

2020 年 05 月 11 日

固定收益研究

研究所

证券分析师:
021-68930187
证券分析师:
021-60338169靳毅 S0350517100001
jinyi01@ghzq.com.cn
张赢 S0350519070001
zhangy18@ghzq.com.cn

持续高增长的金融数据，真的完美吗？

—— 4 月金融数据点评

投资要点：

相关报告

《2 月 CPI、PPI 数据点评：当疫情与油价因素交错》——2020-03-10

《“新冠”肺炎疫情跟踪点评：海内外疫情变化下的转债投资机会》——2020-03-07

《“新冠”肺炎疫情跟踪点评：重视全球疫情的周期错位》——2020-03-02

《2020 年 2 月 PMI 数据点评：历史新低，关注政策和疫情防控进展》——2020-02-29

《1 月金融数据点评：当经济的韧性遭遇疫情的考验》——2020-02-20

- **事件 央行公布 2020 年 4 月金融数据：**（1）新增人民币贷款为 17,000 亿元，市场预期为 13,033 亿元，前值 28,500 亿元。（2）新增社会融资规模为 30,900 亿元，市场预期为 21,618 亿元，前值 51,492 亿元。（3）M2 同比 11.1%，市场预期为 10.1%，前值 10.1%；M1 同比 5.5%，前值 5.0%。

- **政策发力下，居民、企业信贷持续回升 4 月份新增人民币贷款 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元，略超市场预期，主要还是由企业信贷大幅增加所拉动。**具体来看，企业贷款增加 9,563 亿元，同比多增 6,092 亿元；其中企业短期贷款减少 62 亿元，同比少减 1,355 亿元；企业中长期贷款增加 5,547 亿元，同比多增 2,724 亿元；票据融资增加 3,910 亿元，同比多增 2,036 亿元。

其中，企业中长期贷款增加的逻辑与 3 月份相同，主要还是与逆周期调节力度加大以及各地复工复产推动下，各类基建项目融资需求增加有关。而企业票据融资同比增幅，创近一年以来新高，一方面与复工复产推动下，企业结算活动增加有关；另一方面也与当前银行存在“以票充贷”的现象有关。由于票据直贴期限短，灵活性高，风险较低，是银行调剂信贷规模的重要手段，所以银行大量增加票据融资规模背后，反映出的是银行的低风险偏好。

居民端方面，居民贷款增加 6,669 亿元，同比多增 1,411 亿元；其中，居民短期贷款增加 2,280 亿元，同比多增 1,187 亿元；居民中长期贷款增加 4,389 亿元，同比多增 224 亿元。居民短期贷款和长期贷款的同比增幅，均较 3 月份进一步扩大，这也反映出疫情对于居民生活以及消费的冲击在逐渐减弱。

- **信贷投放与企业债发行大增，推动社融规模超预期 4 月份新增社融规模 3.09 万亿元，同比多增 1.42 万亿元。**其中，社融口径下，信贷融资增加 1.71 万亿元，同比多增 8,708 亿元。除了信贷融资大幅增加之外，表外非标融资和直接融资规模同比变动，也保持高增长。

具体来看，表外非标融资增加 21 亿元，同比多增 1,446 亿元；其中，

委托贷款减少 579 亿元，同比少减 618 亿元；信托贷款增加 23 亿元，同比少增 106 亿元，处于持续压缩状态，这表明信托公司对地产信贷投放仍然比较谨慎，与国家坚持“房住不炒”的调控政策有关。而未贴现银行承兑汇票增加 577 亿元，同比多增 934 亿元，这主要还是跟复工复产下企业往来与结算活动增加有关。

直接融资增加 9,330 亿元，同比多增 5,119 亿元，主要是随着利率水平的下行，企业债发行规模大幅增加，企业债券融资同比多增 5,066 亿元。除此之外，政府债券融资增加 3,357 亿元，同比少增 1,076 亿元，与 4 月份专项债额度有限有关。不过，考虑到 5 月份国务院再次下发了 1 万亿的专项债额度，后续政府债券融资同比会明显增加。

- **居民、财政存款减少，企业存款继续增加** 4 月份，新增人民币存款 12,700 亿元，同比多增 10,094 亿元。其中，居民存款减少 7,996 亿元，同比多减 1,748 亿元，反映出居民消费支出有回暖的迹象。财政存款增加 529 亿元，同比少增 4,818 亿元，这与政府推出的减税降费、减缓社保缴纳等措施相关。

而企业存款增加 11,700 亿元，同比多增 13,438 亿元。企业存款同比变化继续保持高增长，主要还是由于当下实体经济需求有限，企业生产与投资动力不足，所以企业资金最终又以存款的形式回流到了银行体系中。

