

3月社融创历史新高，助力经济修复

——3月金融数据点评

报告摘要：

3月新增社融再次重回5万亿，创历史新高，实体融资多方位回暖。信贷规模放量以及企业债发行井喷是导致社融环比大幅增加的主因。其中，对实体经济发放的人民币贷款新增30374亿元，同比多增10790亿元，主要受支持防疫保供、复工复产等一系列结构性货币政策推动；企业债券净融资9953亿元，同比多增6407亿元，则与当前发债融资利率较低以及发债条件的放松有关，但也为企业创造先发债融资再投向理财或结构性存款的套利机会。

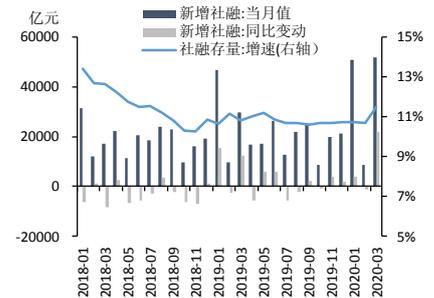
3月信贷规模整体呈现出总量高增，结构优化的特征。总体来看，3月新增人民币贷款28500亿元，同比多增11600亿元，远超2月的9057亿元。结构来看，企业信贷环比规模翻番，3月企业端贷款新增20500亿元，同比多增9841亿元。其中，企业票据融资及中长期贷款出现明显好转，超季节性水平；企业短期贷款表现依旧较强，与政策提供短期抗疫资金，缓解企业现金流短缺有关；居民信贷明显修复，居民新增贷款自2月的-4133亿元提升至3月的9892亿元，超季节性水平。但增量可能是一部分补偿性消费的贡献，后续消费恢复程度还需要进一步观察。

M1、M2增速再度回升，宽松的货币环境将有效支持经济向上修复。3月M1、M2同比增速分别提升至5.0%、10.1%。但是M1与M2剪刀差却在走阔，显示出实际的资金使用效率不高，高量的存款多数以定期的形式留存在银行账户。一是与企业通过低成本融资再转存银行进行套利有关；二是实际生产规模不足，尚未完全匹配高量的信贷投放，多数资金留在账户吃利息；三是居民短期内储蓄意愿可能有所提升。

虽然3月天量社融可能存在2月需求后移以及未来需求的提前透支。但由于二季度是国内经济修复的关键时点，4月以来货币宽松的力度进一步加码，预计后续还会有MLF利率、LPR报价的下调，降准也有望继续推进。我们预计二季度社融将继续有力支撑宽松的信用环境，但结构上可能有所变化。一是债券融资在社融中的地位会进一步提升，尤其是政府债券。二是企业信贷虽会保持较高水平，但一季度天量信贷的局面可能难以为继，企业贷款本身存在早发放早使用的特点，过去5年二季度信贷较一季度收窄50%左右；居民信贷预计相对稳定，从过去5年的均值水平来看，二季度居民信贷较一季度小幅增加。

风险提示：海外衰退风险加剧，内需缓慢修复，警惕理财空转套利。

相关数据



相关报告

《疫情冲击显现，3月修复可期——2月金融数据点评》

20200312

《疫情未冲击1月社融信贷，数据超预期利于复工——1月金融数据点评》

20200224

《实体需求仍稳健，剔除春节效应后1月新增社融信贷有望向好——12月金融数据点评》

20200121

《金融数据如期修复，企业融资向好——11月金融数据点评》

20191211

《季末冲高后社融再度回落，结构上企业中长贷是亮点——10月金融数据点评》

20191112

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

联系人：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003
15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1. 主要数据	3
2. 社融创历史新高，实体融资多方位回暖	3
3. 企业信贷环比翻番，居民信贷迎来良好修复	5
4. M1、M2 再度回升，货币环境持续宽松	6
5. 宽信用显现，二季度有望托底经济	7

图表目录

图 1: 社融增量与社融存量表现	4
图 2: 社融增量的季节性表现	4
图 3: 新增社融分项同比变动值	4
图 4: 政府债券托管数据	4
图 5: 新增外币贷款与人民币汇率	5
图 6: 新增外币贷款与进口金额同比	5
图 7: 新增人民币贷款的季节性表现	6
图 8: 新增中长期贷款贡献减弱	6
图 9: 新增居民贷款结构	6
图 10: 新增企业贷款结构	6
图 11: M0、M1、M2 同比	7
图 12: 新增存款结构同比变动值	7

