

金融数据：“略高”的政策含义逐渐验证

报告导读

4月我国信贷、社融新增量及M2增速继续高于市场预期，但与我们的预期较为接近，我们继续提示一季度货币政策执行报告中“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”中“略高”的重要性，该表述的变化说明货币政策宽松力度将继续加码，金融数据将继续走高并远高于名义GDP增速，4月数据也是此观点的验证。对于4月金融数据，我们主要有以下观点：

1. 贷款继续多增，贸易活动转暖
2. 社融增速12%，信贷债券支撑
3. M0维持高位，持币意愿增强
4. 定期存款为主，投资意愿偏弱
5. 宽货币宽信用，仍有降准降息
6. 资金愈加宽裕，看好股市表现

风险提示：美国疫情形势继续恶化，继续拖累我国外需，扰动货币政策节奏。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

1. 贷款继续多增，贸易活动转暖

4月人民币贷款增加1.7万亿，高于Wind市场一致预期的1.3万亿及我们的预测值1.5万亿，同比多增6800亿，余额增速13.1%较前值继续提高0.4个百分点。一般传统3月信贷冲量后，4月信贷往往有所回落，但今年央行扩信用力度强，信贷投放节奏并未放慢，4月央行降准并大幅下调超额存款准备金利率，均有助于鼓励银行增加对实体经济资金支持，政策效果显著。具体看信贷结构，4月企业贷款新增9563亿，同比多增6092亿，其中中长期贷款、短期贷款及票据融资分别新增5547、-62和3910亿，同比多增依次为2724、1355和2036亿，政府基建项目陆续开工，银行增加对基建项目配套信贷的投放，带动中长期贷款新增，4月企业中长期贷款占企业贷款份额从3月的47%提高到58%；而短期贷款占比则有所回落，一季度企业核心焦点是通过短期融资解决临时资金周转需求，目前短期资金压力有所改善；票据融资基于企业间贸易往来，4月改善幅度较大体现出经济活动回暖，产业链上下游供需状况明显改善，商业信用正在逐渐恢复。

4月居民贷款新增6669亿，同比多增1411亿，其中短期和中长期贷款分别新增2280和4389亿元，同比多增1187和224亿元，随着餐饮、文娱等商业活动恢复，居民消费贷款稳步改善，但地产政策仍未明显放开，居民中长期贷款改善幅度较小，零售端信贷稳健，银行普遍将其作为今年重点布局方向，预计居民信贷将继续逐步改善。

2. 社融增速12%，信贷债券支撑

4月社融新增3.09万亿，比上年同期多增1.42万亿，高于Wind市场一致预期的2.16万亿和我们预期值2.8万亿，2月社融存量增速12%环比继续走高0.5个百分点。4月社融相比信贷多增的部分主要来自：企业债券新增9015亿，该数值与我们预测值基本相符，信用债收益率下行有利于增加企业债券融资需求；另外，政府债券新增3357亿。除此之外，非标项目合计新增21亿元，对4月社融影响较小，其中委托贷款、信托贷款和未贴现票据分别新增-579、23和577亿元，委托贷款和信托贷款波动幅度不大，表内外票据均受经济活动改善有所回暖。

我们在《货政报告首提M2社融“略高”的深意》解读中提到，一季度货币政策执行报告最需关注的一点是央行强调“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”，其中“略高”的表述是央行首次提出，我国央行对政策基调的措辞往往是比较谨慎的，我们需要将“略高”的表述加以放大来判断政策取向，本次该表述的变化说明货币政策宽松力度将继续加码，金融数据将继续走高并远高于名义GDP增速。我们此前预计在宽信用节奏下，社融增速将在二季度末达到12%的年内高点，目前4月社融增速已达12%，而未来持续加力宽信用可能继续推高社融增速，其中，除了着重为企业信贷支持，政府和债券市场也将是扩信用的重要方式，5月6日国务院常务会议提出再按程序提前下达1万亿元专项债新增限额，力争5月底发行完毕，将继续对社融构成支撑，由此我们将二季度末社融增速年内高点的数值调高至12.5%，全年增速此前预测值为11%，我们调高至11.5%。

