

社融创历史新高，居民信贷收缩待改善

——2020年3月货币数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 1-3月国内社融增量为11.08万亿，同比多增2.47万亿；3月当月社融增量为5.16万亿，同比多增2.2万亿。受益货币环境持续宽松，企业复工复产加快以及企业补充现金流需求强烈，国内3月货币数据超预期向好，但疫情蔓延经济下行压力前所未有，企业和居民面临的困难都未完全解决，4月货币宽松力度有望加大。具体来看：

社融：受益货币宽松、复工加快和企业现金流补充，社融创历史新高，增速创19个月新高。3月社融除信托贷款外，其他分项同比均改善，多点开花、超预期增长背后，原因有三：一是疫情冲击下经济下行压力陡增，货币环境非常宽松，一季度流动性增速远高于名义GDP增速；二是3月企业复工复产明显加快，推动融资需求有所回升；三是受疫情影响，企业收入显著下降，为缓解到期债务偿付压力、维持刚性支出，融资补血意愿强烈，如3月企业债券净融资同比多增6407亿元。

信贷：刺激以企业部门为主，居民信用收缩明显。1-3月金融机构新增人民币贷款7.10万亿，同比多增1.29万亿。其中，受益货币加快支持企业复工复产、稳定就业大局，企业短贷和中长期贷款分别同比多增12500和4700亿元，为主要贡献因素，且3月当月中长期贷款增量占一季度增量比重为65%，明显加速；居民短贷和中长期贷款分别同比减少4801和1200亿元，信贷收缩明显，反映居民消费需求显著萎缩，加杠杆购房速度也明显减缓。

流向：基建资金来源加快改善，房地产融资有所改善，但仍整体承压。一方面，受益复工加快和货币宽松，1-3月与基建相关的政府债券、表外融资和其他部门贷款同比变化量，均较1-2月有所提升，表明资金明显加快流向基建领域，且考虑到未来稳增长压力仍大，上述趋势持续可期。另一方面，疫情冲击下，房地产融资全面趋紧，如1-2月房地产开发资金来源同比下降17.5%，较2019年末大幅降低25.1个百分点，其中各资金来源分项均下降较多。往后看，国内宽松货币环境和“三稳”政策有利于部分头部房企缓解融资压力，但居民购房能力和意愿下降，房企融资或整体承压。

- M2增速创三年新高，主要源于3月基础货币投放与货币创造提速，但M1仅微升，表明企业现金流改善有限。**一季度基础货币较去年12月出现下降，但3月份央行加大了基础货币的投放速度、银行贷款创造存款的信用货币创造机制也明显提速、财政存款环比下降较多等，共同支撑M2大幅提高1.3个百分点至10.1%。预计4月受益货币宽松继续加码、企业继续加快复工复产，M2或维持高位增长10%左右。3月M1仅小幅提高0.2个百分点至5.0%，源于单位活期存款增速并未大幅提升，表明受收入下降影响，企业现金流实际改善有限。
- 货币宽松或全面步入快车道，4月将是黄金窗口期。**面对不断蔓延的全球疫情，年内经济下行压力前所未有，为奋力实现小康社会目标，央行将“把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置”，货币政策宽松黄金窗口就在当下。预计M2、社融增速高于名义GDP增速将贯穿全年，货币宽松优先使用“量”的工具，再贷款、再贴现等定向性精准滴灌增量、扩面可期；“价”上也会继续降，降息+降准组合拳或继续打出；节奏上会强化与财政就业政策的协同。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、社融创历史新高，但居民部门信用收缩明显	3
(一) 社融：受益货币宽松、复工加快和现金流补充，社融创历史新高	3
(二) 信贷：刺激以企业部门为主，居民部门信用收缩明显	4
(三) 流向：基建资金来源加快改善，房地产融资或整体承压	5
二、货币投放与创造提速致 M2 创三年新高，M1 微升表明企业现金流改善有限	6
(一) 基础货币投放速度加快和货币创造提速，M2 创三年新高	6
(二) 企业收入下降现金流改善有限，M1 小幅提高 0.2 个百分点	7
三、货币宽松或全面步入快车道，4 月将是黄金窗口期	7