1. 主要数据

3月社会融资规模增量 51627 亿元，同比多增 22025 亿元，前值 8554 亿元。

3月社融存量 262 万亿元，同比增长 11.5%，前值 10.7%。

3月新增人民币贷款 28500 亿元，同比多增 11600 亿元，前值 9057 亿元。

3月 M2 货币供应同比 10.1%，前值 8.8%。

3月 M1 货币供应同比 5.0%，前值 4.8%。

3月 M0 货币供应同比 10.8%，前值 10.9%。

2. 社融创历史新高，实体融资多方位回暖

3月新增社融再次重回 5 万亿，创历史新高。3月社融增量为 51627 亿元，同比多增 22025 亿元，前值 8554 亿元。3月社融存量同比增长 11.5%，较上月提升 0.8 个百分点。

结构来看，信贷规模放量以及企业债发行井喷是导致社融环比大幅增加的主因。其中，3月对实体经济发放的人民币贷款新增 30374 亿元，同比多增 10790 亿元；新增外币贷款 1145 亿元，同比多增 1142 亿元；企业债券净融资 9953 亿元，同比多增 6407 亿元；政府债券净融资 6363 亿元，同比多增 2951 亿元；表外非标融资新增 2208 亿元，同比多增 1385 亿元，其中未贴现银行承兑汇票同比多增 1453 亿元；股票融资新增 197 亿元，同比多增 75 亿元。

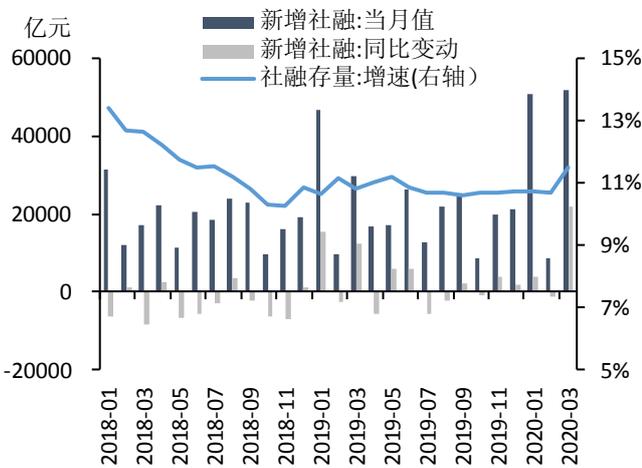
人民币信贷规模的放量主要受支持防疫保供、复工复产等一系列结构性货币政策推动。2月7日，央行设立 3000 亿元抗疫专项再贷款（截至 3月30日，累计发放优惠贷款 2289 亿元）；2月25日，国常会提出增加针对中小微企业的再贷款再贴现额度 5000 亿元（截至 3月30日，累计发放优惠贷款 2768 亿元），同时增加政策性银行 3500 亿元专项信贷额度，并降低支农支小再贷款的利率 0.25 个百分点；3月13日，央行宣布定向降准释放 5500 亿资金；3月31日，国常会提出增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元；央行于 4月15日和 5月15日分两次实施对中小银行的定向降准，预计释放资金 4000 亿元。

企业债券发行井喷则与当前发债融资利率较低以及发债条件的放松有关。3月银行间市场整体流动性充裕，促进短期资金利率有效传导至中长期债券收益率。至 3月末，3年期 AA 级企业债已降至 3.3%，突破 2016 年的低位，而同期 3 个月理财产品收益率表现刚性，3月以来维持在 4% 以上的水平。这也变相为企业提供了先发债融资再投向理财或结构性存款的套利机会。同时，3月1日，《新证券法》对企业债、公司债发行实施注册制，放松了发行条件，也在一定程度带动了债券市场的发行情绪回暖。Wind 数据显示，3月份非金融企业债券市场共发行企业债、公司债、中期票据、短期融资券以及定向工具等信用债券 1610 只，发行规模合计达 1.55 万亿元，相较 2 月份，发行规模翻番。

