



2020 年 5 月 11 日

金信期货研究院

货币政策边际宽松可期，关注结构性机会

——4 月社融数据点评

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

内容提要

北京时间 5 月 11 日，中国人民银行公布了 4 月社融相关数据：1) 社会融资规模 3.09 万亿元，前值 5.15 万亿元，预期 2.16 万亿元；2) 金融机构新增人民币贷款 17000 亿元，前值 28500 亿元，预期 13033 亿元。3) M2 同比 11.1%，前值 10.1%，预期 10.1%。

1、社融规模同比增加主因新增人民币贷款和企业债券融资同比大增，显示 4 月以来政策支持实体经济融资取得显著成效。4 月社融规模存量累计同比 12.3%，较前值增加 0.5 个百分点，维持今年以来同比加速态势，4 月定向降准落地，叠加 OMO 利率、MLF 利率、LPR 利率调降，营造了宽松的货币环境。

2、我国 4 月地方专项债发行速度明显减慢，一是与新增地方政府债券发行额度的限制有关，二是疫情使 4 月赶工 1-3 月延缓的专项债项目，4 月地方政府专项债发行规模减少符合项目建设实际进程，5 月地方政府专项债发行规模环比和同比有望较大幅度增加。

3、我们认为，5 月经济下行压力仍大，尤其是 5-7 月我国出口增速或持续较大幅下滑，我国加大货币政策积极力度缓解企业经营困难是大概率事件，与此同时，刺激内需政策或将加码，基建投资力度也将加大，为此 5 月社融环比和同比料将较大幅度增长，市场流动性预计将边际宽松，5 月降准和调降 OMO、MLF 利率均可期待。

4、5 月基建投资增速大幅攀升概率很大，叠加市场流动性宽松，相关产业链商品价格回升的确定性高。

5、欧美正推进复工复产，对商品价格有一定推升作用，但全球主要经济体部分复工复产地区疫情爆发，或拖累全球复工复产进度，5 月商品价格上升空间有限。

6、疫情对经济的较长期负面冲击压制资本市场持续回暖，需警惕中美贸易摩擦陡然升级，美国经济数据不及预期、疫情在欧美、印度、巴西和非洲的超预期爆发风险。当前商品市场对负面消息高度敏感，需警惕黑天鹅事件的冲击，关注短期利率变化。

风险提示

疫情在全球超预期蔓延，中美贸易摩擦超预期升级，全球经济增长不及预期



扫码关注获取更多资讯

请务必仔细阅读正文之后的声明

北京时间 5 月 11 日，中国人民银行公布了 4 月社融相关数据：1) 社会融资规模 3.09 万亿元，前值 5.15 万亿元，预期 2.16 万亿元；2) 金融机构新增人民币贷款 17000 亿元，前值 28500 亿元，预期 13033 亿元。3) M2 同比 11.1%，前值 10.1%，预期 10.1%。

一、社融增速攀升延续，5 月货币政策边际宽松可期

社融增速继续攀升。4 月社会融资规模 3.09 万亿元，高于近 5 年（含今年）4 月社融的平均值 1.94 亿元，环比减少 20592 亿元，同比增加 14190 亿元，其环比大减大部分可以由季节性因素解释，但同比大增超出市场预期，4 月货币政策积极程度超市场预期。**社融当月同比增加主因新增人民币贷款和企业债券融资同比大增**，4 月新增人民币贷款和企业债券融资分别为 16200 亿元和 9015 亿元，同比增加 7467 亿元和 5066 亿元，显示 4 月以来政策支持实体经济融资尤其是支持企业融资取得显著成效。4 月社融规模存量累计同比 12.3%，较前值增加 0.5 个百分点，维持今年以来同比加速态势，4 月定向降准落地，叠加 OMO 利率、MLF 利率、LPR 利率调降，共同营造了宽松的货币环境。

表内、表外融资同比均大幅增长。表内融资同比大幅增加，4 月新增人民币贷款和新增外币贷款同比分别增加 7467 亿元和 1240 亿元，共增加 8708 亿元。表外融资同比增加明显，新增委托贷款、新增信托贷款和新增未兑现银行承兑汇票同比分别变化 618、-106 和 934 亿元，显示表外融资同比大增主要由新增委托贷款和新增未贴现银行承兑汇票同比增长推动，而新增信托贷款同比低位减少一定程度和监管趋严相关，5 月 8 日银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，向社会公开征求意见，对非标类信托产品管控十分严格。