正文：

事件：2020年3月份，社融增量为51627亿元，较上年同期多增22025亿元；新增人民币贷款28500亿元，较上年同期多增11600亿元；货币供应量M1、M2分别同比增长5.0%、10.1%，增速较上月末分别高0.2、1.3个百分点，比上年同期高0.4、1.5个百分点。

一、社融创历史新高，但居民部门信用收缩明显

(一) 社融：受益货币宽松、复工加快和现金流补充，社融创历史新高

3月国内社会融资（简称社融，下同）增量为5.16万亿，同比多增2.2万亿。其中，人民币贷款（社融口径）、企业债券、政府债券分别同比多增10790、6407、2951亿元，为主要贡献因素，另除信托贷款外，本月其他社融分项也均同比有所改善（见图1）。

本月社融多点开花、超预期增长，背后的支撑因素我们认为主要有三点：

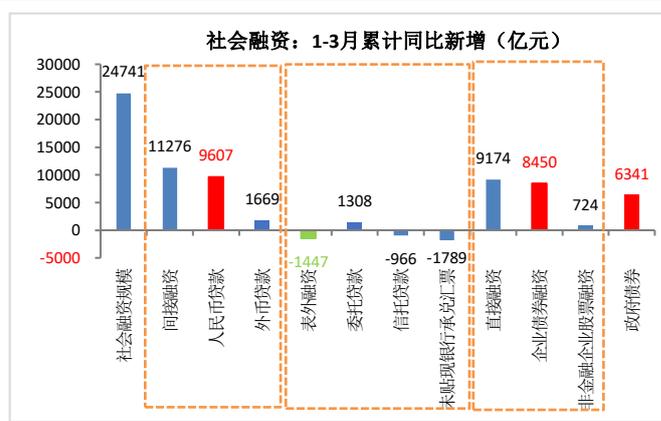
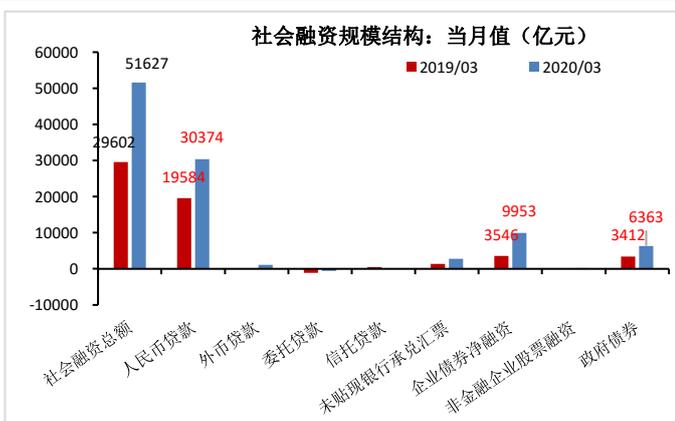
一是疫情冲击下经济下行压力陡增，货币政策逆周期调控加码，货币环境非常宽松。如量的方面，3月社融存量增速达到11.5%，毫无疑问将显著高于同期名义GDP增速；价的方面，年内央行累计下调7天期逆回购政策利率30BP，有效引导了国内整体利率的下行。

二是3月企业复工复产明显加快，企业融资需求有所增加。如工信部数据显示，截止3月28日，全国规上工业企业平均开工率达98.6%，人员平均复岗率达89.9%，比3月1日分别提高3.6个和22个百分点，同期中小企业复工率也达到76%。

三是企业现金流压力较大，融资补血的意愿强烈。受疫情影响，国内企业生产销售活动经历了短暂的停滞，收入流显著减少，现金流断裂风险有所增加，存量债务到期面临较大的偿付压力。为缓解或防止违约，企业融资需求明显增加，如企业债券净融资明显提速为此提供了重要佐证。1-3月国内企业债券净融资达17700亿元，同比增加8450亿元，其中3月当月净融资额高达9953亿元，提速明显。考虑到未来疫情防控趋于常态化，债券违约风险将有所增加，预计后期债券发行有望继续增加。

