

宏观点评

1-4月新增社融近10万亿，钱都去哪了？——兼评4月金融数据

事件：4月新增信贷1.02万亿元，预期1.20万亿，前值1.69万亿元；4月新增社融1.36万亿，预期1.65万亿，前值2.86万亿元；4月M2同比8.5%，预期8.5%，前值8.6%；M1同比2.9%，预期4.3%，前值4.6%。

核心结论：

1、4月信贷和社融均不及预期，但1-4月累计社融增量仍超季节性，指向“信用底”确实已现，社融企稳趋势未变。不过，当前货币传导机制尚不畅通，可继续跟踪信贷“票据高增-短贷企稳-中长贷企稳”的传导效果。

- 4月信贷全面回落，一季度信贷放量后的正常回落也是要因，但企业贷款需求仍弱。分结构看，居民中长贷大增应与一二线房地产升温有关；企业贷款较弱反映实体有效需求仍不足；表内和表外票据一增一减，反映银行消化部分存量未贴现票据。
- 4月社融总量环比腰斩，结构上存两点隐忧：一是新增贷款对实体经济支持显著下降，表内贷款成为社融主拖累。二是新增表外融资大幅减少，表外企稳仍需等待。1-4月累计社融仍超季节性，社融企稳总趋势不变，二季度货币政策调整大概率轻总量重结构。
- M1、M2同比双双回落，M1-M2剪刀差连续15个月为负且缺口再度走阔。春节扰动消退之后，M1再回落反映了宽货币向宽信用传导仍然受阻，企业现金流仍待改善。M2增速与经济、通胀增速相匹配，符合市场预期，财政存款季节性少增反映了今年财政支出力度加大。

2、年初以来，社融都去哪了？1-4月新增社融9.56万亿元，较去年同期多增1.93万亿元。结构上看，受益于信贷年初放量的季节性特征和地方债提前发行的部署，社融中表内贷款和地方债担当主力。

- 年初至今贷款大概率主要流向轻工业、基建和小微企业。往后看，鉴于4.19政治局会议重提“房住不炒”，预计后续流向房地产领域的贷款仍然有限。同时，随着两会以来国有大行增加小微企业贷款政策的逐步落实，以及5月15日央行对中小银行定向降准政策的正式实施，小微企业贷款规模有望进一步提高。
- 专项债发行扩容，资金用途以棚改、土储和基建为主，东部地区发行规模显著高于西部。从对地方债用途的分解来看，1-4月发行的新增专项债中，棚改、土地储备和基建的合计占比约94%；专项债中，东部地区发行规模占比超50%，东北三省仅为5.3%。往后看，财政部要求“2019年6月底前完成提前下达新增债券额度的发行，9月底前完成全年新增债券发行”，预计5-9月新增专项债月均发行规模近2800亿元。

3、维持此前判断，我国货币宽松总基调未变，但会根据经济增长和价格形势预调微调，只不过更多是靠结构性工具发力，我们预计，年内有望再降准1-2次（最快6月底），此外，需关注利率两轨并一轨和金融供给侧改革。

风险提示：经济失速下滑；监管力度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 王梅邴

邮箱：wangmeili@gszq.com

相关研究

- 1、《社融大超预期，经济和政策的节奏将怎么走？——3月金融数据点评》2019-04-14
- 2、《社融大概率就此企稳，经济底何时出现？——兼评2月金融数据》2019-03-10
- 3、《央行四季度货币政策报告的8大信号，关注我国信用自主创造》2019-02-22
- 4、《关注巨量社融两细节，继续跟踪信用拐点四线索——1月金融数据点评》2019-02-17
- 5、《信用拐点将至，可跟踪4条线索——2018年金融数据点评》2019-01-16



