

融资结构性冷热不均加深

——2019年4月金融数据点评

行业简报

买入（维持）

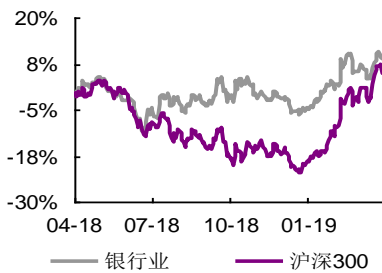
分析师

王一峰(执业证书编号：S0930519050002)
010-58452066
wangyf@ebscn.com

联系人

周鸿运
021-52523659
zhouhongyun@ebscn.com

行业与上证指数对比图



事件：

5月9日，央行公布2019年4月金融数据，数据显示M1、M2同比增速为2.9%、8.5%，4月信贷增长1.02万亿，社融新增1.36万亿，社融新增低于市场预期。

◆ 信贷增长不温不火，企业贷款增长乏力，个人中长期贷款增加较多

4月份新增人民币贷款1.02万亿，同比少增1615亿，基本符合市场预期。在新增贷款中，居民贷款增加5258亿，同比基本持平；其中居民短期贷款增长1093亿，居民中长期贷款增加4165亿，同比多增622亿。企业贷款方面，企业贷款增加3471亿，同比少增2255亿；其中企业短贷减少1417亿、票据融资增加1874亿，短贷和票据贴现较去年同期分别少增2154亿和多增1851亿；企业中长期贷款增加2823亿，较去年同期少增1845亿。非银信贷方面，4月份非银信贷增加1417亿，剔除非银因素影响，3月份一般贷款增长仅有8743亿。

◆ M1与M2增速略有回落

货币方面，4月份广义货币M2增速为8.5%，较上月下降0.1个百分点；M1增速为2.9%，环比下降1.7个百分点；M0同比增长3.5%。货币增速较3月份略有回落。

◆ 存款增长有所放缓

4月份新增人民币存款2606亿，同比少增2746亿。其中，居民端存款减少6248亿；企业端存款减少1738亿，企业存款同比降幅较大，对M1增长形成下拉；财政存款增加5347亿；非银机构存款增加2785亿。剔除财政性存款影响后，4月份一般性存款负增长近8000亿。

◆ 社融增速放缓，企业债与地方政府债券发行稳定

4月份社会融资新增1.36万亿，同比增速达到10.4%，较上月增速下降0.3个百分点。分项看，人民币贷款主要受对非银信贷增加影响，实际增加8733亿，票据业务小幅负增长，信托贷款小幅增加、委托贷款继续下降。4月份地方政府专项债券和企业信用债券发行量稳定，两项合计增加接近5千多亿，ABS、核销等累计增加1100亿。

风险提示：消费金融信用风险回升，银行资产质量改善不如预期

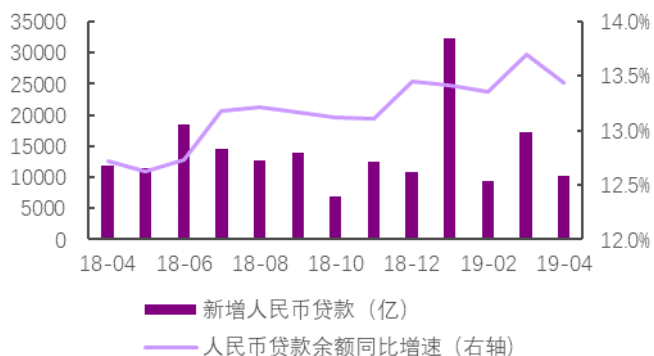
点评:

1、季末月初效应与调控影响共同导致4月信用增长一般

4月份，新增贷款表现平平，社融增速低于市场预期。一方面，季末月初效应形成一定影响。一季度，在经营机构“开门红”政策安排主导下，金融机构信贷投放较多，人民币贷款增速达到13.7%，社融增速10.7%，3月受季末因素影响具有存款冲量效应，不排除部分金融机构依靠虚增信贷质押冲存款，普惠小微考核因素也带动个人经营性贷款与企业短贷高增的原因。以上因素抬高了月初基数，会导致4月初信贷回落。另一方面，4月份货币政策定力增强，加大了预调微调，要求金融机构均衡信贷投放，平滑波动，也造成了贷款增长回落。

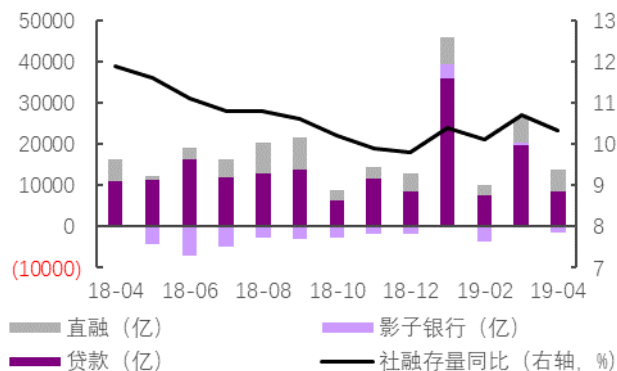
我们对二季度整体信贷投放持中性态度，二季度内信贷增速将平稳放缓，二季度新增人民币信贷大致在4.2万亿，与2018年相比大体相当，6月末信贷增速可能回落至13.3%左右，若经济形势变化能使得这一节奏得以维持，则全年信贷增速预计落在12.5%~13%之间，可基本落入年初预算区间。

