元，可能是基建投资需求带动下政信类信托融资规模扩大的贡献。直接融资规模同比变化不大，企业债券融资和股票融资未对整体社融产生明显拖累。债券融资和股票融资的主体通常是大型企业，而小微企业和个人主要以银行贷款融资为主。这一结果反映出疫情对小微企业和居民资产负债表的冲击相对更大。4月政府债券发行量较前几个月增幅有明显减少。不过目前政府专项债未发行的额度还有2万亿以上，财政部要求6月底前基本发完，这意味着5月和6月政府债券发行量将有明显提升。

流动性脱实向虚。4月新增信贷6454亿元，大幅低于预期。而且这其中主要是票据冲量，新增票据融资5148亿元。4月份票据转贴现利率一路下行，反映出实体融资需求疲软，银行“以票充贷”。居民按揭贷款出现了历史上除今年2月份之外的第二次“净偿还”，这背后是商品房销售市场的萧条。不过我们认为与2月份不同的是，4月商品房成交量的下降主要还是疫情的冲击，疫情之后商品房销售有望触底回升。居民不含房贷的消费贷款也出现了“净偿还”，因为疫情导致消费场景缺失，居民消费出现被动的下降。企业短期贷款减少1948亿元，同比少减了199亿元。这一方面是一季度末银行用短期贷款冲量，对4月形成透支。另一方面，4月短贷减少量低于往年同期水平，反映出今年4月用短期贷款冲量的情况仍然存在。企业中长期贷款增加2652亿元，同比少增3953亿元，降幅很大，反映出疫情影响下企业长期投资意愿低迷。非银贷款新增1379亿元，这反映出当前整体流动性水平其实非常充裕，但是脱实向虚，无法流入实体经济之内。

货币供给充足，存款水平上升。4月M2同比增长10.5%，较3月提升0.8个百分点，显著高于市场预期。这反映出当前全社会的货币供应其实是比较充足的，货币宽松的效果比较明显。金融机构各项存款余额同比增长10.4%，这是近年来较高水平。居民和企业存款变动均高于以往季节性变化，这是疫情阻碍经济活动的直接结果，同时也意味着社

会解封后经济有反弹的动力。央行上缴利润已有 8000 亿元，而 4 月财政存款增量只有 410 亿元，同比少增 5367 亿元，反映出财政支出正在发力。

信用收缩不可轻视，融资成本需要继续下降。4 月份金融数据反映出全社会信用收缩非常明显。这固然是疫情冲击导致的阶段性影响，未来随着疫情缓解，信用有望重新扩张。不过需要重视的是本轮疫情和 2020 年 2 月有所不同。2020 年 2 月疫情最严重的时期，虽然也出现了信用收缩，但是居民和企业的中长期贷款并未出现如此大幅度的下降。当时企业和居民仍然预期疫情对经济的冲击是短期的，但是现在疫情已经具有长期性，未来也具有较大的不确定性。在这种情况下企业很难设定长期的预期和规划，这对于企业的长期投资非常不利。我们认为这也是企业中长期贷款出现如此大幅度下滑的原因。如果不能有效改善企业预期，那么未来信用虽会反弹扩张也将会力度有限。遏制信用收缩是当前政策应关注的方向。首先，企业融资成本需要继续下降，LPR 加点可能下调。随着上海等地新增病例逐步减少，经济重启在即。未来融资成本的降低将有助于企业经营活动的恢复速度。目前央行政策上有通胀和美联储加息的双重顾虑，政策利率不易下调，但是 LPR 加点还有下调空间。4 月份，央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，这将推动存款利率下降。近期多家银行各期限定期存款及大额存单利率均已下调 10bp，降低了银行负债端成本。加之此前央行降准释放了一定的流动性，目前商业银行对 LPR 加点报价的下调条件已经成熟。央行在近期也强调，要发挥贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业综合融资成本，这也指向 LPR 有下调的可能。其次，政府信用扩张力度要保证，以免出现全社会信用坍塌。今年又是比较明显的“政府加杠杆”的年份，居民和企业资产负债表的收缩需要政府信用扩张来托底。财政部要求地方政府专项债在 6 月底前发放完毕，这为未来新的财政计划留出了空间。我们认为今年有发行特别国债的必要性，用于增加对居民和企业的纾困措施，也可以补充政府财政收入的减少，保证政府投资力度。

风险提示：疫情冲击企业信心；政策不及预期。

目录

1. 数据	5
2. 疫情冲击下信用收缩严重	5
3. 货币供给充足，存款水平上升	7
4. 信用收缩不可轻视，融资成本需要继续下降	8

图表目录

图表 1：新增社融规模大幅下降	5
图表 2：社融存量同比下降	5
图表 3：企业直接融资变化不大	6
图表 4：政府债融资阶段性下降	6
图表 5：票据冲量，实体融资下降	6
图表 6：非银贷款增加，货币脱实向虚	6
图表 7：货币供给充足	7
图表 8：存款水平上升	7
图表 9：今年是政府加杠杆的年份	8

1. 数据

4 月社会融资规模增加 9102 亿元，预期（Wind，下同）2.03 万亿元，前值 46500 亿元。

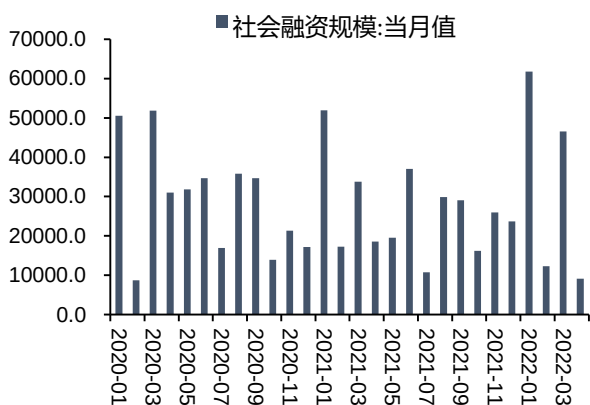
4 月新增人民币贷款 6454 亿元，预期 1.46 万亿元，前值 3.13 万亿元。

