

信贷发力，渡难关与扩基建

—— 2020年3月金融数据跟踪

宏观简报

◆ 要点

3月人民币信贷和社融增速双超预期，货币政策逆周期调节作用开始显现，有几个重要现象值得关注。从流动性去向看，个体工商户和中小微企业以及基建建筑类企业融资或为主要去向。3月基建类企业发行债券6500多亿，但城投债券超过7成为债务置换类，城投综合口径债务净融资的改善程度尚待观察。

3月末非金融企业存款增速8.4%（较上月末反弹2pct），但企事业单位活期存款增速仅较前月小幅微升0.4pct。或有两个解释：一是机关团体活期存款增速较慢；二是非金融企业活力不强，而企业或在结构性存款、保证金存款等有所加大。以上两种解释均可能成立，有待3月详细数据公布才有结论。

超储利率和央行政策利率的下调均有助降低银行负债成本，我们认为今年上半年央行下调存款基准利率的概率较低（下半年或视疫情对经济影响的严重程度而定），预计4月中旬新增MLF利率将跟随OMO利率下调20个基点，4月长短端的LPR报价利率均有望下行。

后续央行货币政策宽松力度仍在继续（如针对中小银行定向降准1个百分点，增加再贷款再贴现额度1万亿，支持银行发行3000亿小微金融债等），以及财政逆周期作用力度加大（如提高赤字率、发行特别国债和增加新增专项债规模等），我们上调今年信贷和社融增速预期，预计全年人民币信贷增速在11.8-12.3%之间，社融增速在11.5-12.0%左右。总体而言，近期信用扩张，一方面是支持受疫情影响的企业“渡难关”，另一方面也支持基建复苏。

分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

邓巧锋（执业证书编号：S0930517100005）
021-52523805
dengqiaofeng@ebcn.com

一季度新增人民币贷款 7.1 万亿（同比多增 1.29 万亿），新增社融 11.08 万亿（同比多增 2.47 万亿）；其中 3 月新增人民币信贷 2.85 万亿（同比多增 1.16 万亿），新增社融 5.16 万亿（同比多增 2.2 万亿）。3 月末社融余额增速回升至 11.5%（前值 10.7%），M2 增速反弹至 10.1%（前值 8.8%）。3 月金融数据远超市场预期。

流动性去了哪里？

2 月金融数据不甚理想，而个体工商户和中小微企业等抵御疫情冲击能力较弱，尤其是在 3 月海外疫情持续发酵，为年内经济复苏与反弹蒙上阴影。在此背景下货币政策加大逆周期调节力度是必然。3 月中旬央行定向降准释放 5500 亿流动性，并新增投放 1000 亿 MLF，同时 2 月央行推行的 3000 亿防疫专项再贷款、5000 亿再贷款再贴现额度等政策也在陆续落地，3 月人民币信贷与社融双超预期。

流动性去了哪里？是否如去年一季度，低利率催生票据与结构性存款套利呢？或是流向了房地产呢？

从人民币信贷结构看（表 1），居民和企业新增贷款均改善，其中企业同比新增较多，达 9841 亿，且中长期贷款新增较多。根据新闻发布会内容，**居民新增信贷方面**，经营性贷款当月新增 3771 亿，银行对农户和个体工商户的支持力度在加大；而在居民消费贷中，住房贷款和其他消费贷款分别新增 3472、2622 亿，均有所好转，显示地产销售和居民日常消费活动正在逐步恢复。