3月的社融数据结构中有一点值得关注的是，3月新增外币贷款规模创 2015 年以来

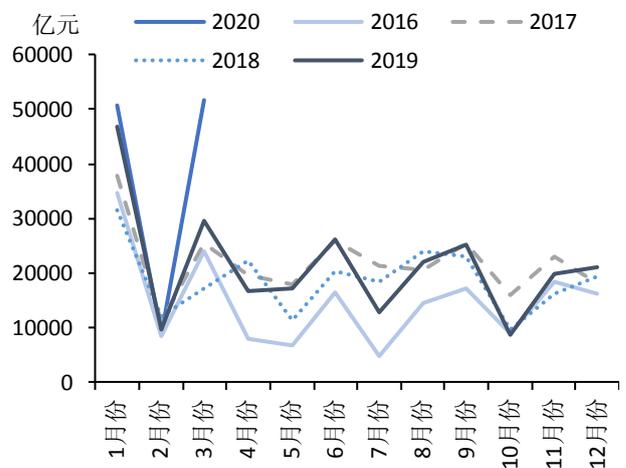
新高，主因3月美元流动性紧张导致对美元需求增加。一般来说，外币贷款规模主要与人民币汇率及企业进口购汇有关。人民币汇率预期升值时，企业会倾向于持有外币贷款；当进口需求走高时，进口企业也会相应增加外币贷款。而从3月整体的情况来看，以上两个常规因素均无法支撑外汇贷款大幅增加。一是受美元指数走高影响，人民币汇率短期承压；二是3月进口规模环比应有所回升，但需求依旧疲软，预计贡献有限。我们估计这种情况可能与资本流动等非常规因素有关，而这一点可以与3月外汇储备变动的情况相印证。3月外汇储备环比减少460.85亿元，而同期美债收益率的走低以及美元兑人民币汇率的相对稳定带来正向估值效应。可见外汇储备流失主要受到全球流动性紧张下的资本外流以及贸易差额收窄的拖累。而进入4月以后，流动性危机基本上已经结束，中美二季度的增速差可能会带来人民币汇率的升值压力，届时外币贷款的规模也会维持在较高水平。

图 1: 社融增量与社融存量表现



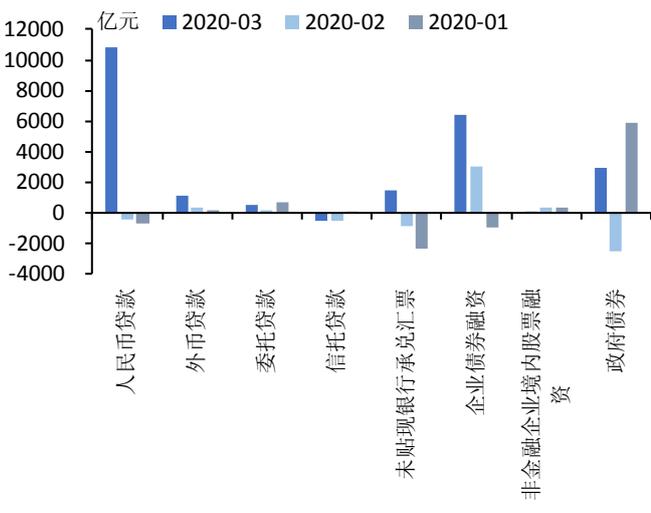
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 社融增量的季节性表现



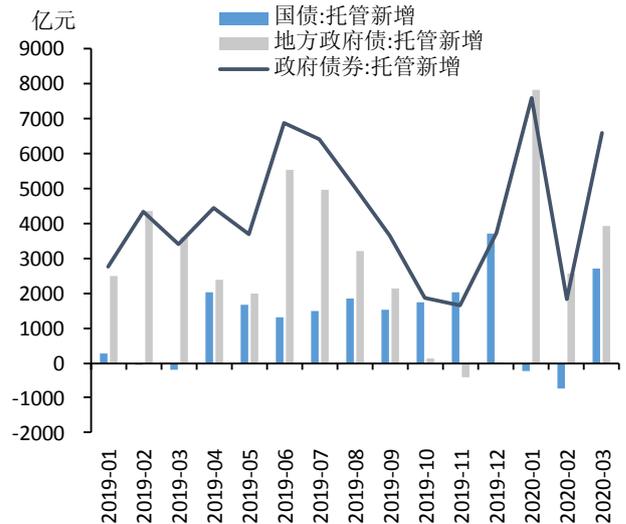
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 新增社融分项同比变动值