内容目录

4月金融数据虽然回落，但社融企稳总趋势未变；信贷高增能否带来企业存款增加是关键，货币政策传导仍不畅通 3

 4月新增信贷回落不必过分担忧，仍需密切跟踪信贷传导链条 3

 4月社融总体乏善可陈，但1-4月累计社融仍超季节性 4

 M1、M2同比双双回落，M1-M2剪刀差再度走阔 6

1-4月新增社融9.56万亿元，钱都去哪里了？ 7

 年初至今贷款大概率主要流向轻工业、基建和小微企业 7

 专项债发行扩容，资金用途以棚改、土储和基建为主，东部地区发行规模显著高于西部 9

 积极财政发力，地方政府专项债融资提速扩容 9

 专项债资金流向以棚改、土储和基建为主 9

 专项债发行规模存在地区分化现象，东部地区占比超50% 10

风险提示 10

图表目录

图表 1: 2019年4月新增信贷回落大概率是一季度集中投放之后的正常回落 3

图表 2: 居民中长贷主要受房地产市场影响 4

图表 3: 年初以来一、二线房地产市场有所升温 4

图表 4: 贷款需求指数升至2015年以来高点 4

图表 5: 表内和表外票据增速发生背离 4

图表 6: 社融存量增速回落至与1月份持平 5

图表 7: 4月表内表外齐回落 6

图表 8: 1996年以来，M1-M2“剪刀差”为负的情形统计，当前已15个月连负 7

图表 9: 2019年1-4月累计新增信贷结构特征 8

图表 10: 本外币中长期贷款余额分行业同比增速情况 8

图表 11: 1-4月流入基建领域的中长期贷款可能超过1.4万亿元 8

图表 12: 2019年一季度房地产贷款增速稳中缓降 8

图表 13: 2019年一季度小微企业普惠贷款增速上升 8

图表 14: 2019年地方政府专项债融资提速扩容 9

图表 15: 社融和财政统计的专项债融资规模量级和节奏基本一致 10

图表 16: 专项债资金流向以棚改、土储和基建为主 10

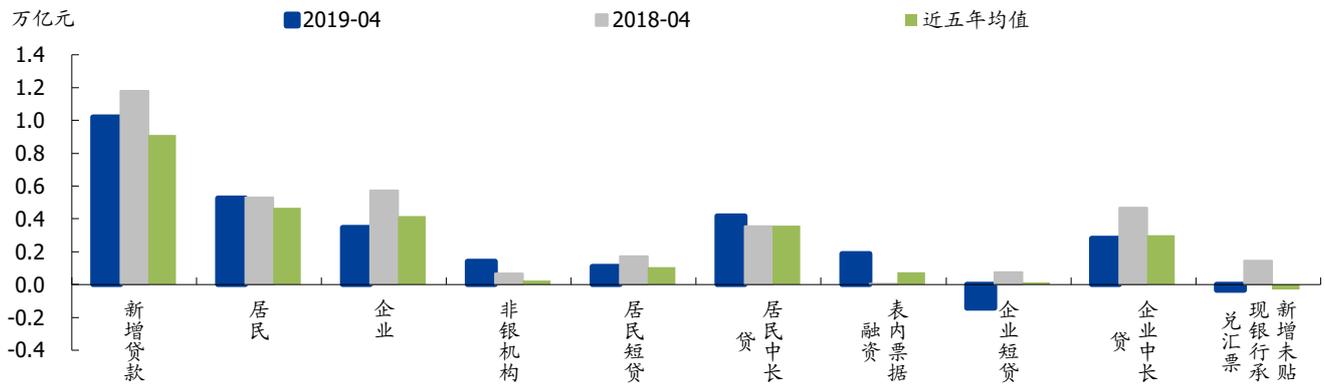
图表 17: 1-4月江苏、广东、浙江、山东、安徽等五省的专项债累计发行额在全国排名前五 10

4月金融数据虽然回落，但社融企稳总趋势未变；信贷高增能否带来企业存款增加是关键，货币政策传导仍不畅通

4月新增信贷回落不必过分担忧，仍需密切跟踪信贷传导链条

4月新增信贷环比大幅少增，是一季度信贷放量后的正常回落。4月新增信贷1.02万亿元，低于预期的1.20万亿和前值1.69万亿元，同比少增1600亿元，环比大幅少增6700亿元。需要指出的是，虽然4月新增信贷较3月大幅少增，但是与过去5年同期均值相比，仍小幅高于同期均值1073亿元。这意味着尚可不必过分担忧4月的信贷下滑，大概率是一季度银行“早放贷，早收益”从而导致信贷集中投放之后的正常回落。