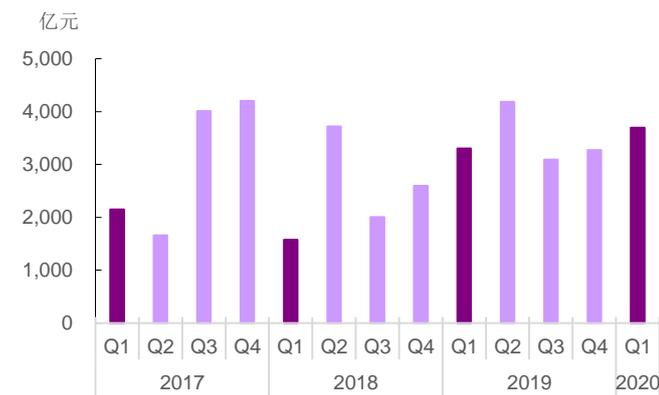
企业新增贷款方面，发布会指出，企业中长期贷款增加比较多，主要是大型企业和重大工程复工后对资金需求比较多。同时，受疫情影响、现金流较紧张的中小微企业，原来到期的贷款可以申请展期，利息也可以延期支付，这部分需求或为企业短期贷款新增较多的原因（维持资金链不至断裂）。在商业信贷之外政策性金融力度也在加大。今年 1 季度政策性金融债净融资额同比环比均显著提高（图 1），结合近期部分省市发改委披露的与政策性银行“稳增长、补短板”项目，预计重大项目建设类贷款发放力度或加大。**综合来看**，受疫情影响较大的个体工商户和中小微企业，稳增长的基建类企业，获得的银行支持力度较大。

表 1：3 月新增人民币信贷结构分布（单位，亿元）

时间	新增人民币信贷	居民	居民：短贷	居民：中长期贷款	非金融性公司	非金融性公司：短贷	非金融性公司：票据贷款	非金融性公司：中长期贷款	非银行业金融机构
2020-03	28,500	9,892	5,144	4,738	20,500	8,752	2,075	9,643	-1,948
2020-02	9,057	-4,133	-4,504	371	11,300	6,549	634	4,157	1,786
2019-03	16,900	8,908	4,294	4,605	10,659	3,101	978	6,573	-2,714

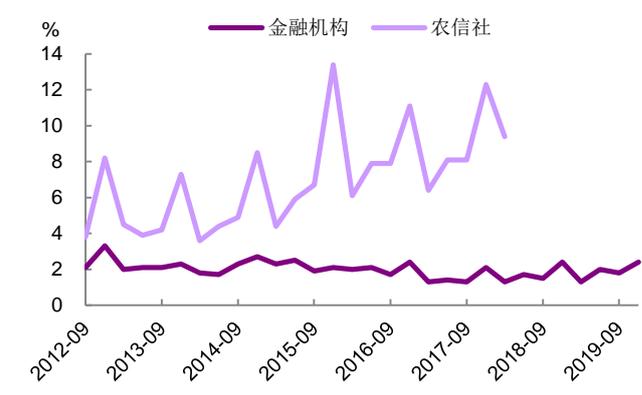
资料来源：Wind

图 1：1 季度政策性银行债券净融资额较往年提升



资料来源：Wind

图 2：金融机构超储率变动



资料来源：Wind，截至 2019 年 12 月末

从社融角度看，外币贷款、未贴票据以及企业债券新增规模均较高。社融口径的信贷（3.04 万亿）高于前述人民币贷款口径，主要在于银行压缩了对非银机构的投资，同时受外围市场降息、稳外贸等因素影响，企业外币贷款新增 1145 亿元（同比多增 1142 亿元）。企业表内外票据规模较高，主要与 3 月企业生产经营活动逐步正常化以及央行再贴现鼓励政策有关。3 月企业债券净融资额 9953 亿，同比多增 6407 亿。

据 Wind 统计今年 3 月企业债券发行量约 1.6 万亿（不考虑到期量），从行业层面看，城投和建筑类企业发行近 6500 亿，能源、电力、房企发行均接近千亿；从期限结构看，1 年以内的债券规模近 6500 亿（占比近 40%）。从行业看基建建筑类是最重要融资领域，不过从债券募集资金用途看，城投债多数为偿还到期债务，结合近期江苏某地方国资委要求市属企业清退成本 8% 以上债务融资的新闻，3 月城投发行债券多属于债务置换（占比超过 70%）。城投综合口径债务净融资的改善程度尚待观察。