- **高增长的金融数据能有效带动经济吗？** 4 月末，M2 同比增长 11.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1 个和 2.6 个百分点；M1 同比增长 5.5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 2.6 个百分点。社会融资规模存量为 265.22 万亿元，同比增长 12%，持续保持高增长。这与我们前期提到的观点相一致，为应对疫情对经济的冲击，货币政策保持持续宽松，银行的信贷投放也在不断扩张，所以 M2 和社融均会保持高增长。

但是，这份高增长的社融数据并非没有瑕疵，比如说，存在银行“以票充贷”和企业存款高增长的现象，这背后反映出来的是逆周期调节力度强，但经济表现仍然弱的问题。因此，对于后续经济能否回暖，一方面要关注外部需求的变化，另一方面也要看内部需求能否像社融数据一样企稳回升。

- **风险提示** 1) 经济下行超预期；2) 疫情冲击超预期。

1、事件

央行公布 2020 年 4 月金融数据：（1）新增人民币贷款为 17,000 亿元，市场预期为 13,033 亿元，前值 28,500 亿元。（2）新增社会融资规模为 30,900 亿元，市场预期为 21,618 亿元，前值 51,492 亿元。（3）M2 同比 11.1%，市场预期为 10.1%，前值 10.1%；M1 同比 5.5%，前值 5.0%。

2、点评

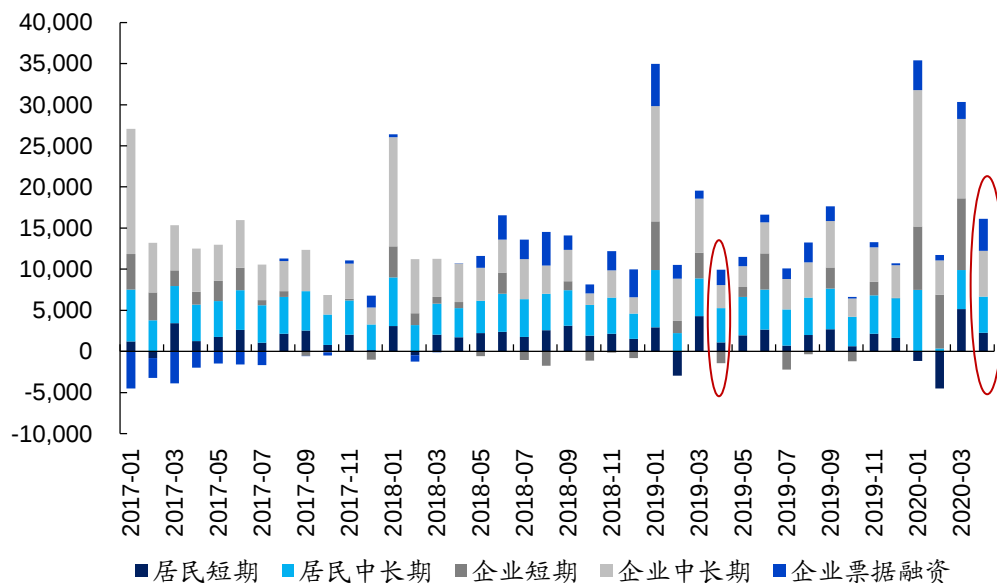
2.1、政策发力下，居民、企业信贷持续回升

4 月份新增人民币贷款 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元，略超市场预期，主要还是由企业信贷大幅增加所拉动。具体来看，企业贷款增加 9,563 亿元，同比多增 6,092 亿元；其中企业短期贷款减少 62 亿元，同比少减 1,355 亿元；企业中长期贷款增加 5,547 亿元，同比多增 2,724 亿元；票据融资增加 3,910 亿元，同比多增 2,036 亿元。

其中，企业中长期贷款增加的逻辑与 3 月份相同，主要还是与逆周期调节力度加大以及各地复工复产推动下，各类基建项目融资需求增加有关。而企业票据融资同比增幅，创近一年以来新高，一方面与复产复工推动下，企业结算活动增加有关；另一方面也与当前银行存在“以票充贷”的现象有关。由于票据直贴期限短，灵活性高，风险较低，是银行调剂信贷规模的重要手段，所以银行大量增加票据融资规模背后，反映出的是银行的低风险偏好。

