

信用收缩不可轻视，融资成本需要继续下降

——4月金融数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

疫情冲击下信用收缩严重。4月社融增量为9102亿元，大幅低于市场预期。疫情对实体经济的信用扩张产生了很大负面影响。从结构上看，4月社融同比下降主要因为表内融资的下降，社融口径新增人民币贷款同比少增9224亿元。表外融资方面，新增信托贷款同比多增713亿元，可能是基建投资需求带动下政信类信托融资规模扩大的贡献。直接融资规模同比变化不大，企业债券融资和股票融资未对整体社融产生明显拖累。债券融资和股票融资的主体通常是大型企业，而小企业和个人主要以银行贷款融资为主。这一结果反映出疫情对小企业和居民资产负债表的冲击相对更大。4月政府债券发行量较前几个月增幅有明显减少。不过目前政府专项债未发行的额度还有2万亿以上，财政部要求6月底前基本发完，这意味着5月和6月政府债券发行量将有明显提升。

流动性脱实向虚。4月新增信贷6454亿元，大幅低于预期。而且这其中主要是票据冲量，新增票据融资5148亿元。4月份票据转贴现利率一路下行，反映出实体融资需求疲软，银行“以票充贷”。居民按揭贷款出现了历史上除今年2月份之外的第二次“净偿还”，这背后是商品房销售市场的萧条。不过我们认为与2月份不同的是，4月商品房成交量的下降主要还是疫情的冲击，疫情之后商品房销售有望触底回升。居民不含房贷的消费贷款也出现了“净偿还”，因为疫情导致消费场景缺失，居民消费出现被动的下降。企业短期贷款减少1948亿元，同比少减了199亿元。这一方面是一季度末银行用短期贷款冲量，对4月形成透支。另一方面，4月短贷减少量低于往年同期水平，反映出今年4月用短期贷款冲量的情况仍然存在。企业中长期贷款增加2652亿元，同比少增3953亿元，降幅很大，反映出疫情影响下企业长期投资意愿低迷。非银贷款新增1379亿元，这反映出当前整体流动性水平其实非常充裕，但是脱实向虚，无法流入实体经济之内。

货币供给充足，存款水平上升。4月M2同比增长10.5%，较3月提升0.8个百分点，显著高于市场预期。这反映出当前全社会的货币供应其实是比较充足的，货币宽松的效果比较明显。金融机构各项存款余额同比增长10.4%，这是近年来较高水平。居民和企业存款变动均高于以往季节性变化，这是疫情阻碍经济活动的直接结果，同时也意味着社

会解封后经济有反弹的动力。央行上缴利润已有 8000 亿元，而 4 月财政存款增量只有 410 亿元，同比少增 5367 亿元，反映出财政支出正在发力。

信用收缩不可轻视，融资成本需要继续下降。4 月份金融数据反映出全社会信用收缩非常明显。这固然是疫情冲击导致的阶段性影响，未来随着疫情缓解，信用有望重新扩张。不过需要重视的是本轮疫情和 2020 年 2 月有所不同。2020 年 2 月疫情最严重的时期，虽然也出现了信用收缩，但是居民和企业的中长期贷款并未出现如此大幅度的下降。当时企业和居民仍然预期疫情对经济的冲击是短期的，但是现在疫情已经具有长期性，未来也具有较大的不确定性。在这种情况下企业很难设定长期的预期和规划，这对于企业的长期投资非常不利。我们认为这也是企业中长期贷款出现如此大幅度下滑的原因。如果不能有效改善企业预期，那么未来信用虽会反弹扩张也将会力度有限。遏制信用收缩是当前政策应关注的方向。首先，企业融资成本需要继续下降，LPR 加点可能下调。随着上海等地新增病例逐步减少，经济重启在即。未来融资成本的降低将有助于企业经营活动的恢复速度。目前央行政策上有通胀和美联储加息的双重顾虑，政策利率不易下调，但是 LPR 加点还有下调空间。4 月份，央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，这将推动存款利率下降。近期多家银行各期限定期存款及大额存单利率均已下调 10bp，降低了银行负债端成本。加之此前央行降准释放了一定的流动性，目前商业银行对 LPR 加点报价的下调条件已经成熟。央行在近期也强调，要发挥贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业综合融资成本，这也指向 LPR 有下调的可能。其次，政府信用扩张力度要保证，以免出现全社会信用坍塌。今年又是比较明显的“政府加杠杆”的年份，居民和企业资产负债表的收缩需要政府信用扩张来托底。财政部要求地方政府专项债在 6 月底前发放完毕，这为未来新的财政计划留出了空间。我们认为今年有发行特别国债的必要性，用于增加对居民和企业的纾困措施，也可以补充政府财政收入的减少，保证政府投资力度。