3. M0维持高位，持币意愿增强

4月末，M2同比增长11.1%，增速较上月末继续大幅上行1个百分点，与扩信用相呼应，除了信贷渠道派生存款外，当前财政支出的增多也有利于派生M2，我们预计M2增速在二季度末达到年内高点12%，M2和社融增速可达到名义GDP增速的两倍。M1同比增速较前值继续走高0.5个百分点至5.5%，经济活动回暖有利于M1增速回升，但目前以基建项目启动为主，地产销售改善幅度有限，M1上行幅度偏弱。M0余额8.15万亿元，同比增长10.2%，当月净回笼现金1537亿元，3、4月M0增速虽然有环比回落，但已经连续3个月位于10%以上，这是极为少见的，今年年后现金回笼进度较慢，初期是受疫情期间的停工停产影响，但在4月银行线下业务基本已恢复正常的情况下，居民对现金的需求仍然较高，我们认为提出低收入群体居民的收入减少、现金流压力仍然较大，另外受疫情冲击经济的影响，居民对未来经济走势普遍悲观也会增加现金持有意愿。

4. 定期存款为主，投资意愿偏弱

存款是 M2 构成的主体，4 月末人民币存款余额 202.26 万亿元，同比增长 9.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 1.4 个百分点。存款增速达到了 2018 年 1 月以来的高位，总量上看，央行降准继续推高货币乘数，今年 3 月货币乘数仍在 6.55 的历史高位震荡，使得信贷派生存款效率提高，结构上看，支撑最大的是企业存款，4 月企业存款增加 1.17 万亿，非银机构存款增加 8571 亿，居民存款减少 7996 亿，财政存款增加 529 亿。我们发现虽然 4 月 M1 增速也继续环比改善，但 M2 与 M1 增速差 5.6%，较上月继续走高 0.5 个百分点，企业存款增加，对 M2 的影响幅度大于 M1，说明企业存款增加可能主要为定期存款，活期存款占比较小，我们认为主要原因在于，在目前盈利能力回落、经济前景不确定性仍然较强的情况下，企业投资意愿仍然不高，且银行在贷款额度充裕的情况下，希望保持长久期的稳定负债来源，可能会要求企业增加定期存款。

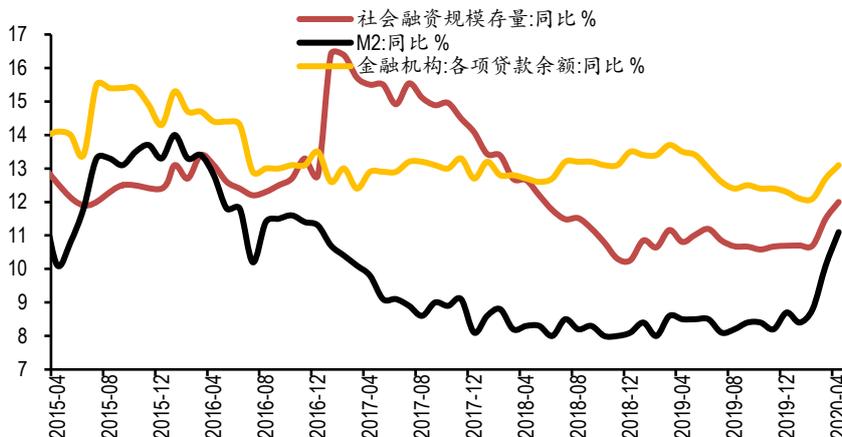
5. 宽货币宽信用，仍有降准降息

目前我国货币政策以稳增长和保就业为首要目标，维持稳健略宽松，宽货币+宽信用的货币政策更加侧重宽信用，将综合运用降准、降息、再贷款等工具的组合，未来仍有降准、降息，央行降低存款基准利率概率较大，不仅有助于为银行降低负债成本鼓励信贷投放，也体现出一定随行就市的利率调整，从过往经验来看，两会期间货币政策工具调整较多，可能成为重要的降息窗口。

6. 资金愈加宽裕，看好股市表现

M2 增速继续走高，货币环境宽裕叠加我国加强资本管制，过剩的流动性要么反映在物价中，要么反映在资产价格中。目前我国 CPI 基本确认处于下行通道中，而在各大类资产中，债市目前仍处于较低水平，在各类资产中性价比并不高，且在逆周期政策发力、经济基本面环比改善及专项债发行量继续大增的情况下，未来下行空间有限，而目前房地产政策仍未放松，政策仍然牢牢把握“房住不炒”基调，地产短期较难吸引资金流入，此时股市和商品市场是流动性能带来确定利好的资产，其中，股市对流动性和预期更为敏感，商品走势往往需要实际经济活动的发生及高频数据的陆续验证。由此，我们坚定看好股市表现。

图 1：货币金融数据增速继续上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

风险提示

美国疫情形势继续恶化，继续拖累我国外需，扰动货币政策节奏。

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_5262