图表1：2019年4月新增信贷回落大概率是一季度集中投放之后的正常回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

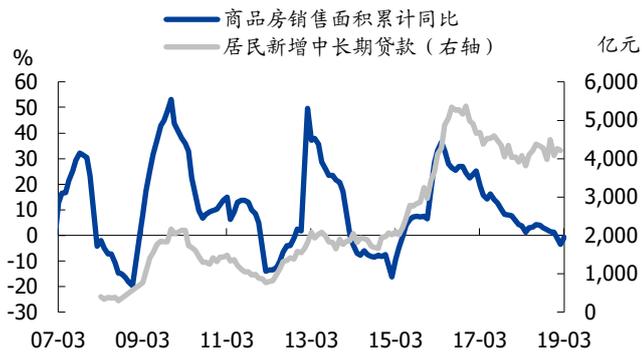
结构方面，企业贷款较弱，居民中长贷大增，表外票据转表内。与3月信贷增量大部分进入居民和企业端不同，4月流向居民和企业的新增信贷下滑，流向非银机构上升。

4月新增居民贷款5258亿元，同比少增26亿元。其中少增的部分主要来自居民短贷，指向银行可能偏向利用短期贷款来调节贷款规模。4月居民中长贷新增4165亿元，同比多增622亿元，1-4月累计量依然高于季节性，这或许与年初以来一、二线城市房地产市场升温有关。

4月新增企业贷款3471亿元，同比少增2255亿元，环比大幅少增7188亿元。其中企业短贷和企业中长贷新增量均低于季节性，反映企业贷款总体趋弱。4月PMI回落反映当前我国经济仍面临下行压力，企业盈利增速底部仍需确认，再加上贷款需求指数已经回升至2015年以来的阶段性高点，预计后续企业贷款将走稳，难再向上突破。

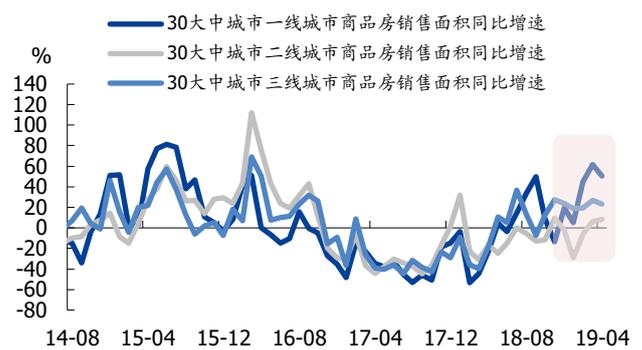
4月表内票据贴现较去年同期多增1851亿元，与新增未贴现银行承兑汇票同比少增1811亿元相呼应，反映了银行承兑汇票从表外向表内的转化，整体上消化了未贴现票据的存量规模。

图表 2: 居民中长贷主要受房地产市场影响



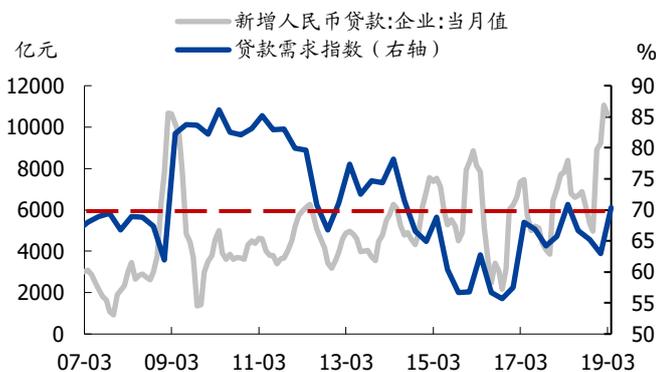
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 年初以来一、二线房地产市场有所升温