风险提示：疫情冲击企业信心；政策不及预期。

目录

1. 数据	5
2. 疫情冲击下信用收缩严重	5
3. 货币供给充足，存款水平上升	7
4. 信用收缩不可轻视，融资成本需要继续下降	8

图表目录

图表 1: 新增社融规模大幅下降	5
图表 2: 社融存量同比下降	5
图表 3: 企业直接融资变化不大	6
图表 4: 政府债融资阶段性下降	6
图表 5: 票据冲量, 实体融资下降	6
图表 6: 非银贷款增加, 货币脱实向虚	6
图表 7: 货币供给充足	7
图表 8: 存款水平上升	7
图表 9: 今年是政府加杠杆的年份	8

1. 数据

4月社会融资规模增加9102亿元，预期（Wind，下同）2.03万亿元，前值46500亿元。

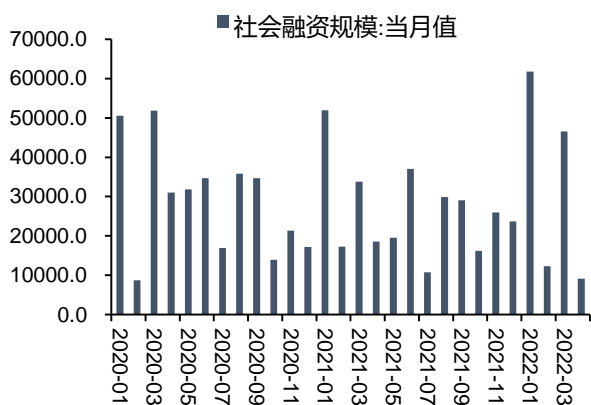
4月新增人民币贷款6454亿元，预期1.46万亿元，前值3.13万亿元。

4月M2同比增长10.5%，预期9.9%，前值9.7%。

2. 疫情冲击下信用收缩严重

4月社融增量为9102亿元，大幅低于市场预期。新增社融同比少增9468亿元，存量社融同比下降0.4个百分点至10.2%。疫情对实体经济的信用扩张产生了很大负面影响。

图表 1：新增社融规模大幅下降



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

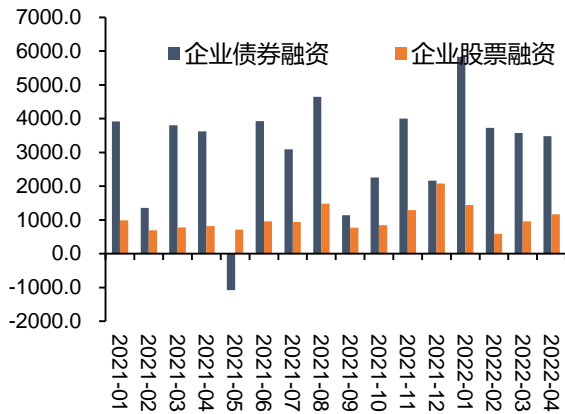
图表 2：社融存量同比下降



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

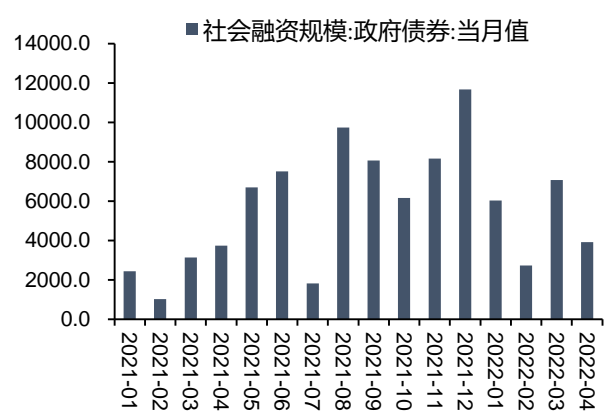
从结构上看，4月社融同比下降主要因为表内融资的下降，社融口径新增人民币贷款同比少增9224亿元。表外融资方面，新增信托贷款同比多增713亿元，可能是基建投资需求带动下政信类信托融资规模扩大的贡献。直接融资规模同比变化不大，企业债券融资和股票融资规模分别为3479亿元和1166亿元，分别同比少增145亿元和多增352亿元，表现相对稳定，未对整体社融产生明显拖累。债券融资和股票融资的主体通常是大型企业，而小微企业和个人主要以银行贷款融资为主。这一结果反映出疫情对小微企业和居民资产负债表的冲击相对更大。4月政府债券发行3912亿元，同比增加173亿元，较前几个月增幅有明显减少。不过目前政府专项债未发行的额度还有2万亿以上，财政部要求6月底前基本发完，这意味着5月和6月政府债券发行量将有明显提升。