企业活力强不强？

3 月末 M2 和人民币存款增速分别为 10.1% 和 9.3%，较上月末分别反弹 1.3pct、1.2pct，其中非金融企业存款增速 8.4%（较上月末反弹 2pct）。不过企事业单位¹活期存款（M1-M0）增速 4.1%，仅较前月小幅微升 0.4pct。

企事业单位活期存款增速较慢，或有两个解释：一是机关团体活期存款增速较慢；二是非金融企业活力不强，活期存款增速较慢，企业或在结构性存款、保证金存款（3 月表内外票据新增较多）等有所加大。以上两种解释均可能成立，有待 3 月详细数据公布才有结论。

如何看待降息？

近期市场对于是否降低存款基准利率的讨论非常热烈，我们在 2 月金融数据点评报告中指出，近期下调存款基准利率的概率较低。

降低存款基准利率目的在于，降低银行一般性存款成本，以便为银行向实体经济让利提供条件。但这一逻辑链条未必成立，或者说是非充分必要条件。我国金融机构整体的超储率较低，但部分中小型商业银行或农信社的超储率

¹包含非金融企业和机关团体单位。

较高（图 2、附表）。4 月初央行下调超额存款准备金利率由 0.72% 下调至 0.35% 后，银行保持较高超储率的动机降低，有助于引导超储资金投向实体经济，同时超储利率的下调直接降低利率走廊下限，近期银行间隔夜资金利率、国债和信用债利率均有所下行，这直接有助于降低企业融资成本。对此对应地，货币基金、余额宝等收益率下行，余额宝 7 日年化收益率直接跌破 2.0%，作为“无风险资产”，其收益率下行可以起到降低无风险利率的作用，银行高息揽储的压力会降低，“资金脱媒”现象缓解。这同样有助于稳定银行存贷利差。不过也要警惕持续低利率刺激债券杠杆上升进而带来的政策收紧风险。

新闻发布会上央行官员表示，“最重要的问题还是要从整个市场利率和贷款利率并轨之后，对银行的负债端的成本产生影响，使得银行对存款利率能够按照市场利率进行定价的角度分析”，“存款基准利率自 2015 年 10 月以来没有调整，但并不意味着银行实际执行的存款利率就不变化...近期也观察到，已经有部分银行存款实际执行利率下降，反映了市场机制正在发挥作用”。此外在 4 月 3 日召开的国务院联防联控机制举办的新闻发布会上，央行副行长刘国强表示，“存款基准利率作为一个工具是可以使用的，但实行起来要考虑很多因素，包括通胀、经济增长、内外平衡以及普通老百姓的利益，用的话需要进行更加充分的评估”。

综上所述我们认为，降低银行负债成本或稳定银行存贷利差的方式有很多，上半年央行下调存款基准利率的概率较低（下半年或视疫情对经济影响的严重程度而定），预计 4 月中旬新增 MLF 利率将跟随 OMO 利率下调 20 个基点，4 月长短端的 LPR 报价利率均有望下行。

上调 2020 年信贷和社融预期

近期企业贷款需求有望企稳。新闻发布会指出，央行银行家问卷调查显示，今年二季度企业的贷款需求预期指数是 83.1%，较去年同期提高了 17pct。

同时，疫情下货币政策的放松也在持续。新闻发布会上央行官员指出，“看宏观杠杆率不能只看一个时点，在当前的情况下应当允许宏观杠杆率有阶段性的上升”。近日央行宣布针对中小银行降准一个百分点，释放中长期资金约 4000 亿。此外，央行将再新增面向中小银行的 1 万亿再贷款、再贴现额度（央行在新闻发布上指出，前期 5000 亿额度用完之后就可以做），并支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券，全部用于发放小微贷款。而逆周期的财政政策，如提高赤字率、发行特别国债、增加专项债额度等，均需要货币政策的相应配合。