图 1：3 月社会融资规模与结构

图 2：1-3 月社会融资规模与结构



资料来源：WIND，财信研究院

资料来源：WIND，财信研究院

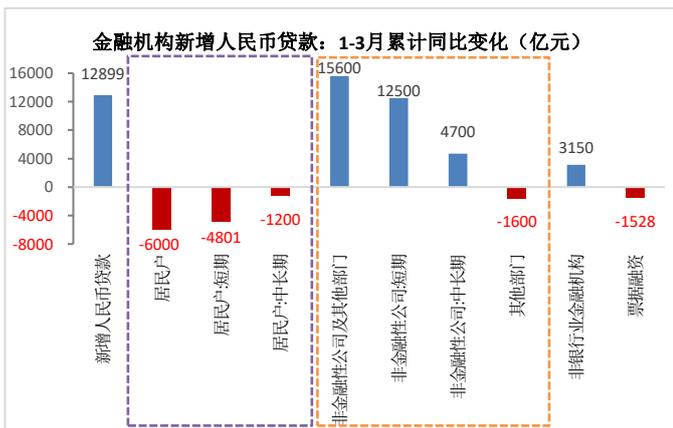
从累计数据看，1-3月社融增量为11.08万亿元，同比多增2.47万亿。其中，人民币贷款（社融口径）、企业债券、政府债券净融资分别同比多增9607、8450和6341亿元，为主要贡献因素（见图2）。因此，一季度社融增长的支撑因素与3月份基本一致。但值得关注的是，一季度表外融资同比少增1447亿元（见图2），表明央行打击金融乱象、防止金融体系内部风险大幅增加的意愿坚定。

（二）信贷：刺激以企业部门为主，居民部门信用收缩明显

1-3月金融机构新增人民币贷款7.10万亿，同比多增1.29万亿。其中，非金融性公司短贷和中长期贷款分别同比多增12500和4700亿元，为主要贡献因素；居民短贷和中长期贷款分别同比减少4801和1200亿元，收缩明显（见图3）。

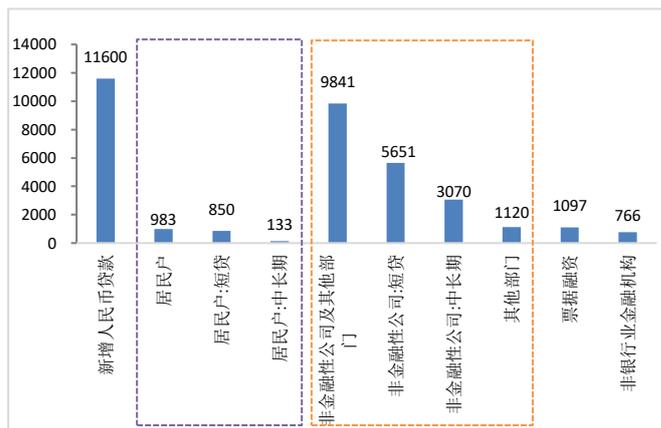
具体看3月当月数据，金融机构新增人民币贷款2.85万亿，同比多增1.16万亿。其中，非金融性公司短贷和中长期贷款分别同比多增5651和3070亿元，仍然是主要贡献因素；居民部门贷款、票据融资、其他部门贷款均同比多增1000亿左右，较上月小幅有所改善（见图4）。