图表 3：企业直接融资变化不大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

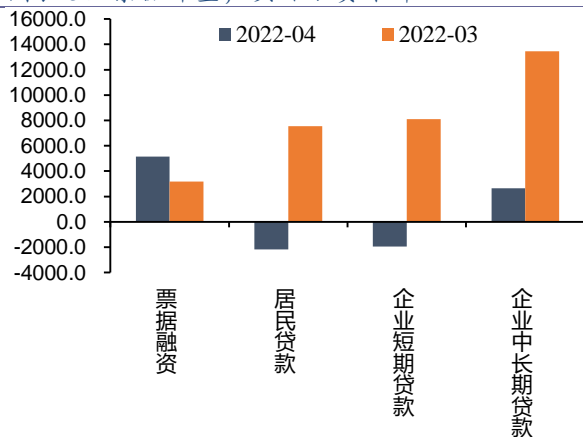
图表 4：政府债融资阶段性下降



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

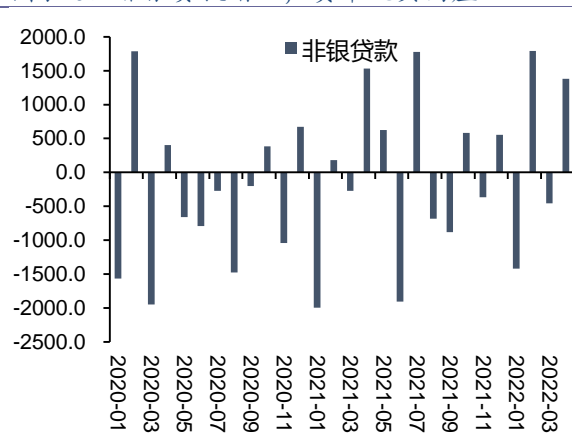
4月新增信贷6454亿元，同比少增8246亿元。这其中主要是票据冲量，新增票据融资5148亿元。4月份票据转贴现利率一路下行，反映出实体融资需求疲软，银行“以票充贷”。住户贷款减少2170亿元，同比少增7453亿元。其中，住房贷款减少605亿元，同比少增4022亿元。本月开始居民贷款统计口径发生变化，分为住房贷款、消费贷款 and 经营贷款三部分。此前我们通常用居民中长期贷款来反映居民购房贷款需求。从这个类比来看，居民按揭贷款出现了历史上除今年2月份之外的第二次“净偿还”，这背后是商品房销售市场的萧条。不过我们认为与2月份不同的是，4月商品房成交量的下降主要还是疫情的冲击，疫情之后商品房销售有望触底回升。居民不含房贷的消费贷款减少1044亿元，同比少增1861亿元。历史经验来看居民消费贷款除了1-2月春节期间影响以外，也很少出现“净偿还”的状况，这与2020年2月消费贷款大幅下降的情况相似，都是因为疫情导致消费场景缺失，居民消费出现被动的下降。新增企业贷款为5784亿元，同比少增1768亿元。其中，短期贷款减少1948亿元，同比少减了199亿元。这一方面是一季度末银行用短期贷款冲量，对4月形成透支。另一方面，4月短贷减少量低于往年同期水平，反映出今年4月用短期贷款冲量的情况仍然存在，这源于长期贷款需求的疲软。企业中长期贷款增加2652亿元，同比少增3953亿元，降幅很大，反映出疫情影响下企业长期投资意愿低迷。非银贷款新增1379亿元，这反映出当前整体流动性水平其实非常充裕，但是脱实向虚，无法流入实体经济之内。

