

宏观数据点评报告

社融超预期扩张 居民户贷款迅速增加

事件：5月9日，央行发布4月份货币金融数据。4月份，广义货币(M2)同比增长8.5%，增速较上月低0.1%，较去年同期高0.2%；4月社会融资规模增量1.36万亿元，社会融资规模存量为209.68万亿元，同比增长10.4%，其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为141.85万亿元，同比增长13.5%

主要观点

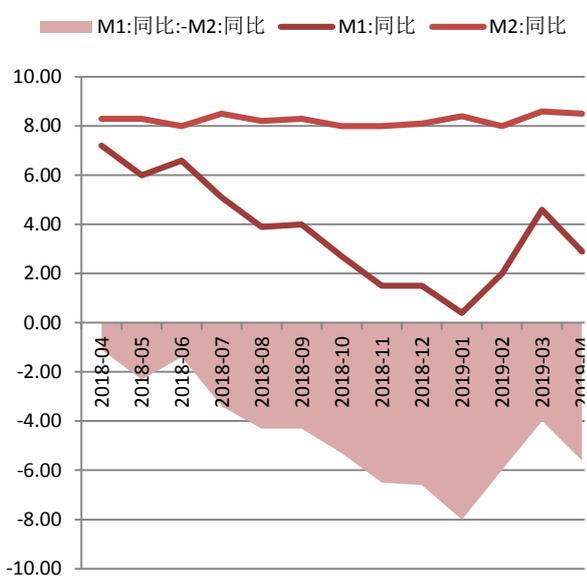
- 社会融资规模环比下滑。**4月社会融资规模增量1.36万亿元，较上月下降近1.5万亿，社会融资规模存量为209.68万亿元，同比增长10.4%，较上月下降0.29%。4月份新增社融下滑主要有以下几方面原因：（1）新增人民币贷款缩量。4月份新增人民币贷款1.02万亿元，同比少增1600亿元，环比少增6700亿元，此与4月中信贷投放政策调整有关。（2）3月份地方债发行大规模放量后，4月份地方债发行节奏放缓，国债接棒地方债放量，地方政府专项债券融资1679亿元，环比少增853亿元，专项债融资对于社融数据拉升力度下降；（3）表外三项由正转负，进一步拖累社融数据。4月份委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别变动-1199/+129/-357亿元，同比分别变动+282/+230/-1181亿元。表外三项累计值继3月放量后由正转负，进一步拖累融资数据；4）企业债券融资亦有所回落。4月企业债券融资3574亿元，同比少增473亿元。
- 企业贷款疲弱，新增人民币贷款减少。**4月新增人民币贷款1.02万亿元，同比少增1615亿元，低于市场预期。其中票据融资同比多增1851亿元，是新增人民币贷款的主要贡献项。短期和中长期企业贷款，同比多减2154亿和少增1845亿，是新增人民币贷款的最大拖累项，我们推测与商业银行贷款发放安排有关，一般一季度贷款发放会比较积极，在全年贷款总额占比也较高，导致前三个月短期贷款和中长期贷款同比多增显著。随着贷款计划的执行，额度指标的不断降低，公司信贷存在增速继续缓慢下滑趋势。同时也侧面反映企业流动性仍然维持紧平衡，产能扩张动力不足。在居民部门贷款方面，可以相当明显地看到，短贷由上个月的4294亿下降至本月的1093亿，应该与监管部门打击信贷资金入股市有关，而中长期居民贷款由上月的4605亿小幅下滑至本月的4165亿，与政策高压下的地产市场热度逐渐消退相关。
- 货币增速回落。**4月末，广义货币(M2)余额188.47万亿元，同比增长8.5%，增速比上月末低0.1个百分点，比上年同期高0.2个百分点；狭义货币(M1)

经济数据	单位	4月	3月
CPI	同比%	2.50	2.30
PPI	同比%	0.90	0.40
工业增加值	同比%	0.00	8.50
投资	同比%	0.00	6.30
消费	同比%	0.00	8.70
出口	同比%	-2.70	13.80
进口	同比%	4.00	-7.90
贸易顺差	亿美元	138.40	324.20
M2	同比%	8.50	8.60
M1	同比%	2.90	4.60
新增贷款	亿元	10,200	16,900
外汇占款	亿元	0.0	-4.6

余额 54.06 万亿元, 同比增长 2.9%, 增速分别比上月末和上年同期低 1.7 个和 4.3 个百分点; 流通中货币 (M0) 余额 7.4 万亿元, 同比增长 3.5%。当月净回笼现金 976 亿元。4 月份金融机构各项存款余额同比增长 8.5%, 较上月下滑 0.2%, 在信贷活动放缓以后, 存款的增速也必然相应地放缓。

- **政策基调发生变化。**在良好的 4 月基本经济金融数据公布之后, 人民银行在 4 月 15 日的第一季度货币政策例会中对于宏观经济以及金融服务实体经济的质量和效率都表达了乐观的看法, 在之后的政治局会议上, 决策层进一步指出“主要宏观经济指标保持在合理区间, 市场信心明显提升”, 并给出了下一阶段的政策方向, “坚持宏观政策要稳, 微观政策要活、社会政策要托底的总体思路”, 从我们的理解来看, 去年下半年的极度宽松的总量政策要告一段落, 而改革与结构调整政策取代总量政策是下一个阶段的主要政策方向。正是在这个背景下, 我们看到, 中央银行对于金融机构的贷款投放与债券市场参与者的投资活动都进行了一些窗口指导。在上个月对货币金融数据的解读中, 我们就曾经提到过, “后续我们密切关注政策在应对资产价格的回升的表态, 这将直接影响贷款的可得性及货币增速的走向”。政治局会议强调的当下经济下行更多的是结构性体制性因素的看法应该也能得到市场参与者的认同, 然而结构调整和改革政策的实施以及红利的释放目前依然是一个不确定的过程。从我们对于当下政策的推进进程的理解来看, 我们仍然倾向于认为, 总量政策在未来仍将扮演一个不可或缺的角色。

图 1： 货币增速回落



数据来源：Wind，鑫元基金整理

图 2： 社融主要分项回落



数据来源：Wind，鑫元基金整理