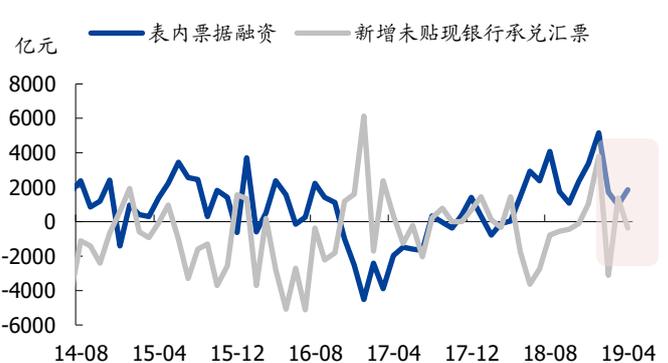
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 贷款需求指数升至 2015 年以来高点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 表内和表外票据增速发生背离



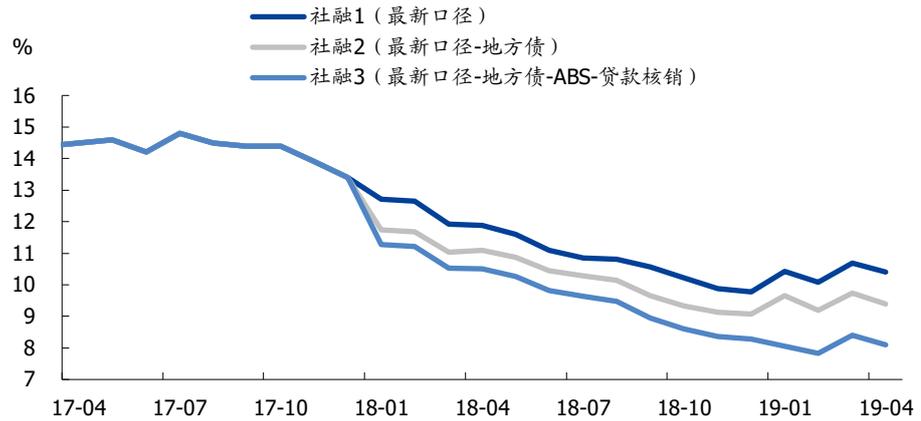
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上所述, 为满足贷款考核和银行“早放贷早收益”的要求, 1-3 月信贷大幅增加存在着较大季节性因素和政策信号意义。4 月信贷正常回落不意味着货币政策的边际收紧和融资需求的大幅回落, 不应过分解读, 在企业盈利尚未显著好转的情况下, 无节制地增加信贷只会加大杠杆。鉴于 4 月 PMI 回落、经济企稳仍需时间, 加上稳杠杆的要求, 信贷增速更有可能是视内外经济环境来适时调整。二季度迎来逆周期调节的观察期, 仍需密切跟踪信贷“票据高增-短贷企稳-中长贷企稳”的传导效果。

4 月社融总体乏善可陈, 但 1-4 月累计社融仍超季节性

社融存量增速虽有所回落, 但仍连续四个月高于 2018 年四季度。在 2018 年 7 月和 9 月央行两次调整社融口径之后, 可比口径下, 新老口径社融存量增速在 2018 年连续 12 个月下行。2019 年以来社融明显企稳(新口径社融存量增速 1-4 月为 10.4%、10.1%、10.7%、10.4%), 4 月存量增速回落与季节性因素消退有关, 当前虽落至与 1 月份持平, 但仍连续 4 个月显著高于去年四季度水平, 表明目前为止社融企稳总趋势不变。

图表 6: 社融存量增速回落至与 1 月份持平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 由于 2019 年 1-4 月央行未公布 ABS 和贷款核销具体数值, 因此社融 3 估算方式与往期及社融 1 和 2 有别

