

宏观点评

一季度社融创历史天量，提示3大问题

事件：3月新增人民币贷款2.85万亿，前值9057亿元；新增社融5.16万亿，前值8554亿元；M2同比10.1%，前值8.8%；M1同比5%，前值4.8%。

一、3月金融数据：信贷和社融均再大幅高增

1、新增信贷：居民企业双双高增，结构差异反映疫情对实体影响不一。

1) 居民贷款反映疫情对居民消费制约减弱。3月新增居民贷款9892亿元，同比多增984亿元，其中：居民短贷由2月的减少1948亿元变为3月的增加5144亿元，居民中长贷环比多增4367亿元，短贷恢复强于长贷，应是疫情减弱、消费券等政策刺激了居民消费，同时2月部分消费也延迟到了3月。

2) 企业贷款多增，主因央行逆周期政策加码以及融资需求有所恢复。3月企业贷款新增2.05万亿，同比多增9841亿，原因可能有三：一是2月企业复工情况较差，部分贷款需求可能延迟到3月；二是央行信贷政策加码，疫情以来货币政策支持资金已超2万亿元，包括3-4月两次降准释放9500亿元长期流动性，3000亿元专项再贷款、5000亿元再贷款再贴现额度、3500亿元政策性银行专项信贷额度等。从货币派生角度，也支撑了企业贷款的高增；三是3月企业复工率走高，PMI显著改善，对应企业融资需求有所回升。期限结构反映出实体企业“远水先救近火”。3月短期融资显著高增，包括企业短贷同比多增5651亿元，表内和表外票据融资合计同比多增2550亿元，体现政策对受疫情影响较大的中小微企业、餐饮旅游等部分行业支持力度较大，主要缓解的是企业短期现金流断裂风险。对比来看，中长期贷款同比多增3070亿元，多增量少于短贷，反映企业复工复产的融资需求虽加大，但基建、制造业等中长期融资需求回升力度尚有限，经济反弹仍需等待。

2、新增社融：继1月后再破5万亿，表内和债券发力，非标也有改善。3月社会融资规模新增5.16万亿，同比多增2.2万亿；Q1累计新增11万亿，同比多增2.5万亿。3月增加较多的分项有三：一是人民币贷款新增3万亿，同比多增1.1万亿，指向融资需求改善和逆周期政策发力。二是债券融资多增。其中企业债券增加9953亿元，同比多增6407亿元。3.31国常会提出引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元，为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道。预计随着债券市场利率走低，企业发债融资金额有望继续上升。3月政府债券新增6363亿元，同比多增2951亿元。预计后续专项债扩容和发特别国债将继续提高政府债券融资。三是非标融资同比多增1385亿元，其中表外票据是主力（由2月负增3961亿转为3月正增2818亿）。

3、M2创近三年新高：3月M1同比升0.2个百分点至5%；M2同比升1.3个百分点至10.1%，创2017年4月以来新高。原因看，一是3月贷款大增支持了存款的派生；二是3月财政存款减少7353亿元，财政发力使部分存款转移至居民和企业部门。

二、3.27政治局会议之后货币宽松提速，包括3月30日OMO降息20BP，31日增加再贷款再贴现额度1万亿，4月3日定向降准等，预计后续进一步宽松可期，但新增社融大概率难以再延续Q1如此高增的态势，我们也提示关注3大问题：

1、宽货币能否转为宽信用？货币传导不畅的典型例子是DR007、10年期国债收益率、实体贷款利率的下行存在明显时滞（详见《利率“两轨并一轨”怎么并》）。今年以来，三者同步性加强，体现为一般贷款利率下降0.26个百分点，超过MLF中标利率和LPR降幅。若Q2能延续此趋势，预示宽信用可期。需注意的是，若中小企业基本面大规模严重恶化甚至破产，将影响短贷需求，宽信用效果也会打折扣。

2、降准降息还有多大空间？银行能“让利”到什么时候？横向纵向比较，定向降准再加码空间有限，全面降准空间可能50-150BP；MLF/LPR下调空间20-40BP甚至更高。鉴于贷款、票据利率快速下行，同时存款利率刚性可能引发企业套利行为，后续银行可能自发降低结构性存款利率或是其他一般存款利率上浮幅度，继续提示年内降低存款利率的可能性高，并可能分三个步骤（详见《存款基准利率会下降吗？》）。

3、后续社融将如何走？随着企业陆续复工、再降准降息可期，后续信贷社融有望继续高增，全年M2和社融存量同比将高于名义GDP增速，并略高于2019年。但考虑到信贷、社融集中在年初、季末投放的季节性特点和2-3月的疫情扰动，后续单月新增延续3月超预期高增的可能性不大。