图表 5：票据冲量，实体融资下降



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 6：非银贷款增加，货币脱实向虚

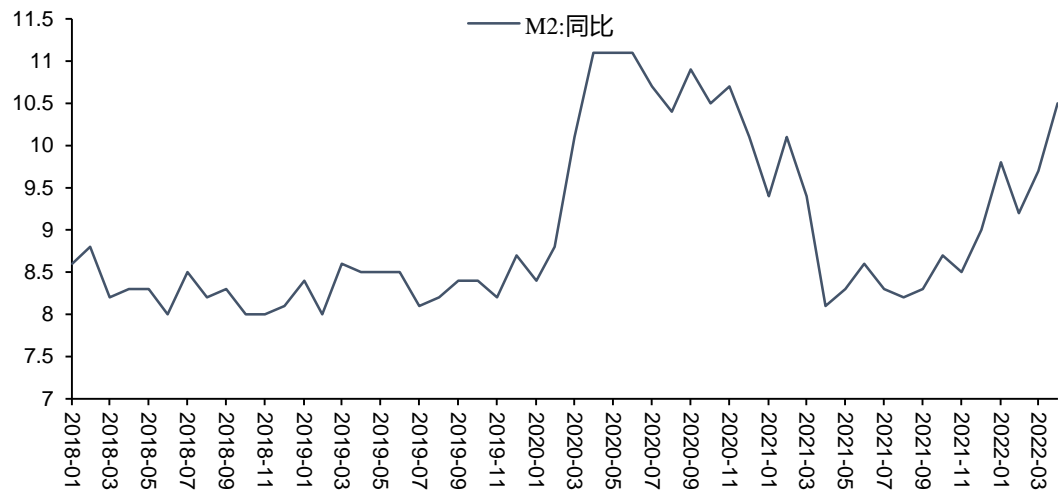


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 货币供给充足，存款水平上升

4月M2同比增长10.5%，较3月提升0.8个百分点，显著高于市场预期。这反映出当前全社会的货币供给其实是比较充足的，货币宽松的效果比较明显。主要的问题是疫情阻碍了经济活动并压制经济预期，导致货币虽宽松但信用扩张困难。M1与M2之差继续下降，反映出经济活力下降，这是疫情的直接影响。

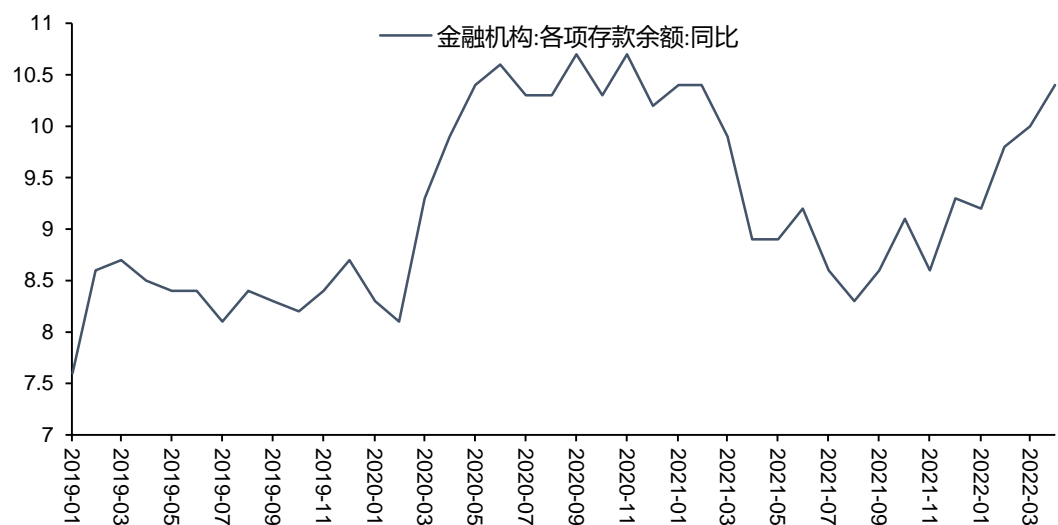
图表 7：货币供给充足



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

金融机构各项存款余额同比增长10.4%，这是近年来较高水平。住户存款减少7032亿元，同比少减8677亿元。非金融企业存款减少1210亿元，同比少减2346亿元。居民和企业存款变动均高于以往季节性变化，这是疫情阻碍经济活动的直接结果，同时也意味着社会解封后经济有反弹的动力。央行上缴利润已有8000亿元，而4月财政存款增量只有410亿元，同比少增5367亿元，反映出财政支出正在发力。