综上，我们上调今年信贷和社融增速预期，预计全年人民币信贷增速在 11.8-12.3% 之间，社融增速在 11.5-12.0% 左右。

附录

附表：银行超储率（2018年末，%）

发行人中文名称	超储率	发行人中文名称	超储率	发行人中文名称	超储率	发行人中文名称	超储率
山东寿光农商行	25.0	浙江江山农商行	5.3	浙江泰隆商业银行	3.2	江苏启东农商行	2.1
天津金城银行	24.2	富滇银行	5.3	葫芦岛银行	3.2	重庆银行	2.0
河南伊川农商行	22.3	浙江义乌农商行	5.3	江苏江南农商行	3.2	华商银行	2.0
中德住房储蓄银行	22.2	温州银行	5.3	四川天府银行	3.2	九江银行	2.0
德意志银行(中国)有限公司	19.9	营口沿海银行	5.2	厦门农商行	3.1	江苏南通农商行	2.0
山东青州农商行	16.7	汇丰银行(中国)	5.2	浙江绍兴瑞丰农商行	3.1	华夏银行	2.0
大同银行	15.2	威海市商业银行	5.1	辽阳农商行	3.1	张家口银行	2.0
天津滨海农商行	15.1	山西孟县农商行	5.0	东莞农商行	3.1	平安银行	1.9
绵阳市商业银行	12.5	浙江东阳农商行	5.0	湖北银行	3.1	交通银行	1.9
厦门银行	12.1	绍兴银行	4.9	甘肃银行	3.0	阜阳颍泉农商行	1.9
曲靖市商业银行	12.0	潍坊银行	4.9	江苏昆山农商行	3.0	台州银行	1.9
莱商银行	11.7	长安银行	4.9	河北银行	3.0	上海农商行	1.9
星展银行(中国)有限公司	10.4	内蒙古银行	4.9	乌鲁木齐银行	3.0	大连银行	1.8
内蒙古呼和浩特金谷农商行	10.0	吉林银行	4.8	青岛农商行	3.0	秦皇岛银行	1.7
吉林九台农商行	9.8	苏州银行	4.7	深圳农商行	3.0	珠海华润银行	1.7
青海大通农商行	9.8	达州银行	4.7	江门农商行	3.0	山西运城农商行	1.6
恒生银行(中国)有限公司	9.8	青岛银行	4.6	桂林银行	2.9	安徽桐城农商行	1.6
阜新银行	9.6	江苏紫金农商行	4.6	江苏如东农商行	2.8	兰州银行	1.5
贵州仁怀茅台农商行	9.3	天津农商行	4.6	烟台银行	2.8	福建晋江农商行	1.5
东方汇理银行(中国)有限公司	9.2	浙江新昌农商行	4.5	东莞银行	2.7	江苏江阴农商行	1.4
贵州银行	8.9	抚顺银行	4.5	唐山银行	2.7	中国民生银行	1.4
哈尔滨银行	8.9	西安银行	4.5	贵阳银行	2.7	安溪县农信社	1.4
吉林榆树农商行	8.6	齐鲁银行	4.5	乐山市商业银行	2.6	昆仑银行	1.4
广东华兴银行	8.3	宁夏银行	4.5	厦门国际银行	2.6	杭州联合农商行	1.4
湖州银行	8.3	朝阳银行	4.3	辽阳银行	2.6	长沙银行	1.3
营口银行	8.2	徽商银行	4.3	浙江禾城农商行	2.6	江苏泰兴农商行	1.3
铜陵农商行	8.0	广东南粤银行	4.3	浙江天台农商行	2.6	中国农业银行	1.3
浙江温州龙湾农商行	7.5	杭州银行	4.3	广东顺德农商行	2.5	江苏银行	1.3
浙江长兴农商行	7.4	江苏苏州农商行	4.2	江西银行	2.5	山东威海农商行	1.2
广西北部湾银行	7.4	武汉农商行	4.1	合肥科技农商行	2.5	南京银行	1.2
保定银行	7.4	晋商银行	4.1	江苏张家港农商行	2.4	江苏扬州农商行	1.2

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_5898