风险提示：政策执行力度不及预期，企业融资需求下降超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

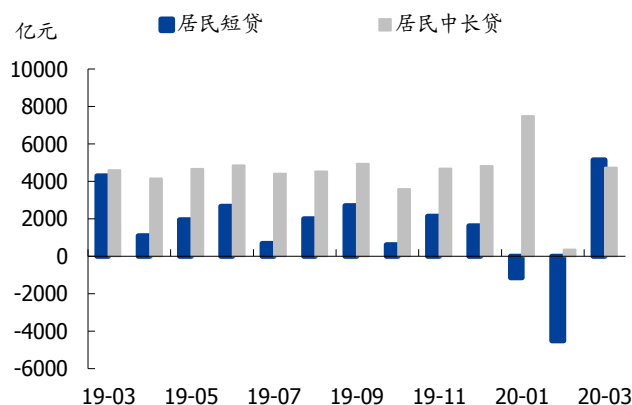
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《疫情下美国就业究竟有多差？中国呢？》2020-04-06
- 2、《今年“放水”规模会多大？——兼评OMO降息20BP》2020-03-31
- 3、《宏观专题：存款基准利率会降吗？》2020-03-25
- 4、《一季度GDP可能负增，然后呢？》2020-03-16
- 5、《如何理解2月金融数据的有强有弱？》2020-03-12
- 6、《5万亿社融，都去哪了？》2020-02-20
- 7、《宏观专题：利率“两轨并一轨”怎么并？》2019-06-02

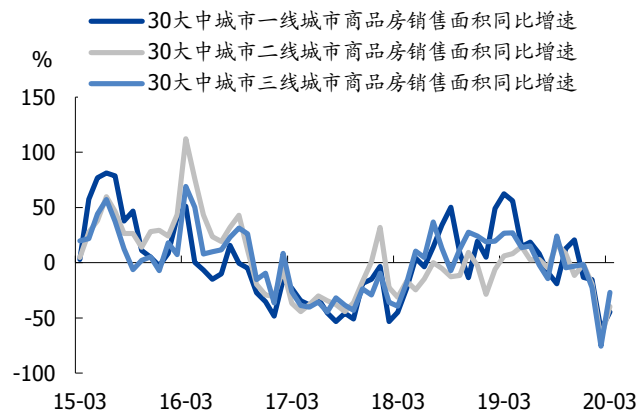


图表1: 3月居民短贷恢复程度高于中长贷



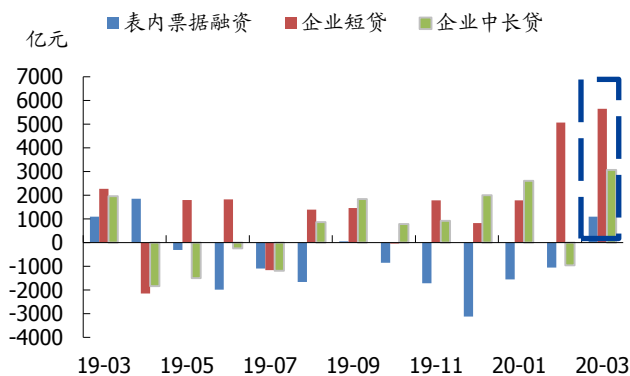
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 3月商品房销售增速改善



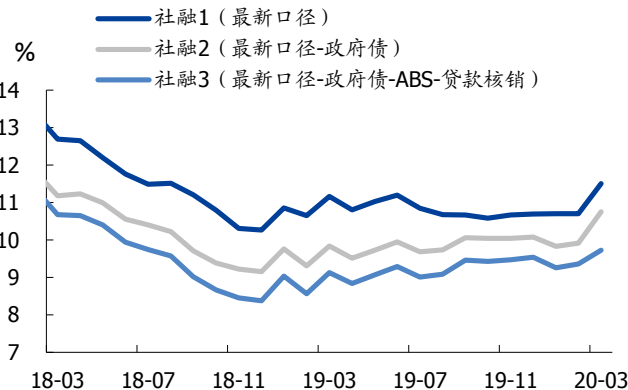
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 3月企业短期融资同比提升更多



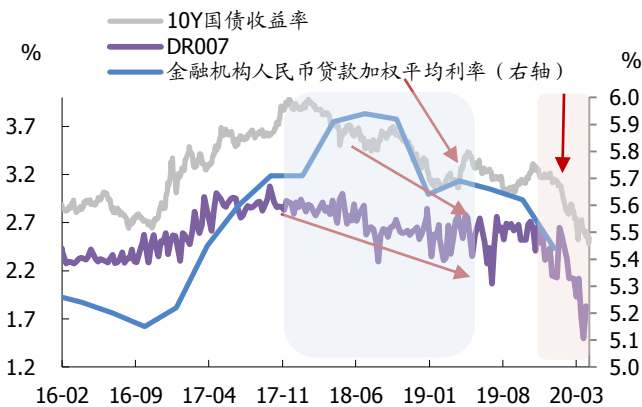
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 数据为信贷新增量的同比多增

图表4: 3月社会融资规模存量增速大幅攀升



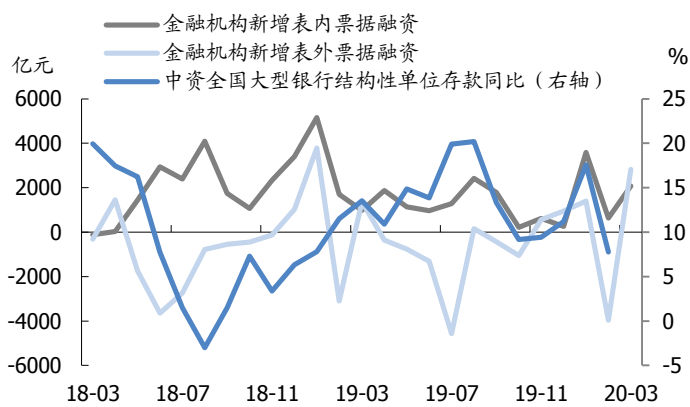
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 货币传导效率有所提高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 防止套利行为提高存款利率调降的必要性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_5902

