

2020 年 04 月 10 日

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001
021-68930187 jinyi01@ghzq.com.cn
证券分析师: 张赢 S0350519070001
021-60338169 zhangy18@ghzq.com.cn

超预期的信贷能有效传导吗？

—— 3 月金融数据点评

投资要点:

相关报告

《2 月 CPI、PPI 数据点评：当疫情与油价因素交错》——2020-03-10

《“新冠”肺炎疫情跟踪点评：海内外疫情变化下的转债投资机会》——2020-03-07

《“新冠”肺炎疫情跟踪点评：重视全球疫情的周期错位》——2020-03-02

《2020 年 2 月 PMI 数据点评：历史新低，关注政策和疫情防控进展》——2020-02-29

《1 月金融数据点评：当经济的韧性遭遇疫情的考验》——2020-02-20

■ **事件 央行公布 2020 年 3 月金融数据：**1) 新增人民币贷款 28,500 亿元，市场预期 19,700 亿元，前值 9,057 亿元。2) 新增社融规模 51,627 亿元，市场预期 32,100 亿元，前值 8,554 亿元。3) M2 同比 10.1%，市场预期 8.7%，前值 8.8%；M1 同比 5.0%，前值 4.8%。

■ **政策持续加码，居民与企业信贷均改善 3 月份新增人民币贷款 28,500 亿元，同比增加 11,600 亿元，**主要是因为居民贷款同比小幅改善叠加企业贷款同比大幅增加所致。具体来看，企业贷款增加 20,500 亿元，同比多增 9,841 亿元。其中，企业短期贷款增加 8,752 亿元，同比多增 5,651 亿元，与 2 月份同比增幅相当。另外，企业票据融资增加 2,075 亿元，同比多增 1,097 亿元。两者同比增加主要还是与疫情的冲击下，央行督促银行加大对中小企业的信贷支持有关。

另外，企业中长期贷款增加 9,643 亿元，同比多增 3,070 亿元，相较于 2 月份同比为负，3 月份同比大幅增加，或许与逆周期调节力度加大以及各地复工复产推动下，各类基建项目融资需求增加有关。但相对而言，企业中长期贷款占比还是要低于企业短期贷款和票据融资占比，这可能主要还是因为当前受疫情冲击需求减弱的情况下，制造业企业长期投资动力不足。

居民端方面，居民贷款增加 9,892 亿元，同比多增 983 亿元。其中，居民短期贷款增加 5,144 亿元，同比多增 850 亿元；居民中长期贷款增加 4,738 亿元，同比多增 133 亿元，两者均处于平稳增长态势，相较于 2 月份同比大幅减少（因居家隔离导致线下消费和购房需求大幅减弱），这表明疫情对居民消费的影响有所改善。

■ **信贷融资与企业债大增，助推社融超预期 3 月份新增社融规模 51,627 亿元，比今年 1 月份的天量信贷数据还要高，同比多增了 22,025 亿元。**其中，社融口径下信贷融资增加 31,519 亿元，同比多增 11,932 亿元，贡献了一半以上的社融规模增量。除此之外，社融其他分项数据同比也均出现了改善。

具体来看，表外非标融资增加 2,208 亿元，同比多增 1,385 亿元。

其中，委托贷款减少 588 亿元，同比少减 482 亿元；信托贷款减少 22 亿元，同比多减 550 亿元，或与信托公司对地产信贷投放谨慎有关；而未贴现银行承兑汇票增加 2,818 亿元，同比多增 1,453 亿元，叠加上述票据融资规模同比也出现明显增加，这可能与复工复产下企业往来与结算活动增加有关。

另外，随着利率水平的下行，3 月份债券融资需求大幅增加，企业债券融资增加 9,953 亿元，同比多增 6,407 亿元。除此之外，股票融资增加 197 亿元，同比多增 75 亿元。而政府债券增加 6,363 亿元，同比多增 2,951 亿元，这主要是因为近期各地方政府专项债处于加速发行的状态。

- **居民与企业存款增加，财政存款减少** 3 月人民币存款增加 4.16 万亿元，同比多增 2.44 万亿元。其中，居民存款增加 2.35 万亿元，同比多增 1.47 万亿元；企业存款增加 3.19 万亿元，同比多增加 1.26 万亿元。其中，居民存款的增加可能与 3 月末季度冲量有关。而企业存款的大幅增加，一定程度上反映出总体上企业现金流问题得到了改善，不过各个企业内部的分化可能仍然比较严重。