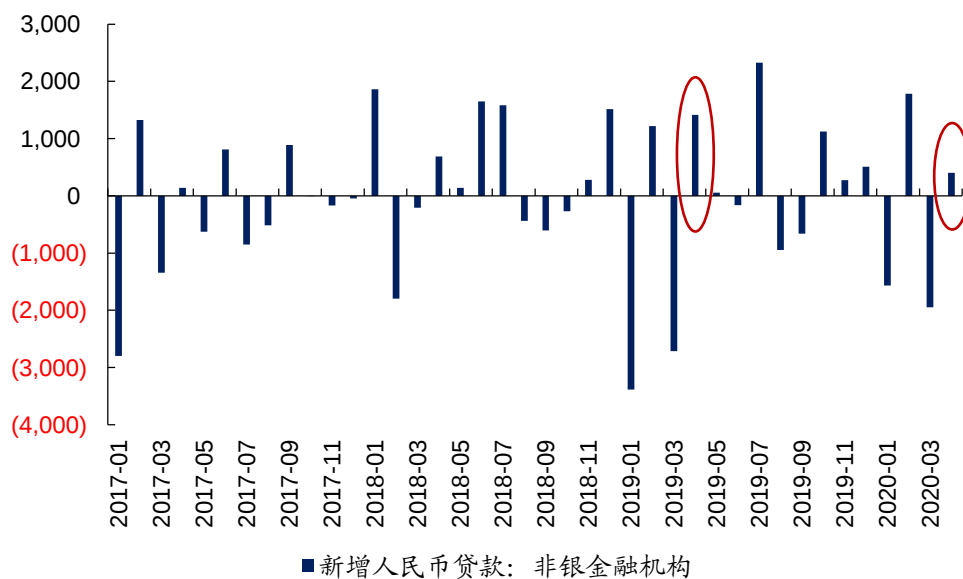
居民端方面，居民贷款增加 6,669 亿元，同比多增 1,411 亿元；其中，居民短期贷款增加 2,280 亿元，同比多增 1,187 亿元；居民中长期贷款增加 4,389 亿元，同比多增 224 亿元。居民短期贷款和长期贷款的同比增幅，均较 3 月份进一步扩大，这也反映出疫情对于居民生活以及消费的冲击在逐渐减弱。

图 1: 居民和非金融企业新增信贷各分项数据 (亿元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 2: 非银金融机构新增信贷数据 (亿元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

2.2、信贷投放与企业债发行大增，推动社融规模超预期

4 月份新增社融规模 3.09 万亿元，同比多增 1.42 万亿元。其中，社融口径下，信贷融资增加 1.71 万亿元，同比多增 8,708 亿元。除了信贷融资大幅增加之外，

表外非标融资和直接融资规模同比变动，也保持高增长。

具体来看，表外非标融资增加 21 亿元，同比多增 1,446 亿元；其中，委托贷款减少 579 亿元，同比少减 618 亿元；信托贷款增加 23 亿元，同比少增 106 亿元，处于持续压缩状态，这表明信托公司对地产信贷投放仍然比较谨慎，与国家坚持“房住不炒”的调控政策有关。而未贴现银行承兑汇票增加 577 亿元，同比多增 934 亿元，这主要还是跟复工复产下企业往来与结算活动增加有关。

直接融资增加 9,330 亿元，同比多增 5,119 亿元，主要是随着利率水平的下行，企业债发行规模大幅增加，企业债券融资同比多增 5,066 亿元。除此之外，政府债券融资增加 3,357 亿元，同比少增 1,076 亿元，与 4 月份专项债额度有限有关。不过，考虑到 5 月份国务院再次下发了 1 万亿的专项债额度，后续政府债券融资同比会明显增加。

图 3：新增社融规模各分项数据（亿元）

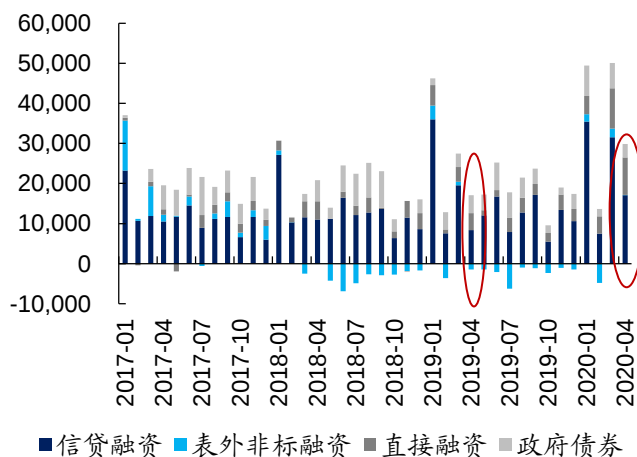
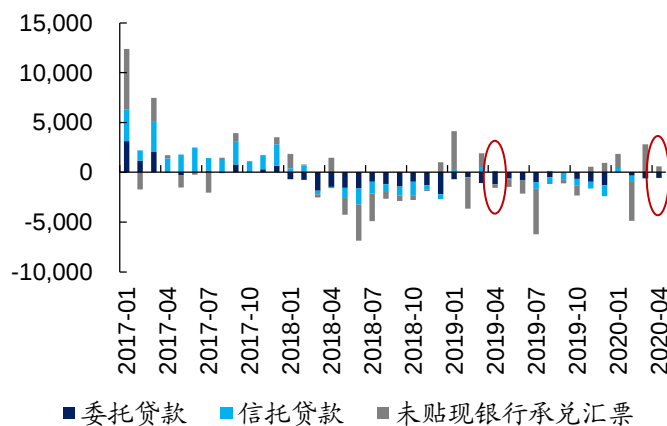