图1：4月信贷增量表现平平



资料来源：人民银行，光大证券研究所整理

图2：4月新增社融增速回落



资料来源：人民银行，光大证券研究所整理

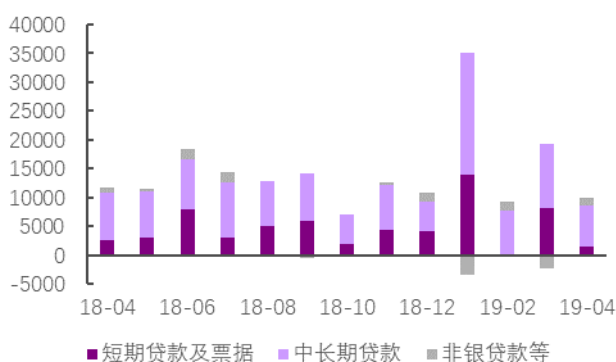
2、融资领域多方面呈现结构性矛盾

4月份，从融资的角度看，结构性矛盾问题仍比较突出。主要表现在以下几个方面：**第一，大型金融机构和中小机构的投向矛盾。**今年以来，大型金融机构投放稳定，对公中长期贷款投放积极，大型银行因客户结构因素，在基建“补短板”方面发挥了积极作用，而中型金融机构对公信贷面临不同程度的“资产荒”，造成信贷“月初回落、月末冲高”，低风险偏好推动持续向零售端转型。小型机构受小微领域政策扶持力度加大影响，投放增长较好。**第二，房地产、基建与传统制造业的行业投向矛盾。**根据人民银行公布的一季度信贷投向报告显示，以按揭为代表的房地产业贷款维持在较高速增长，同比增长18.7%，基建领域金融资源可得性增加，但由于工业领域“产能过剩”问题较突出，工业中长期贷款增速仅为7.4%。**第三，区域信贷的**

不均衡问题可能比较突出。从金融风险分布地图看，东北、华北、西南地区信用风险事件偏多，传统行业偏多，信用风险区域问题和行业问题双集中，而长三角、珠三角地区经济活力相对较好。但以目前银行总分支三级管理体系，信贷资源区域间分配难以快速协调，容易造成“高风险地区不敢放，但信贷额度不让渡；高增长地区想放但有缺额度”的情况。

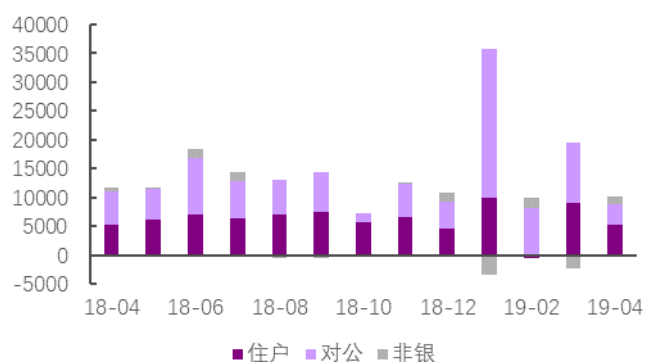
总体来说，4月份信贷增长平平，票据仍然维持高增、非银贷款冲高增加、零售业务转型持续，一定程度上从侧面反映出对公领域的信贷有效需求不足，或者融资结构性冷热不均。这一方面是金融机构在自身风险偏好下的理性选择，另一方面是经济转型压力加大形势下商业银行的无奈之举。5月初，银行间体系流动性再度淤积，隔夜质押利率连续走低至1.1%，可能又反映出5月份以来部分银行贷款增长乏力，流动性存在冗余。

图3：4月贷款增长同环比均呈现少增（亿）



资料来源：人民银行，光大证券研究所整理

图4：4月新增贷款中住户、对公双双回落（亿）

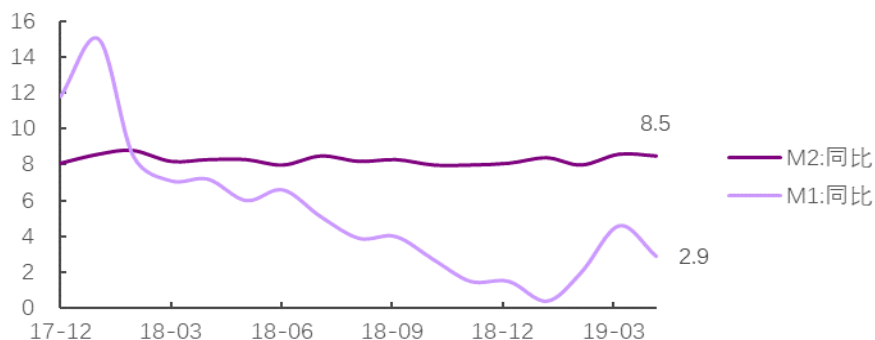


资料来源：人民银行，光大证券研究所整理

3、M1 增长不佳拉低 M2

4月份M1增速较3月末出现较大幅回落，进而拉低了M2增速，也低于我们对于“宽货币”的预期。M1水平一般反映企业生产经营活力状况，若剔除3月末季末冲高因素影响，4月份的企业存款的增长状况驱动我们判断企业生产仅处于弱复苏状态，扩大再生产意愿不足。居民端持续“加杠杆”和财富保有形式变化长期看将对居民一般性存款增长形成影响。受节假日影响，部分财政存款支出顺延至5月投放。

图5：4月份M1增速环比大幅回落，拖累M2增速（%）



资料来源：人民银行，光大证券研究所整理

4、未来信贷增速“稳字当头”

4 月份，经济形势又有新变化，PMI、进出口和通胀等指标均低于市场预期，而融资领域的深层次结构性矛盾还在发酵。当信用投放摘去高增长的面纱之后，经济结构转型的阵痛与融资结构变迁相互影响，作用于银行体系风险偏好，进而影响银行行为。未来，我们倾向于认为信贷增速宜稳字当头，季节性波动将趋弱。

风险提示：消费金融信用风险回升，银行资产质量改善不如预期

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