



# 金融数据简评

## 融资改善有波折，内生性需求仍弱

对债券市场来说，本周受到海外贸易摩擦、出口数据大幅回落及央行定向降准的影响，利率出现大幅下行。对于投资者来说，部分海外因素较难做出准确判断，即便能够看清核心问题和趋势方向，也很难就时点有精确的把握，因此不妨将重点放在二级市场为何会对此类事件反映如此敏感之上。我们认为主要原因在于前月市场存在过度悲观，尽管在4月份能够看到经济数据企稳与货币政策边际收紧的迹象，但现券调整幅度也仍有过度调整之嫌。我们认为短期来看二季度市场仍以箱体震荡为主：1、在政策利率不进行下调的情况下，资金利率中枢难有下行空间，长端利率突破前期低点仍然动力不足；2、虽然五一节后短端资金利率下行非常明显，但由于5月份仍有企业所得税汇算清缴，流动性缺口不低，预计中下旬市场利率还将回归到政策利率之上。

- 本月金融数据公布低于市场预期，此前市场对于融资改善的预期有所修正。贷款在一季度抢跑冲量后有所回落属于正常范畴，对于融资究竟是否改善以及改善程度如何，我们认为还应当更关注其趋势上的变化，对于单月的波动适当弱化。社融方面，非标项的改善未能延续；而从总量层面看，如果剔除掉地方政府债发行提前影响，存量社融同比增速为10.06%，较去年低点改善并不明显。整体来说，我们认为融资环境处于“底部已现，改善有限”的阶段，内生性融资需求仍然偏低。
- 货币政策方面，近期市场对于货币政策的判断分歧明显加大且预期相当不稳。继4月份央行对流动性缺口的对冲缩量，两次对降准进行辟谣后；5月上旬央行公布对中小银行进行定向降准，同时市场短端资金利率出现大幅下行，隔夜利率突破2015年低点。我们认为货币政策短期内暂时从偏松回归至中性，超储率中枢水平由此前的1.7%-1.8%回落在1.5%附近。通胀虽有所上行但对实体经济来说实际利率还处于被动上升阶段，且预计央行对于食品驱动的价格波动有一定容忍度；融资方面虽然有企稳迹象，但内生性增长动力不强，因此判断货币政策暂时尚不具备收紧条件。
- 对流动性市场来说，五一节后，本周资金市场宽松明显，隔夜资金利率突破2015年低点，但同时央行在本周仍维持每日底量的逆回购投放。根据央行OMO市场上削峰填谷的框架，这两者同时出现属于较为矛盾的矛盾现象。我们判断五月初资金面较为宽松的原因在于：1、从金融数据中看到在减税降费的影响下财政存款在4月的增长规模弱于季节性，因此虽然4月央行投放相对不及预期，而实际流动性缺口比市场预期的要乐观一些，全月超额存款准备金下降规模可能仅为2,000亿-3,000亿；2、即便考虑减税的影响，5月初的流动性供给较4月初也应当是有所下降的（定向降准落地日期为15日），我们认为短端资金如此宽松的主要原因可能来自于需求端，由于4月份债券市场情绪悲观、资金面偏紧，因此市场机构5月初资金敞口应维持在较低水平。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

固定收益研究

崔灼驹

(8610)66229367

zhuoju.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001



## 融资改善有波折，内生性需求仍弱

### 事件：

央行网站5月9日公布4月金融统计数据报告显示，中国4月新增人民币贷款1.02万亿元，预期1.2万亿元，前值1.69万亿元。4月份社会融资规模增量为1.36万亿元，比上年同期少4,080亿元。广义货币（M2）余额188.47万亿元，同比增长8.5%，增速比上月末低0.1个百分点，比上年同期高0.2个百分点；狭义货币（M1）余额54.06万亿元，同比增长2.9%，增速分别比上月末和上年同期低1.7个和4.3个百分点；流通中货币（M0）余额7.4万亿元，同比增长3.5%。当月净回笼现金976亿元。

贷款方面，4月新增人民币贷款为10,200亿，前值为16,900亿，去年同期为11,800亿。从贷款结构看，居民贷款本月增长5,258亿，当中按揭贷款增长4,165亿，居民短期贷款增长1,093亿。企业贷款增长仅为3,471亿，较前值和去年同期都有明显回落，当中企业中长期贷款2,823亿，短期贷款减少1,417亿。除此之外，票据融资在本月增长1,874亿，非银贷款增长为1,417亿。整体来看4月份表内信贷总量及结构均不算理想。

社融方面，4月份社融新增1.36万亿，前值为2.86万亿，去年同期为1.78万亿，存量社融同比增速回落至10.40%，如果剔除掉地方政府债发行提前的影响，存量社融同比增速为10.06%，较去年低点改善并不明显。社融结构当中，委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票这表外三大项分别下降1,199亿、上升129亿和下降357亿，表外融资为负增长。直接融资方面，企业债融资增长3,574亿，股票融资增长262亿。除此之外，地方政府专项债为增长2,531.97亿。

货币方面，4月份M2增速小幅回落至8.5%，环比绝对值下降4,712.14亿；M1同比增速下降至2.9%；M0下降941.58亿，对银行间流动性形成小幅正面影响。存款方面，4月份新增人民币存款2,606亿，其中居民存款下降6,248亿，企业存款下降1,738亿；财政存款上升5,347亿，财政缴税规模与往年相比有所下降；非银存款增长2,785亿。

### 综合考虑：

本月金融数据公布低于市场预期，此前市场对于融资改善的预期有所修正。贷款在一季度抢跑冲量后有所回落属于正常范畴，对于融资究竟是否改善以及改善程度如何，我们认为还应当更关注其趋势上的变化，对于单月的波动适当弱化。社融方面，非标项的改善未能延续；而从总量层面看，如果剔除掉地方政府债发行提前的影响，存量社融同比增速为10.06%，较去年低点改善并不明显。整体来说，我们认为融资环境处于“底部已现，改善有限”的阶段，内生性融资需求仍然偏低。

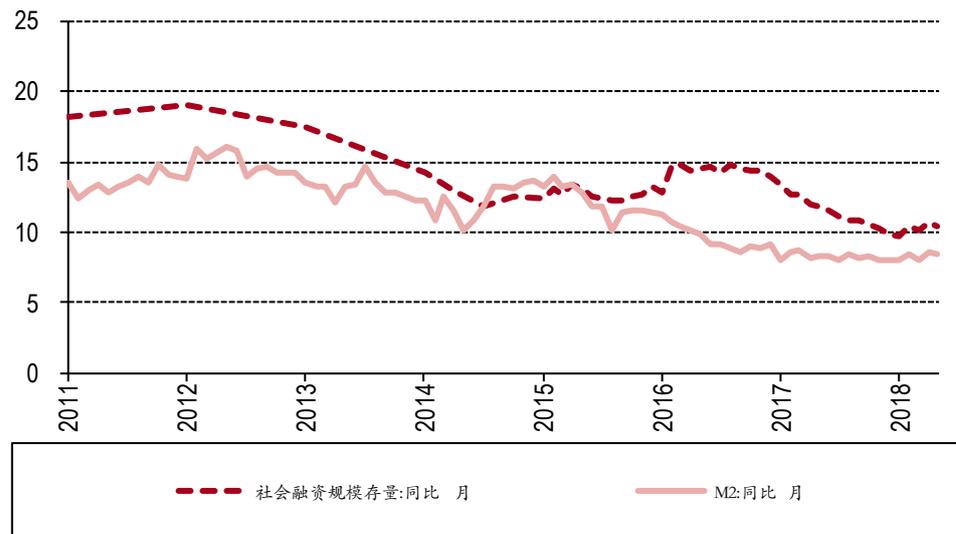
货币政策方面，近期市场对于货币政策的判断分歧明显加大且预期相当不稳。继4月份央行对流动性缺口的对冲缩量，两次对降准进行辟谣后；5月上旬央行公布对中小银行进行定向降准，同时市场短端资金利率出现大幅下行，隔夜利率突破2015年低点。我们认为货币政策短期内暂时从偏松回归至中性，超储率中枢水平由此前的1.7%-1.8%回落在1.5%附近。通胀虽有所上行但对实体经济来说实际利率还处于被动上升阶段，且预计央行对于食品驱动的价格波动有一定容忍度；融资方面虽然有企稳迹象，但内生性增长动力不强，因此判断货币政策暂时尚不具备收紧条件。

对流动性市场来说，五一节后，本周资金市场宽松明显，隔夜资金利率突破2015年低点，但同时央行在本周仍维持每日底量的逆回购投放。根据央行OMO市场上削峰填谷的框架，这两者同时出现属于较为异常的矛盾现象。我们判断五月初资金面较为宽松的原因在于：1、从金融数据中看到在减税降费的影响下财政存款在4月的增长规模弱于季节性，因此虽然4月央行投放相对不及预期，而实际流动性缺口比市场预期的要乐观一些，全月超额存款准备金下降规模可能仅为2,000亿-3,000亿；2、即便考虑减税的影响，5月初的流动性供给较4月初也应当是有所下降的（定向降准落地日期为15日），我们认为短端资金如此宽松的主要原因可能来自于需求端，由于4月份债券市场情绪悲观、资金面偏紧，因此市场机构5月初资金敞口应维持在较低水平。



对债券市场来说，本周受到海外贸易摩擦、出口数据大幅回落及央行定向降准的影响，利率出现大幅下行。对于投资者来说，部分海外因素较难做出准确判断，即便能够看清核心问题和趋势方向，也很难就时点有精确的把握，因此不妨将重点放在二级市场为何会对此类事件反映如此敏感之上。我们认为主要原因在于前月市场存在过度悲观，尽管在4月份能够看到经济数据企稳与货币政策边际收紧的迹象，但现券调整幅度也仍有过度调整之嫌。我们认为短期来看二季度市场仍以箱体震荡为主：1、在政策利率不进行下调的情况下，资金利率中枢难有下行空间，长端利率突破前期低点仍然动力不足；2、虽然五一节后短端资金利率下行非常明显，但由于5月份仍有企业所得税汇算清缴，流动性缺口不低，预计中下旬市场利率还将回归到政策利率之上。

图表1 社融同比增速&M2增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表2.M1&M2



资料来源：万得，中银国际证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

**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\\_12657](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12657)