图 4：表外非标融资细分项数据（亿元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

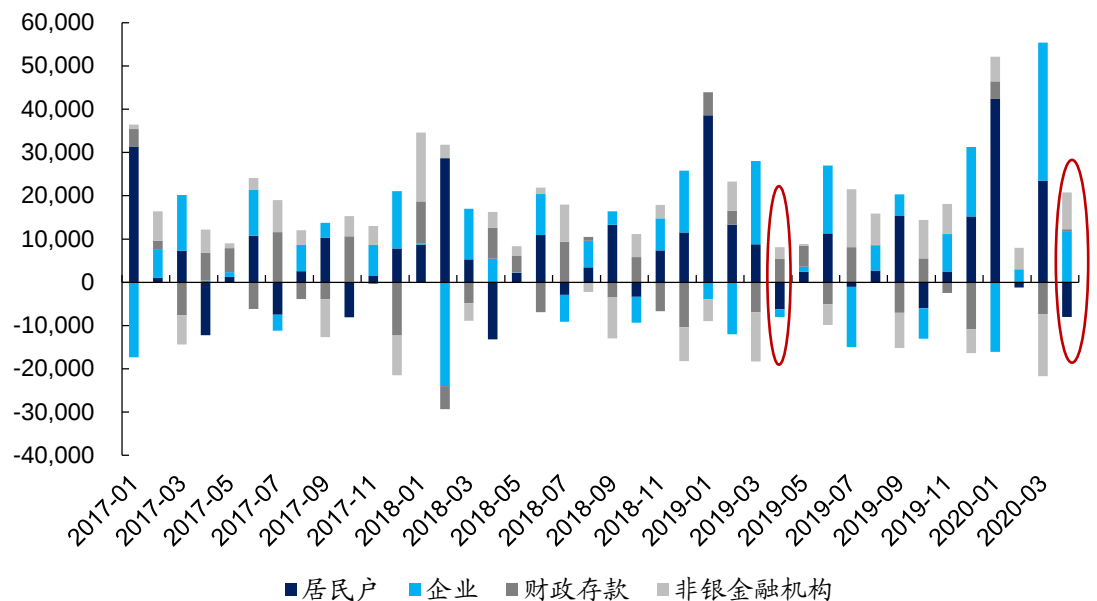
资料来源：WIND、国海证券研究所

2.3、居民、财政存款减少，企业存款继续增加

4 月份，新增人民币存款 12,700 亿元，同比多增 10,094 亿元。其中，居民存款减少 7,996 亿元，同比多减 1,748 亿元，反映出居民消费支出有回暖的迹象。财政存款增加 529 亿元，同比少增 4,818 亿元，这与政府推出的减税降费、减缓社保缴纳等措施相关。

而企业存款增加 11,700 亿元，同比多增 13,438 亿元。企业存款同比变化继续保持高增长，主要还是由于当下实体经济需求有限，企业生产与投资动力不足，所以企业资金最终又以存款的形式回流到了银行体系中。

图 5：新增存款各分项数据（亿元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

2.4、高增长的金融数据能有效带动经济吗？

4月末，M2同比增长11.1%，增速分别比上月末和上年同期高1个和2.6个百分点；M1同比增长5.5%，增速分别比上月末和上年同期高0.5个和2.6个百分点。社会融资规模存量为265.22万亿元，同比增长12%，持续保持高增长。这与我们前期提到的观点相一致，为应对疫情对经济的冲击，货币政策保持持续宽松，银行的信贷投放也在不断扩张，所以M2和社融均会保持高增长。

但是，这份高增长的社融数据并非没有瑕疵，比如说，存在银行“以票充贷”和企业存款高增长的现象，这背后反映出来的是逆周期调节力度强，但经济表现仍然弱的问题。因此，对于后续经济能否回暖，一方面要关注外部需求的变化，

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_5316