图表 8：存款水平上升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

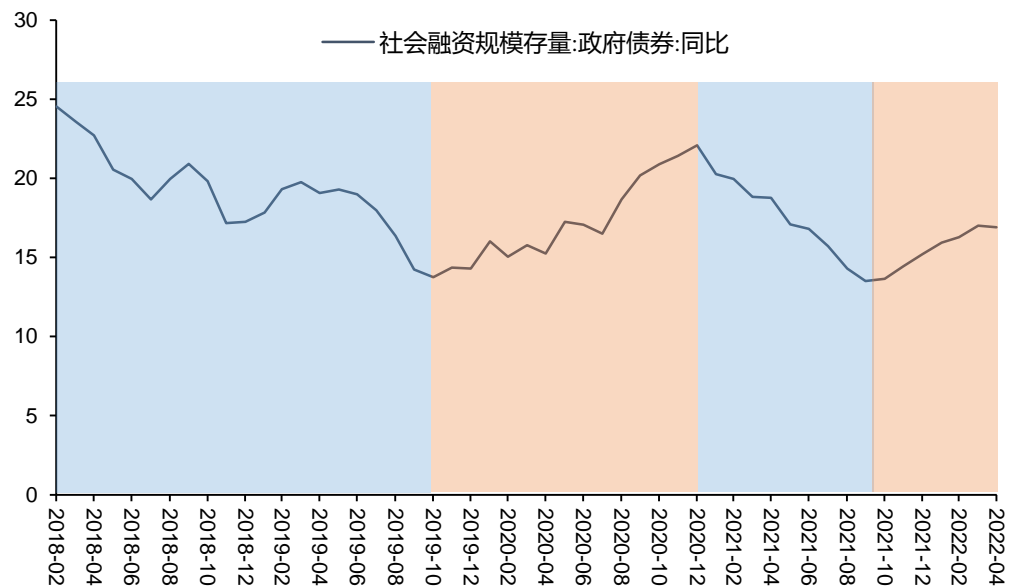
4. 信用收缩不可轻视，融资成本需要继续下降

4 月份金融数据反映出全社会信用收缩非常明显。这固然是疫情冲击导致的阶段性影响，未来随着疫情缓解，信用有望重新扩张。不过需要重视的是本轮疫情和 2020 年 2 月有所不同。2020 年 2 月疫情最严重的时期，虽然也出现了信用收缩，但是居民和企业的中长期贷款并未出现如此大幅度的下降。当时企业和居民仍然预期疫情对经济的冲击是短期的，但是现在疫情已经具有长期性，未来也具有较大的不确定性。在这种情况下企业很难设定长期的预期和规划，这对于企业的长期投资非常不利。我们认为这也是企业中长期贷款出现如此大幅度下滑的原因。如果不能有效改善企业预期，那么未来信用虽会反弹扩张也将会力度有限。遏制信用收缩是当前政策应关注的方向。

首先，企业融资成本需要继续下降，LPR 加点可能下调。随着上海等地新增病例逐步减少，经济重启在即。未来融资成本的降低将有助于企业经营活动的恢复速度。目前央行政策上有通胀和美联储加息的双重顾虑，政策利率不易下调，但是 LPR 加点还有下调空间。4 月份，央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，这将推动存款利率下降。近期多家银行各期限定期存款及大额存单利率均已下调 10bp，降低了银行负债端成本。加之此前央行降准释放了一定的流动性，目前商业银行对 LPR 加点报价的下调条件已经成熟。央行在近期也强调，要发挥贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业综合融资成本，这也指向 LPR 有下调的可能。

其次，政府信用扩张力度要保证，以免出现全社会信用坍塌。今年又比较明显的“政府加杠杆”的年份，居民和企业资产负债表的收缩需要政府信用扩张来托底。财政部要求地方政府专项债在 6 月底前发放完毕，这为未来新的财政计划留出了空间。我们认为今年有发行特别国债的必要性，用于增加对居民和企业的纾困措施，也可以补充政府财政收入的减少，保证政府投资力度。

图表 9：今年是政府加杠杆的年份



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

风险提示：疫情冲击企业信心；政策不及预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。