地方专项债发行速度明显减速。4 月新增地方政府专项债环比减少 2987 亿元，同比减少 1076 亿元，显示我国 4 月地方专项债发行速度明显减速。1-3 月地方政府专项债发行速度快于去年，但 4 月发行速度有所放缓，一是与新增地方政府债券发行额度的限制有关，二是疫情使得 4 月赶工 1-3 月延缓的专项债项目，4 月地方政府专项债发行规模减少符合项目建设实际进程。5 月地方政府专项债发行规模环比和同比有望较大幅度增加，5 月 6 日，国务院常务会议要求，在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元基础上，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。

信贷同比大增。中长期贷款、短期贷款及票据融资同比大幅增长推动信贷同比大增，显示信贷融资兼顾长短期。企业部门信贷融资规模同比增量显著大于居民户，尤其是企业中长期贷款同比增量大幅高于居民户，显示信贷向企业部门略偏斜。居民户短期信贷同比增幅明显大于中长期信贷，从一定程度可以由居民受疫情影响减少耐用品消费解释。4 月金融机构新增人民币贷款 17000 亿元，高于近 5 年（含今年）4 月社融的平均值 11111 亿元，同比增加 6800 亿元。**短期贷款及票据融资 6128 亿元，同比增加 4578 亿元**，其中票据融资 3910 亿元，同比增加 2036 亿元。**中长期新增人民币贷款 9936 亿元，同比增加 2948 亿元**。非金融性公司及其他部门贷款 9563 亿元，同比增加 6092 亿元，其中，**企业中长期贷款为 5547 亿元，同比增加 2724 亿元，企业短期贷款为 -62 亿元，同比增加 1355 亿元**。居民户新增人民币贷款 6669 亿元，同比增加 1411 亿元，其中居民户短期新增人民币贷款同比增加 1187 亿元，居民户中长期新增人民币贷款同比增加 224 亿元。

经济活动明显增加，M1 同比和 M2 同比均加速。4 月 M2 同比 11.1%，较前值上升 1.0 个百分点，M1 同比 5.5%，较前值增加 0.5 个百分点，显示 M2 与 M1 的剪刀差明显扩大，这与 4 月经济活动明显增加有关，数据显示，M1 环比减少 4850 亿元，M2 环比增加 12577 亿元，说明市场持有类现金的总金额减少，企业增加了生产投资。

我们认为，5 月经济下行压力仍大，尤其是我国 4 月出口增速超预期大幅反弹主要是因为企业生产 1-3 月积压的订单，4 月企业新出口订单下滑非常明显，新出口订单 PMI 大幅低于枯荣线传导至出口增速明显放缓需要约 3 个月，预计 5-7 月我国出口增速或持续较大幅下滑，对我国经济冲击将十分明显，我国加大货币政策积极力度缓解企业经营困难是大概率事件，与此同时，刺激内需政策或将加码，基建投资力度也将加大，为此 5 月社融环比和同比料将较大幅增长，市场流动性预计将边际宽松，5 月降准和调降 OMO、MLF 利率均可期待。

二、复工复产推升商品价格概率大，但疫情在复工地区爆发对价格上升形成压制

我们认为，市场已经充分认识到新型肺炎疫情将贯穿今年全年，全球主要经济体加快复工复产步伐，虽然近期中美贸易摩擦有升级的迹象，但短期中美贸易摩擦陡然升级的可能性不大，商品价格预计主要受全球复工复产影响。