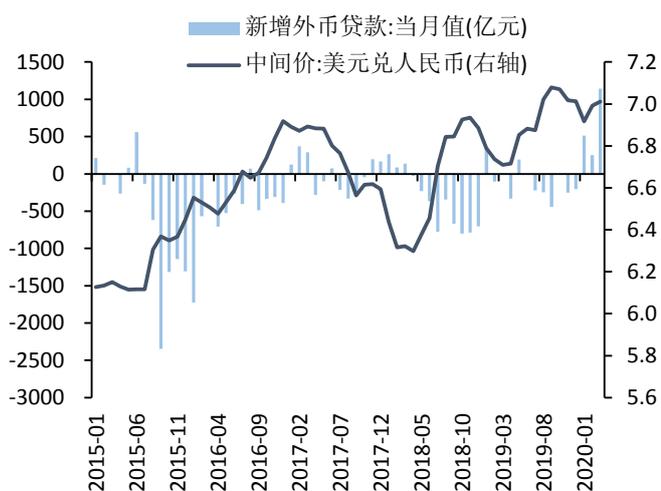
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 政府债券托管数据



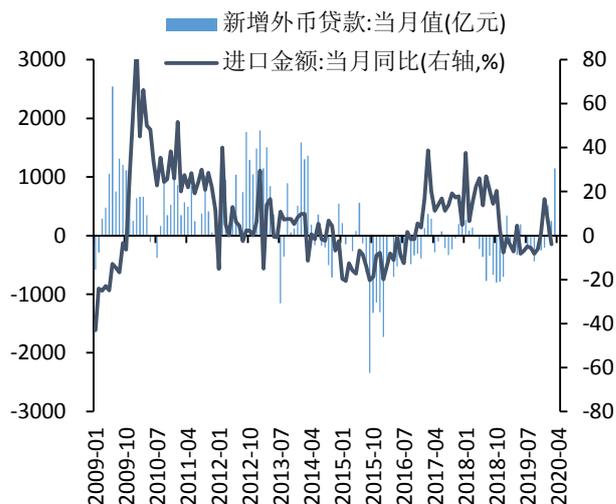
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 新增外币贷款与人民币汇率



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 新增外币贷款与进口金额同比



数据来源: 东北证券, Wind

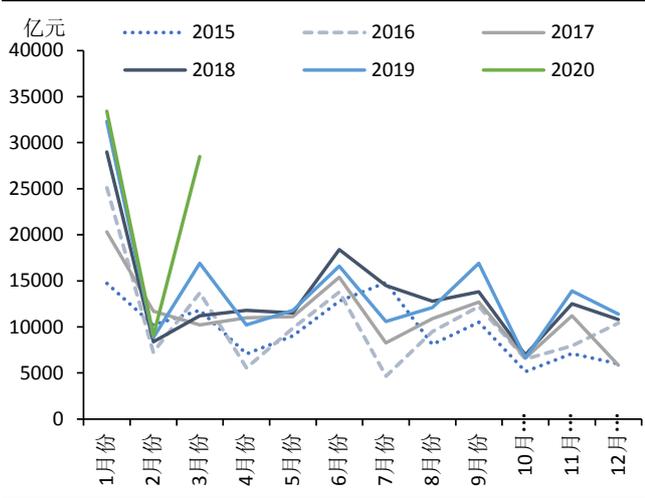
3. 企业信贷环比翻番，居民信贷迎来良好修复

3 月信贷规模整体呈现出总量高增，结构优化的特征。总体来看，3 月新增人民币贷款 28500 亿元，同比多增 11600 亿元，远超 2 月的 9057 亿元。结构来看，企业端信贷虽然依旧是信贷的主力军（占当月新增人民币贷款的近 72%），但居民端信贷明显修复。居民新增贷款自 2 月的 -4133 亿元提升至 3 月的 9892 亿元，超出过去 5 年的历史均值。

居民端来看，3 月居民贷款新增 9892 亿元，同比多增 984 亿元，前值为 -4133 亿元。其中，居民短期贷款新增 5144 亿元，同比多增 850 亿元；居民中长期贷款新增 4738 亿元，同比多增 133 亿元。居民短期贷款修复力度强于中长期贷款，显示出复工复产对于消费修复的支撑，但增量可能是一部分补偿性消费的贡献，后续消费恢复程度还需要进一步观察。中长期贷款回升至季节性水平，也与房地产销售回暖相印证。（3 月 30 城房地产成交面积同比较上月的 -70% 修复至 -37%）

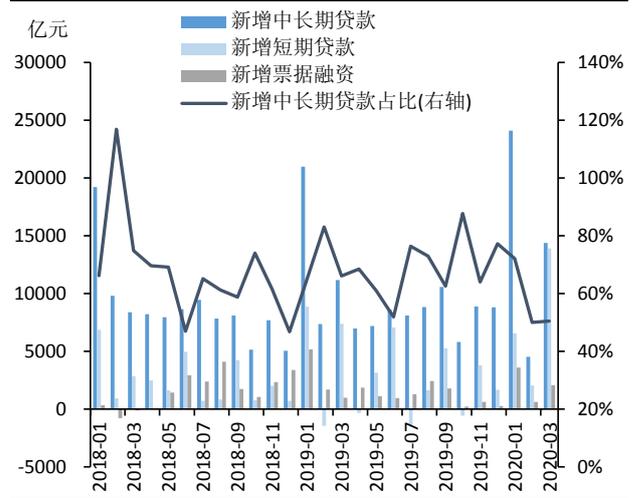
企业端来看，3 月企业端贷款新增 20500 亿元，同比多增 9841 亿元，前值为 11300 亿元。其中，企业短期贷款新增 8752 亿元，同比多增 5651 亿元；票据融资新增 2075 亿元，同比多增 1097 亿元；企业中长期贷款新增 9643 亿元，同比多增 3070 亿元。同 2 月相比，企业票据融资及中长期贷款出现明显好转，超出往年季节性水平，一方面与企业复工复产的持续推进有关，规上工业企业平均开工率自 2 月 26 日的 88.9% 提升至 3 月 28 日的 98.6%，同期中小企业平均开工率自 32.8% 提升至 76%。另一方面，也与前期融资需求后移、基建等新项目筹备有关。企业短期贷款表现依旧较强，远超过去五年的均值 1960 亿元，与政策提供短期抗疫资金，缓解企业现金流短缺有关。

图 7: 新增人民币贷款的季节性表现



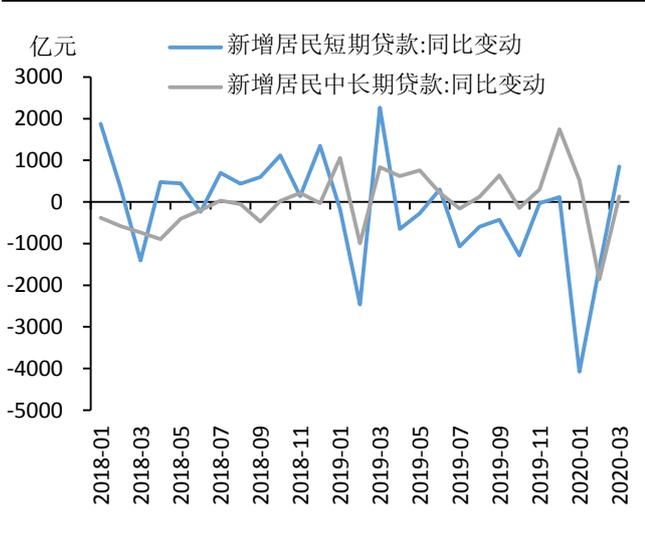
数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 新增中长期贷款贡献减弱



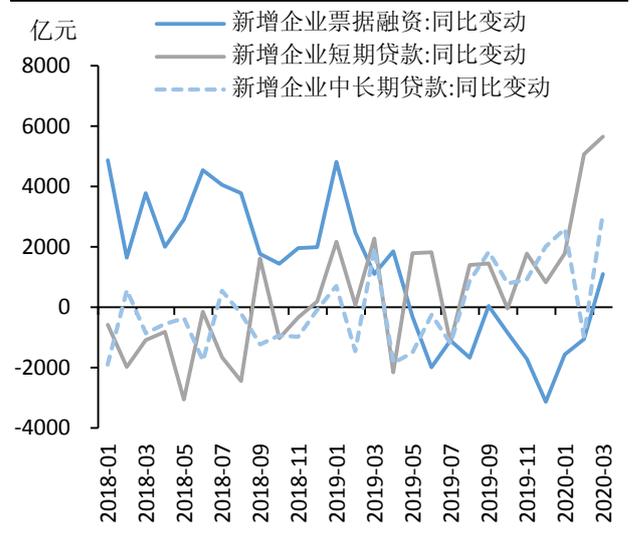
数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 新增居民贷款结构