4 月 M2 同比增长 10.5%，预期 9.9%，前值 9.7%。

2. 疫情冲击下信用收缩严重

4 月社融增量为 9102 亿元，大幅低于市场预期。新增社融同比少增 9468 亿元，存量社融同比下降 0.4 个百分点至 10.2%。疫情对实体经济的信用扩张产生了很大负面影响。

图表 1：新增社融规模大幅下降



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

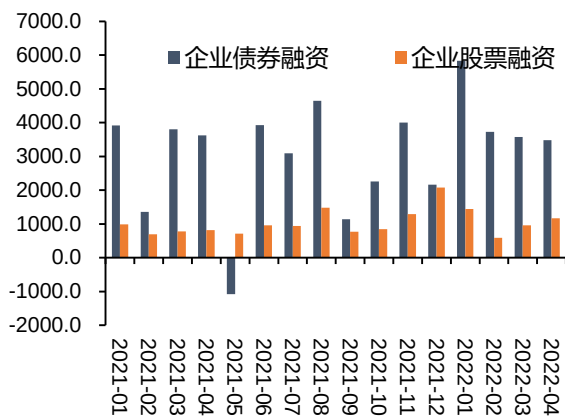
图表 2：社融存量同比下降



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

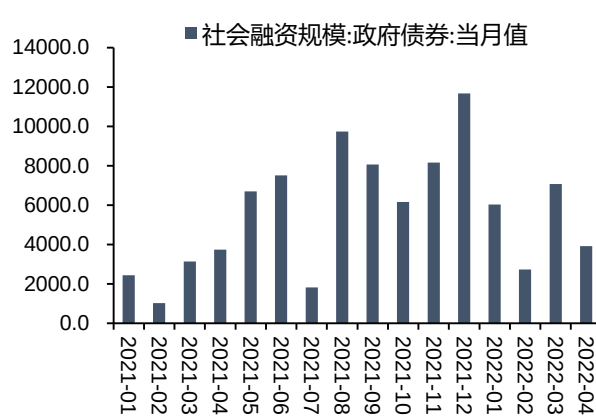
从结构上看，4 月社融同比下降主要因为表内融资的下降，社融口径新增人民币贷款同比少增 9224 亿元。表外融资方面，新增信托贷款同比多增 713 亿元，可能是基建投资需求带动下政信类信托融资规模扩大的贡献。直接融资规模同比变化不大，企业债券融资和股票融资规模分别为 3479 亿元和 1166 亿元，分别同比少增 145 亿元和多增 352 亿元，表现相对稳定，未对整体社融产生明显拖累。债券融资和股票融资的主体通常是大型企业，而小微企业和个人主要以银行贷款融资为主。这一结果反映出疫情对小微企业和居民资产负债表的冲击相对更大。4 月政府债券发行 3912 亿元，同比增加 173 亿元，较前几个月增幅有明显减少。不过目前政府专项债未发行的额度还有 2 万亿以上，财政部要求 6 月底前基本发完，这意味着 5 月和 6 月政府债券发行量将有明显提升。

图表 3：企业直接融资变化不大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

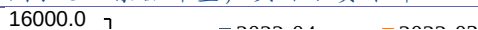
图表 4：政府债融资阶段性下降



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4 月新增信贷 6454 亿元，同比少增 8246 亿元。这其中主要是票据冲量，新增票据融资 5148 亿元。4 月份票据转贴现利率一路下行，反映出实体融资需求疲软，银行“以票充贷”。住户贷款减少 2170 亿元，同比少增 7453 亿元。其中，住房贷款减少 605 亿元，同比少增 4022 亿元。本月开始居民贷款统计口径发生变化，分为住房贷款、消费贷款和经营贷款三部分。此前我们通常用居民中长期贷款来反映居民购房贷款需求。从这个类比来看，居民按揭贷款出现了历史上除今年 2 月份之外的第二次“净偿还”，这背后是商品房销售市场的萧条。不过我们认为与 2 月份不同的是，4 月商品房成交量的下降主要还是疫情的冲击，疫情之后商品房销售有望触底回升。居民不含房贷的消费贷款减少 1044 亿元，同比少增 1861 亿元。历史经验来看居民消费贷款除了 1-2 月春节期间影响以外，也很少出现“净偿还”的状况，这与 2020 年 2 月消费贷款大幅下降的情况相似，都是因为疫情导致消费场景缺失，居民消费出现被动的下降。新增企业贷款为 5784 亿元，同比少增 1768 亿元。其中，短期贷款减少 1948 亿元，同比少减了 199 亿元。这一方面是一季度末银行用短期贷款冲量，对 4 月形成透支。另一方面，4 月短贷减少量低于往年同期水平，反映出今年 4 月用短期贷款冲量的情况仍然存在，这源于长期贷款需求的疲软。企业中长期贷款增加 2652 亿元，同比少增 3953 亿元，降幅很大，反映出疫情影响下企业长期投资意愿低迷。非银贷款新增 1379 亿元，这反映出当前整体流动性水平其实非常充裕，但是脱实向虚，无法流入实体经济之内。

图表 5：票据冲量，实体融资下降



图表 6：非银贷款增加，货币脱实向虚



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_41799