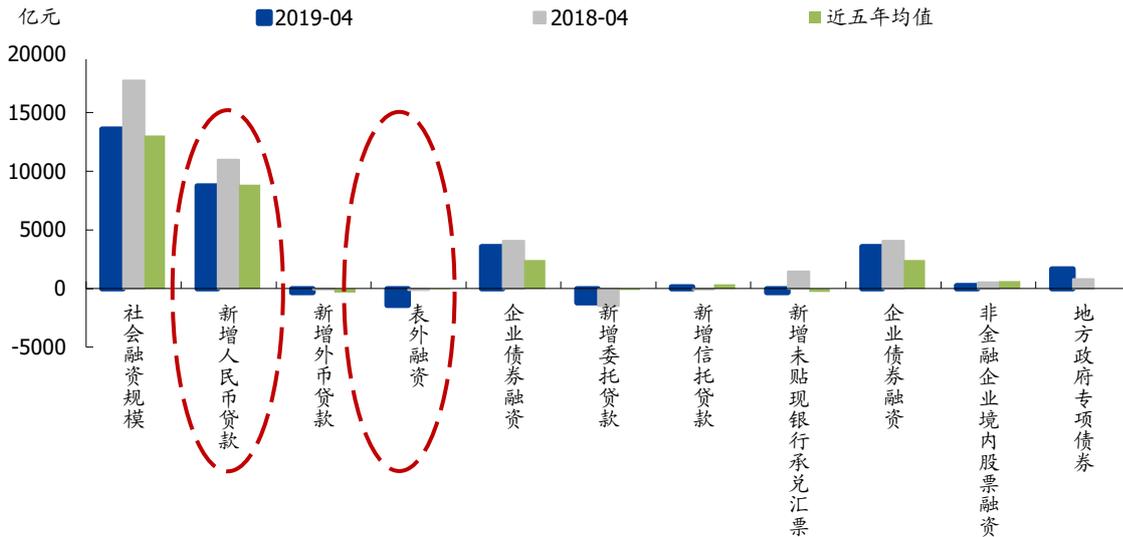
4 月社融总体乏善可陈, 新增社融环比腰斩, 表内表外齐回落, 仅地方政府专项债券同比改善 (4 月新增 1679 亿元, 同比多增 871 亿元)。

4 月新增社融 1.36 万亿, 显著低于预期的 1.65 万亿, 不足前值 2.86 万亿元的一半, 同比少增 4161 亿元。总体看, 4 月社融的大幅回落属于“预期之中, 意料之外”。一方面, 一季度社融的超季节性大增存在年初信贷放量 and 地方债提前下放等季节性节奏因素, 不具备可持续性, 因此 4 月社融的回落属于“预期之中”。另一方面, 4 月社融新增量低于市场预期, 且结构上的全面下滑属于“意料之外”, 反映了实体经济融资需求仍未切实好转, 融资环境也有待进一步改善, 主要体现在以下两方面:

第一, 新增贷款对实体经济支持显著下降, 表内贷款成为社融主拖累。从统计口径差异来看, 新增信贷超出社融信贷的部分意味着对金融机构的贷款。4 月数据显示新增信贷较社融信贷多 1823 亿元, 指向这部分资金应是主要流入了非实体部门。此外, 4 月社融同比多减 4161 亿元, 其中表内信贷多减 2254 亿元, 占比近半, 表明信贷的减少是拖累社融的主因。

第二, 新增表外融资大幅减少, 表外企稳仍需等待。4 月新增委托贷款-1199 亿元 (降幅缩窄), 新增信托贷款 129 亿元 (增幅减小), 新增未贴现银行承兑汇票-357 亿元 (3 月为 1365 亿元, 4 月大幅减少), 非标融资合计新增-1427 亿元, 同比多减 1305 亿元。从累计值来看, 1-4 月新增表外融资累计-821 亿元, 较近五年均值少增 6415 亿元, 再结合此前报告我们所指出的表外融资低于季节性的表现, 当前看虽 2019 年表外监管趋松, 但表外融资的企稳仍需等待。这也侧面反映了市场融资需求可能尚未切实好转, 低成本的表内贷款即可消化大部分需求, 企业投资扩产的意愿仍不够强。