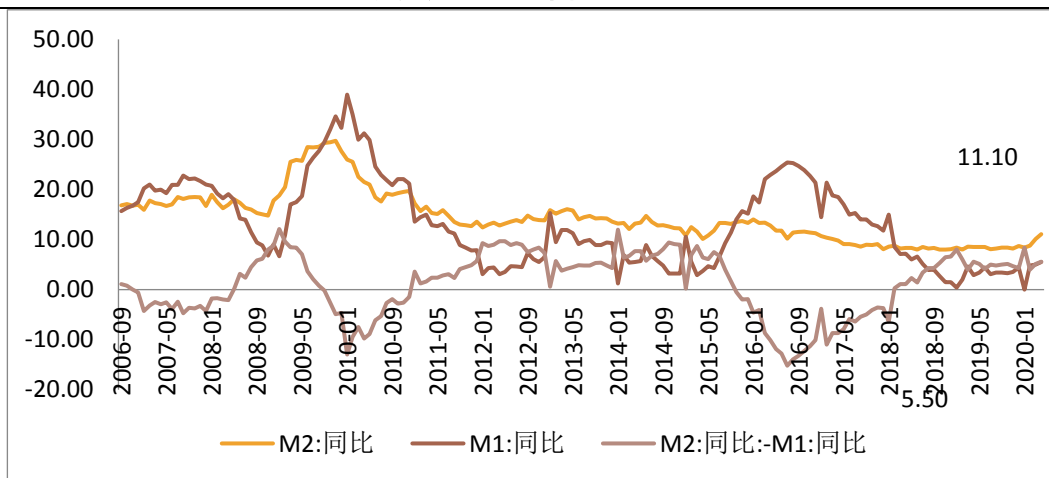
从国内来看，5 月基建投资增速大幅攀升概率很大，叠加市场流动性宽松，相关产业链商品价格回升的确定性高。

欧美正推进复工复产，对商品价格有一定推升作用，但需注意的是，全球主要经济体部分复工复产地区疫情爆发，或拖累全球复工复产进度，5 月商品价格上升空间有限。美国方面，大部分已经复工复产的州疫情出现明显反弹，或拖慢其他州复工复产节奏（共和党控制州复工复产积极，民主党控制的州复工复产保守，而民主党控制的州的 GDP 占美国 GDP 的 55% 以上），拖累美国经济复苏。市场预计 5 月美国非农就业人数减 500 万人左右，失业率或攀升至 20%；中国方面，5 月 10 日吉林市新增 3 例本地新型冠状病毒肺炎确诊病例；欧洲方面，法德出现聚集性感染，法国 9 日宣布公共卫生紧急状态延长至 7 月 10 日。

6-9 月处于疫情逐步控制期，经济回暖的确定性高，叠加流动性宽松和全球主要商品价格处于低位，商品价格回暖的可能性较高；市场避险情绪或下降，黄金价格趋势小幅下行的概率较大；原油价格或阶段性持续反弹，当前油价有下跌空间但不大。

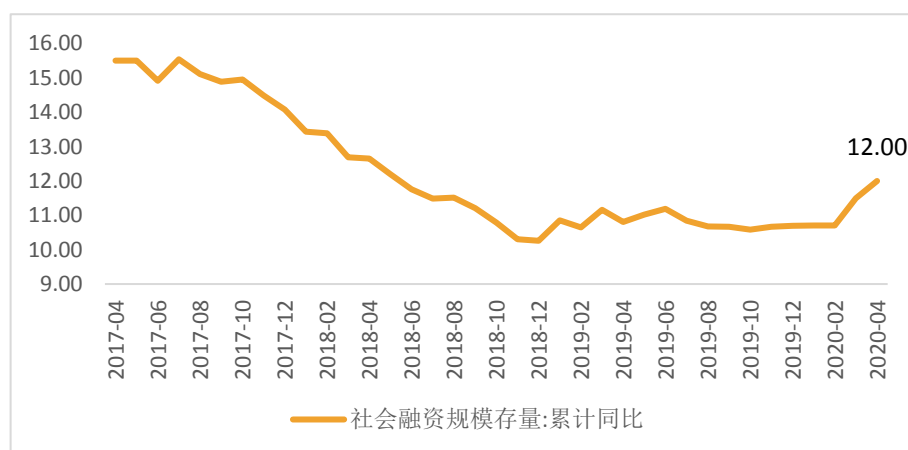
疫情对经济的较长期负面冲击压制资本市场持续回暖，需警惕中美贸易摩擦陡然升级，美国经济数据不及预期、疫情在欧美、印度、巴西和非洲的超预期爆发风险。当前商品市场对负面消息高度敏感，需警惕黑天鹅事件的冲击，关注短期利率变化。

图 1：M2 同比、M1 同比及其剪刀差：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 2：社会融资规模存量累计同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

三、 风险提示

疫情在全球超预期蔓延，中美贸易摩擦超预期升级，全球经济增长不及预期。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。