图3：金融机构新增人民币贷款：1-3月累计同比变化



资料来源：WIND，财信研究院

图4：金融机构新增人民币贷款：当月同比变化



资料来源：WIND，财信研究院

上述信贷数据，整体上传递出了两个明显的信号：

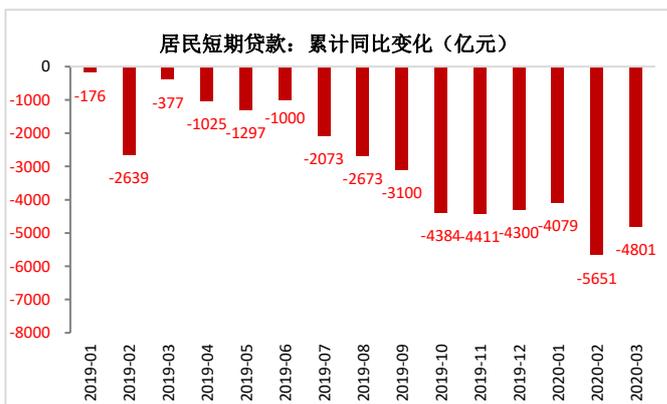
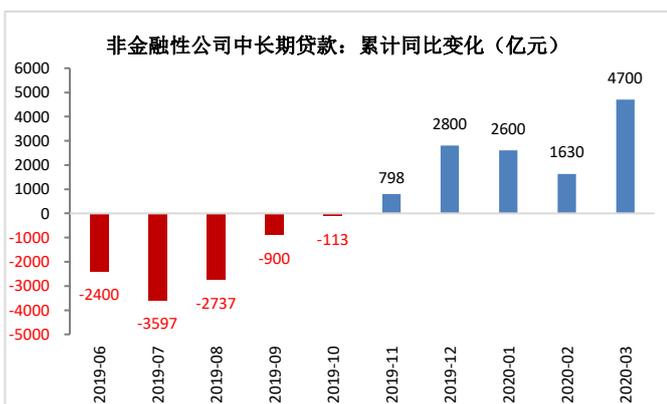
一是国内信贷支持着重向企业倾斜，且企业中长期贷款比重显著增加。如一季度企业部门贷款增量超过了全部新增人民币贷款，表明前期结构性信贷政策效果正在显现，货币政策重点稳住更多企业“基本盘”、稳定就业大局的意图明显。另外，3月当月企业中长期贷款同比多增3070亿元，占一季度增量的65%，明显加速（见图5），表明随着国内疫情防控步入尾声，支持企业加快复工复产接替提供流动性为主成为货币政策的着力点，为企业提供更多中长期低成本资金显得尤为迫切。考虑到2020年完成全年经济社会发展目标时间紧、任务重，叠加海外疫情扩散蔓延加大国内就业压力，预计货币政策方向不会发生改变，国内信贷结构持续优化可期。

二是居民部门信用收缩压力大，消费需求较为疲软。一方面，居民短贷金额已连续

15 个月出现同比降低，且降幅呈扩大趋势（见图 6），这并非正常现象，反映出居民消费需求受疫情影响显著萎缩，如 1-3 月国内汽车消费降幅达 42.2%，较 1-2 月还扩大了 0.4 个百分点。另一方面，居民加杠杆购房速度明显减缓，如反映购房需求状况的居民中长期贷款，一季度同比下降 1200 亿元，3 月单月也仅同比增加 133 亿元。因此，为稳定增长，消费的政策刺激力度有待进一步加大，居民部门的信用收缩压力也亟待缓解。

图 5：非金融性公司中长期贷款：累计同比变化

图 6：居民短期贷款：累计同比变化



资料来源：WIND，财信研究院

资料来源：WIND，财信研究院

（三）流向：基建资金来源加快改善，房地产融资或整体承压

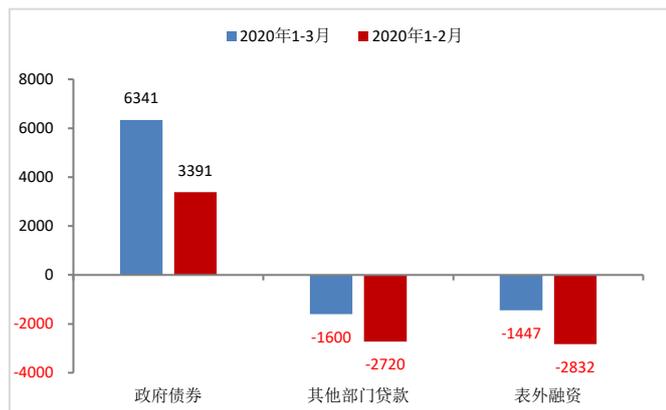
受益复工加快和货币宽松，流向基建领域的资金环比明显改善。如与基建相关的资金，即政府债券（包括国债、地方政府债券）、表外融资以及表内对其他部门的贷款（主要对应机关团体贷款，下同），1-3 月同比变化较 1-2 月分别增加 2951、1385 和 1120 亿元（见图 7）。考虑到海外疫情蔓延对国内外需冲击明显，且 2020 年实现小康社会目标时间紧、任务重，预计基建补短板、稳增长仍不可或缺，流向基建领域的资金或持续改善。

房地产融资全面趋紧，居民购房意愿减弱或对其持续形成拖累。1-2 月房地产开发资金来源同比下降 17.5%，较 2019 年末大幅降低 25.1 个百分点（见图 8）。其中，定金及预收款、自筹资金、个人按揭贷款、国内贷款均下降较多，降幅分别为 23.9%、15.4%、12.4% 和 8.6%。整体上，短期房地产融资全面收紧，主要源于疫情冲击。

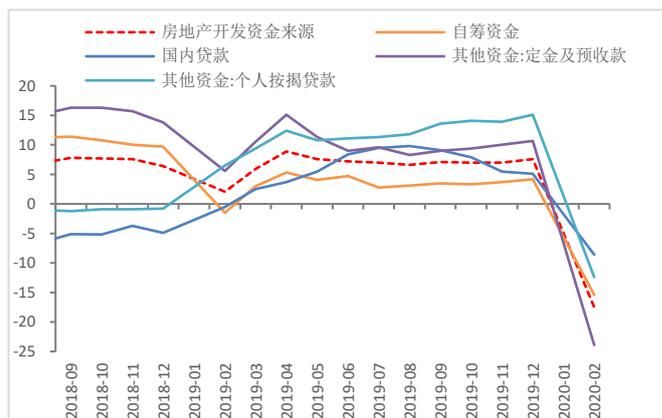
往后看，国内宽松货币环境和“三稳”政策，有利于部分头部房企通过国内贷款和自筹资金保证资金来源。1-2 月受疫情影响，居民购房意愿下降，但 3 月份有所改善，如 3 月居民中长期贷款同比增加 133 亿元，较 2 月份环比增加较多。合计占房地产资金来源比重超五成的个人按揭贷款和定金及预收款，有望随着疫情继续好转和房地产市场回暖，有所增加。但由于国内外经济增速下降，居民收入增速降低，房地产销售难以大幅改善，房企融资将整体承压。

图 7：流向基建领域的资金同比变化（亿元）

图 8：房地产开发资金来源构成及增速（%）



资料来源: WIND, 财信研究院



资料来源: WIND, 财信研究院

二、货币投放与创造提速致 M2 创三年新高，M1 微升表明企业现金流改善有限

(一) 基础货币投放速度加快和货币创造提速，M2 创三年新高

3 月份 M2 增速较上月大幅提高 1.3 个百分点至 10.1% (见图 9)，创三年新高，原因有三：一是基础货币投放增加，如一季度人民银行出台 3000 亿元专项再贷款和 5000 亿元再贷款政策 (据央行公布数据，一季度已发放 5832 亿元贷款)，还有支农支小再贷款和再贴现共 6000 亿元；二是新增贷款大幅增加，贷款创造存款的信用货币创造明显提速，如 3 月当月信贷规模达到 2.85 万亿元，同比多增 1.16 万亿元，反映到金融机构资产负债表上，表现为年内其他存款性公司总资产增速 (见图 10) 也维持回升态势；三是金融机构投资活动增加，如商业银行的股权投资、债券投资增速 (见图 11) 也维持回升态势；四是财政存款下降 7353 亿元，也会阶段性导致商业银行体系存款增加，有利于 M2 增速提高。

根据历史经验，2020 年 4 月份财政存款环比回升，不利于 M2 增速回升，但随着疫情防控向好、企业加快复工复产，4 月是货币政策加码的黄金窗口期，预计信贷增速、债券发行或均维持高位，利于 M2 稳定，预计 4 月份增长 10% 左右。

展望 2020 年，全年 M2 翘尾因素比 2019 年提高 0.4 个百分点 (见图 9)，有利于

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_5888



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>