图表 7: 4月表内表外齐回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合看, 尽管 4 月社融增量大幅减少, 但是社融存量增速处于企稳区间, 1-4 月累计新增社融较近五年均值多 1.7 万亿元, 前期提到的信用环境的总体改善, 社融底向经济底的传导可期的总趋势不变。对于 4 月单月社融的下滑不必过分担忧, 我们认为货币政策仍维持宽松总基调, 只是鉴于稳杠杆以及社融存量增速与 GDP 增速相匹配的要求, 后期社融的表现更大概率是随着实体融资需求而加以调整。二季度货币政策预计轻总量重结构, 后续可重点观察票据对小微企业、民营企业的支持, 而表外融资的企稳仍需等待。

M1、M2 同比双双回落, M1-M2 剪刀差再度走阔

4 月 M2 同比 8.5%, 持平预期的 8.5%, 小幅低于前值 8.6%; M1 同比 2.9%, 低于预期的 4.3%和前值 4.6%。M1-M2 剪刀差自 2018 年 2 月以来连续 15 个月为负, 负的缺口连续 2 个月收窄之后再度走阔。

春节扰动消退之后, M1 再回落体现了企业现金流情况仍需要进一步改善。在前期报告《关注巨量社融两细节, 继续跟踪信用拐点四线索——1 月金融数据点评》中, 我们提到 2018 年 2 月以来表内信贷投放规模持续扩张, 而 M1 却大幅下滑, 背后反映了宽货币向宽信用的传导仍然受阻, 也不排除部分企业新增信贷用来借新还旧。往后看, 仍需等待减增值税和降社保费对企业现金流改善的政策效果, 同时应积极引导利率的“两轨并一轨”, 切实加强政策利率向存贷款利率的传导, 降低企业融资成本, 疏通传导机制。

M2 增速大体与经济、通胀增速相匹配, 符合市场预期, 财政存款季节性少增反映了今年财政支出力度加大。存款方面, 4 月居民存款减少 6248 亿元, 同比少减 6952 亿元; 企业存款减少 1738 亿元, 同比大幅少增 7194 亿元。财政存款增加 5347 亿元, 同比少增 1837 亿元, 财政存款的增加大体符合季初高季末低的季节效应, 但较去年同期增幅减小反映了今年财政支出力度较大, 应是 4 月 1 日开始实行的减税有关。维持此前判断, 预计随着积极财政政策的进一步落地, 财政存款有望整体低于去年水平, 同时为 M2 的增长释放活力。

图表 8: 1996 年以来, M1-M2 “剪刀差”为负的情形统计, 当前已 15 个月连负

时间段	持续月份	M1-M2 剪刀差均值
1996 年 1 月-1997 年 5 月	17 个月	-9.0%
1997 年 10 月-1999 年 9 月	24 个月	-3.0%
2001 年 7 月-2002 年 9 月 (期间有 3 个月为正)	15 个月	-1.3%
2003 年 4 月-2004 年 1 月	10 个月	-1.5%
2004 年 7 月-2006 年 10 月 (期间有 1 个月为正)	28 个月	-3.5%
2008 年 5 月-2009 年 8 月	16 个月	-5.7%
2011 年 1 月-2015 年 9 月	57 个月	-6.0%
2018 年 2 月-至今	15 个月或更长?	-4.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1-4 月新增社融 9.56 万亿元, 钱都去哪里了?

在上述指标分析中, 我们提到尽管 4 月社融数据回落, 但今年前 4 个月社融累计新增量仍超季节性高增。1-4 月新增社融 9.56 万亿元, 较去年同期多增 1.93 万亿元, 较近五年均值多增 1.73 万亿元。结构上看, 受益于信贷年初放量的季节性特征和地方债提前发行的部署, 社融中表内贷款和地方债担当主力。因此, 本部分我们将从贷款和地方债两个维度, 推测社融的可能去向, 即钱去哪里了?

年初至今贷款大概率主要流向轻工业、基建和小微企业

综合各项指标来看, 我们认为贷款流向, 主要存在以下特点:

- 一是从央行公布的贷款投向来看, 2019 年一季度投向轻工业的中长期贷款余额增速显著增加。
- 二是流向制造业和基建的贷款较多, 流向房地产行业增幅受限。一方面, 从企业贷款来看, 国盛建信的测算¹表明, 年初国内大行企业中长期贷款中大约一半流入基建

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_12648



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn