

宏观周报

高社融的钱都去哪了

■ 核心观点

第一，2020年1-4月新增社融累计14.2万亿，相比去年同期多增3.9万亿，相比过去三年同期平均水平多增4.9万亿。信贷、企业债和政府债券是推升社融高增的主要因素。

第二，政府债券的大量发行主要由于地方政府专项债提前下放，资金流向基建领域；企业债的大量发行主要受益于在货币政策的大幅宽松，企业债的发行成本降低，但相当比例是用来借新还旧；信贷的投放主要在非金融企业，一季度非金融企业杠杆率攀升将近10个百分点。

第三，对于非金融企业，短期贷款是推升信贷大幅增长的主要因素，同时企业存款大幅增长，这说明企业借贷主要用来资金周转，确保未来经营的现金流，而非扩大资本开支。这可以解释为何制造业投资较基建投资和房地产投资反弹更为缓慢。

第四，对于居民部门，1-4月累计新增人民币贷款相比去年同期少增4616亿，主要在于居民短期贷款的下降，这说明在疫情冲击下，居民对借贷消费较为谨慎。在居民新增贷款下滑的情况下，居民部门2020年一季度杠杆率相对2019年底反而上升将近2个百分点，这说明居民收入出现更大程度的下滑，这也可以部分解释为何居民消费的复苏相对较弱。

第五，非金融企业和居民对未来整体较为悲观，高社融可能难以拉动经济快速反弹。4月份的经济数据表明外需萎靡的负面影响还未完全体现。随着外需的负面影响逐渐体现，这会进一步加重出口相关部门的悲观预期，宏观逆周期调控政策仍应继续发力。5月份的MLF到期央行采取缩量等价续作，这不能说明货币政策转向收紧，降准和MLF-LPR层面的降息依然可期，财政政策的力度还有待两会确认。

本周市场重点

2020年1-4月新增社融累计14.2万亿，相比去年同期多增3.9万亿，相比过去三年同期平均水平多增4.9万亿。在新增高社融的带动下，2020年社融存量增速也显著反弹，从1月的10.7%反弹到4月份的12.0%。那么，在如此高社融的背后，结构特点如何？高社融是否能刺激经济快速反弹？

在社融口径下，2020年1-4月表内信贷9.2万亿，相比去年同期多增2万亿；表外信贷基本与去年持平；企业债融资2.7万亿，相比去年同期多增1.4万亿；政府债券融资1.9万亿，相比去年同期多增0.5万亿。**信贷、企业债和政府债券是推升社融高增的主要因素。**政府债券的大量发行主要和地方政府专项债提前下放，发行节奏提前有关。企业债的大量发行主要受益于在货币政策的大幅宽松，企业债的融资成本降低。社融口径下的信贷数据没有具体的细分项，我们通过金融机构人民币贷款数据进一步拆分其结构变化。

从部门来看，金融机构人民币贷款数据主要包括非金融企业和居民。

对于非金融企业，2020年1-4月累计新增人民币贷款将近7.0万亿，相比去年同期多增2.2万亿。可见非金融企业部门是贷款的主要流向。在流向非金融企业部门的贷款中，中长期贷款为3.6万亿，相比去年同期多增0.7万亿；短期贷款为2.3万亿，相比去年同期多增1.4万亿，短期贷款是推升信贷大幅增长的主要因素。企业存款方面，1-4月非金融企业新增存款3.0万亿，而去年同期仅有1560亿。**企业的存贷款数据说明，在疫情冲击下，企业借贷更倾向短期贷款用来资金周转，而非扩大投资。在内外需低迷以及未来疫情不确定性的环境下，企业观望情绪严重，借贷资金更多的以存款形式持有，**这也可以解释为何制造业投资较基建投资和房地产投资反弹更为缓慢。5月15日公布的4月份经济数据显示，三大分项投资中，只有制造业投资4月增速继续为负，基建投资增速转正，房地产投资增速在3月转正之后四月继续回升。

对于居民部门，2020年1-4月居民部门累计新增人民币贷款将近1.9万亿，相比去年同期少增4616亿。导致居民部门新增人民币贷款少增的主要因素是居民短期贷款的下降，1-4月份居民短期贷款1771亿，相比去年同期少增3614亿。**居民短期贷款多为消费贷，消费贷的下降主要是在疫情冲击下，居民就业压力加大，收入预期下降，对借贷消费较为谨慎。**从居民存款数据来看，1-4月份居民累计存款5.76万亿，相比去年同期多增2252亿，其中一季度多增4000亿，说明居民的预防性储蓄增加，这也可以部分解释为何居民消费的复苏要弱于投资和工业生产。

总结来看，2020年1-4月累计新增社融远超过去年同期水平，信贷、企业债和政府债券是推升社融高增的主要因素。政府债券的大量发行主要和地方专项债提前下放有关；企业债的大量发行主要受益于在货币政策的大幅宽松，企业债的发行成本降低，但相当比例是用来借新还旧；信贷的投放主要在非金融企业，一季度非金融企业杠杆率攀升将近10个百分点。

对于非金融企业，短期贷款是推升信贷大幅增长的主要因素，同时企业存款大幅增长，这说明企业借贷主要用来资金周转，对未来观望情绪较重，不愿意扩大资本开支。这也可以解释为何制造业投资较基建投资和房地产投资反弹更为缓慢。对于居民部门，1-4月累计新增人民币贷款相比去年同期少增4616亿，主要因素在于居民短期贷款的下降，这说明在疫情冲击下，居民就业压力加大，对借贷消费较为谨慎。有趣的是，在居民新增贷款下滑的情况下，根据社科院的统计，居民部门2020年一季度杠杆率相对2019年底反而上升将近2个百分点，这说明居民收入出现更大程度的下滑，这也可以部分解释为何居民消费的复苏要弱于投资和工业生产。

上述分析说明，非金融企业和居民对未来整体较为悲观，高社融可能难以拉动经济快速反弹。4月份的经济数据表明当前经济仍在缓慢修复，出口增速的超预期意味着外需萎靡的负面影响还未完全体现。外需的负面影响将会逐渐体现，这会进一步加重出口相关部门的悲观预期，宏观逆周期调控政策仍应继续发力。5月份的MLF到期央行采取缩量等价续作，这不能说明货币政策收紧，降准和MLF-LPR层面的降息依然可期，财政政策的力度还有待两会确认。

上周市场动态

■ 4月份金融和社融数据出炉：信贷与社融齐发力

事件：5月11日，央行发布今年4月份的金融统计数据及社融统计数据：中国4月M2同比增11.1%，预期10.1%，前值10.1%。4月新增人民币贷款17000亿元，预期13033.3亿元，前值28500亿元。4月社会融资规模增量为30900亿元，预期增21618亿元；4月末社会融资规模存量为265.22万亿元，同比增长12%。

点评：总体来看，信贷和社融的增长超过了季节性表现，显示实体经济获得了强有力融资支持。信贷方面，分部门看：住户部门贷款增加6669亿元，其中，短期贷款增加2280亿元，同比多增1187亿，中长期贷款增加4389亿元，仅多增224亿，表明“房住不炒”方针得到贯彻落实。企（事）业单位贷款增加9563亿元，其中，短期贷款减少62亿元，同比减少1355亿；中长期贷款增加5547亿元，同比多增2724亿，显示三月天量信贷显著缓解了企业流动性需求，而中长期融资需求还有进一步扩大的空间。社融方面，分结构看：企业债券净融资9015亿元，同比多5066亿元，持续低位的货币利率降低了融资成本，利好企业债券发行；政府债券净融资3357亿元，同比少增1076亿元，主要是政府政策节奏前移所致；4月非标融资21亿元，同比多增1445.9亿元。值得关注的是，央行一季度货币政策执行报告提及“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”，预计后期货币政策依旧会维持宽松，

保证对实体经济融资支持。

■ 4月物价数据发布：通缩是更值得担忧的风险

事件：5月12日，国家统计局公布了4月物价数据：4月份CPI同比3.3%(上期4.3%)，环比-0.9%；PPI同比-3.1%(上期-1.6%)，环比-1.3%。

点评：我们认为，通缩是当前更值得担忧的风险：1)CPI的大幅回落主要受到“猪油”共振下行导致，鲜果鸡蛋等商品供应充分，疫情对运输和供给的约束基本解除。CPI非食品环比增速连续三个月负增长，4月份非食品七大类环比增速只有医疗服务为正，其余六大类均为负增长，核心CPI持续低迷，这意味着经济的总需求较为疲弱。2)受疫情和国际大宗商品价格持续下降等因素影响，国内工业品价格继续走低。国际原油价格大幅度下跌，石油相关行业产品价格降幅继续扩大。其中，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业三个行业合计影响PPI下降约0.76个百分点，占PPI总降幅的60%。3)CPI的快速回落大大缓解了货币宽松的掣肘，《2020年一季度货币政策执行报告》也强调货币政策在多重目标中寻求动态平衡，将更加重视经济增长、就业等目标，加强逆周期调节，货币政策仍将保持宽松，财政政策的力度还有待两会确认。

■ 统计局发布4月经济数据：内需改善依赖扩投资与稳消费

事件：5月15日，统计局发布4月主要经济数据：中国4月规模以上工业增加值同比增3.9%，预期增1.8%，前值降1.1%。4月社会消费品零售总额同比降7.5%，预期降7%，前值降15.8%。中国1-4月固定资产投资(不含农户)同比下降10.3%，预期降9.7%，前值降16.1%。1-4月房地产开发投资同比降3.3%，降幅比1-3月份收窄4.4个百分点，其中住宅投资下降2.8%。1-4月商品房销售额同比下降18.6%，前值降24.7%。

点评：针对4月主要经济数据，我们有如下观点：1)制造业增加值的大幅改善，一方面受益于我国疫情防控形势好转和国内复工复产深入推进，另一方面也受益于4月份出口积压的订单集中交付，4月份出口增速超出市场预期。2)1-4月固定投资降幅比1-3月收窄。单月来看，制造业投资仍然较弱，基建投资增速转正，地产投资在上月转正之后继续回升。展望后市，疫情冲击下工业企业利润大幅负增长，外需萎靡的负面影响逐渐体现，制造业投资未来仍将保持弱势增长；基建投资是我国稳增长的重要抓手，财政政策的发力程度将决定基建投资的反弹幅度；房地产市场自我恢复较快，在货币宽松以及地方政府对地产边际放松的影响下，地产将会继续回暖。3)整体来看消费回升相对3月份有所加快。分行业来看，汽车、地产相关行业、日用品以及网上零售多个行业的消费增速出现较大幅度改善。4)我们认为，未来扩内需政策将主要依赖稳消费和扩大投资。下周即将召开的两会我们需要关注经济增长目标的设定、赤字率、特别国债和专项债的规模、以及对受疫情冲击较大行业或者企业的特别纾困政策。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2020.05.15)	最新值分位	本周均值 (2020.05.11-05.15)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	0.92	66.6%	0.85	66.1%	-27.75	-8.70
R007	1.41	60.2%	1.40	59.8%	-10.23	-11.98
SHIBOR:3M	1.40	73.7%	1.40	73.7%	-0.13	-11.37
1年期国债收益率	1.22	64.5%	1.23	64.4%	3.22	-4.11
10年期国债收益率	2.68	64.1%	2.68	64.0%	6.59	11.22
1年期国开债收益率	1.39	64.4%	1.38	64.3%	9.97	1.76
10年期国开债收益率	2.96	64.1%	3.00	64.0%	6.81	12.47

美元兑人民币:中间价	7.09	73.0%	7.09	73.0%	0.10%	0.70%
美元指数	100.38	71.0%	100.21	67.8%	1.20%	0.30%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_5110