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 新增企业贷款结构



数据来源: 东北证券, Wind

4. M1、M2 再度回升，货币环境持续宽松

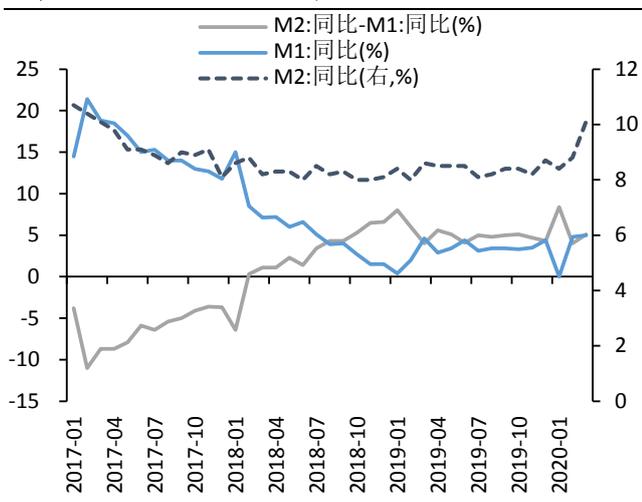
M1、M2 增速再度回升，宽松的货币环境将有效支持经济向上修复。3 月 M1 同比增速为 5.0%，分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 0.4 个百分点；3 月 M2 同比增速为 10.1%，分别比上月末和上年同期高 1.3 个和 1.5 个百分点；3 月 M0 同比增速为 10.8%，分别比上月末和上年同期低 0.1 个和高 7.7 个百分点。

3 月新增人民币存款 41600 亿元，同比多增 24400 亿元，居民及企业存款迎来大幅修复，主要受银行信贷及债券融资放量、减税降费及财政投放导致财政存款内部转移有关。分项来看，3 月新增居民存款 23500 亿元，同比多增 14700 亿元，前值为 -1200 亿元；3 月新增企业存款 31860 亿元，同比多增 12621 亿元，前值为 2840 亿元；3 月新增财政存款-7353 亿元，同比多减 425 亿元，前值为 208 亿元；3 月新增非银存款-14328 亿元，同比多减 2989 亿元，前值为 4924 亿元。

M0 增速小幅回落，资金继续回流至银行体系，当月环比减少 5187 亿元。受疫情影响，春节前提取的现金回流速度明显弱于往年，1 月 M0 环比增加 16060 亿元，2 月回流 5062 亿元，目前剩余 1 万亿左右还未完成回流，预计多数将在 4 月份完成，继续带动 4 月银行间流动性的充裕。

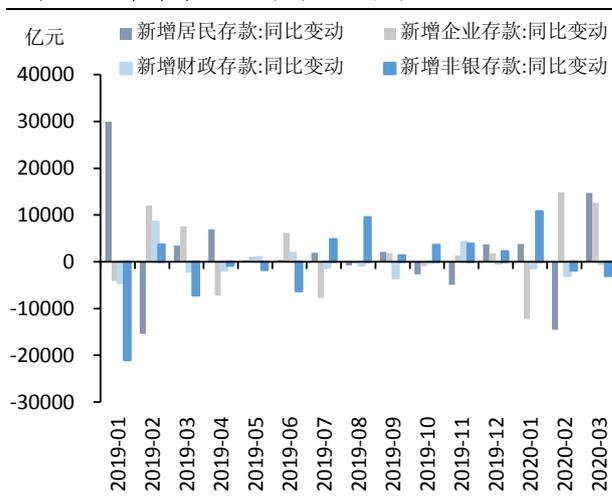
M2 增速虽出现大幅回升，但 M1 与 M2 剪刀差却在走阔，3 月二者之差为 5.1%，显示出实际的资金使用效率不高，高量的存款多数以定期的形式留存在银行账户。一是与企业通过低成本融资再转存银行进行套利有关；二是实际生产规模不足，尚未完全匹配高量的信贷投放，多数资金留在账户吃利息；三是居民短期内储蓄意愿可能有所提升。

图 11: M0、M1、M2 同比



数据来源：东北证券，Wind

图 12: 新增存款结构同比变动值



数据来源：东北证券，Wind

5. 宽信用显现，二季度有望托底经济

正如我们前期预计，3 月新增社融迎来显著修复，前期一系列政策组合拳为企业营造了宽松的融资环境，直接及间接融资双双放量，生产生活的恢复也推动了居民消费及购房需求的相应回升。

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_5872