从另外一个角度来看，企业存款的增加也说明虽然流动性宽松下企业信贷得到了支持，但是当下实体经济仍存在需求减弱下企业生产与投资支出动力不足，进而使得资金重新回流银行体系内的问题。另外，财政存款减少 7353 亿元，同比多减 425 亿元，这主要与近期政府推出减税降费、减缓社保缴纳等措施相关。

- **高社融增速能否持续？** 3 月末，M2 同比增长 10.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1.3 个和 1.5 个百分点；M1 同比增长 5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 0.4 个百分点。3 月末社会融资规模存量为 262.24 万亿元，同比增长 11.5%，环比大幅提升 0.8 个百分点。

整体来看，在政策引导下银行信贷投放出现了一定程度的扩张。未来，在海内外疫情冲击下，国内货币政策和财政政策大概率仍会维持宽松的状态，社融或将保持较高增速。但是，正如上述所提到的，企业信贷增加更多集中在短期贷款和票据融资，企业中长期贷款占比较低，这反映出了制造业投资动力不足的情况。同时，企业存款的增加也侧面反映出了这一问题，而这主要还是与疫情冲击下的内外部需求减少有关。所以，在当前市场需求存在较大不确定性的情况下，扩张的信贷投放传导到实体经济的效果，仍需要进一步的观察。

- **风险提示** 1) 经济下行超预期；2) 疫情冲击超预期。

1、事件

央行公布 2020 年 3 月金融数据：1) 新增人民币贷款 28,500 亿元，市场预期 19,700 亿元，前值 9,057 亿元。2) 新增社融规模 51,627 亿元，市场预期 32,100 亿元，前值 8,554 亿元。3) M2 同比 10.1%，市场预期 8.7%，前值 8.8%；M1 同比 5.0%，前值 4.8%。

2、点评

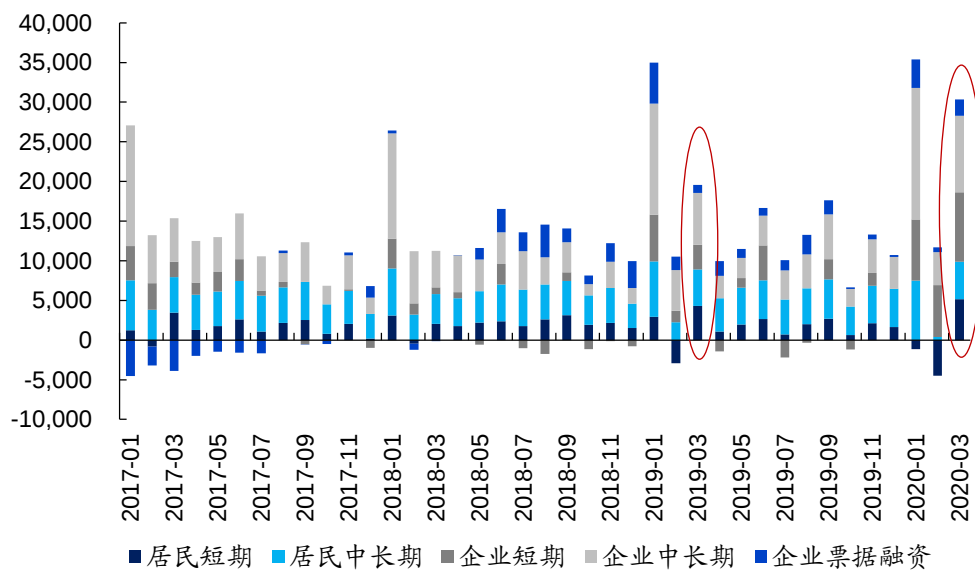
2.1、政策持续加码，居民与企业信贷均改善

3 月份新增人民币贷款 28,500 亿元，同比增加 11,600 亿元，主要是因为居民贷款同比小幅改善叠加企业贷款同比大幅增加所致。具体来看，企业贷款增加 20,500 亿元，同比多增 9,841 亿元。其中，企业短期贷款增加 8,752 亿元，同比多增 5,651 亿元，与 2 月份同比增幅相当。另外，企业票据融资增加 2,075 亿元，同比多增 1,097 亿元。两者同比增加主要还是与疫情的冲击下，央行督促银行加大对中小企业的信贷支持有关。

另外，企业中长期贷款增加 9,643 亿元，同比多增 3,070 亿元，相较于 2 月份同比为负，3 月份同比大幅增加，或许与逆周期调节力度加大以及各地复工复产推动下，各类基建项目融资需求增加有关。但相对而言，企业中长期贷款占比还是要低于企业短期贷款和票据融资占比，这可能主要还是因为当前受疫情冲击需求减弱的情况下，制造业企业长期投资动力不足。

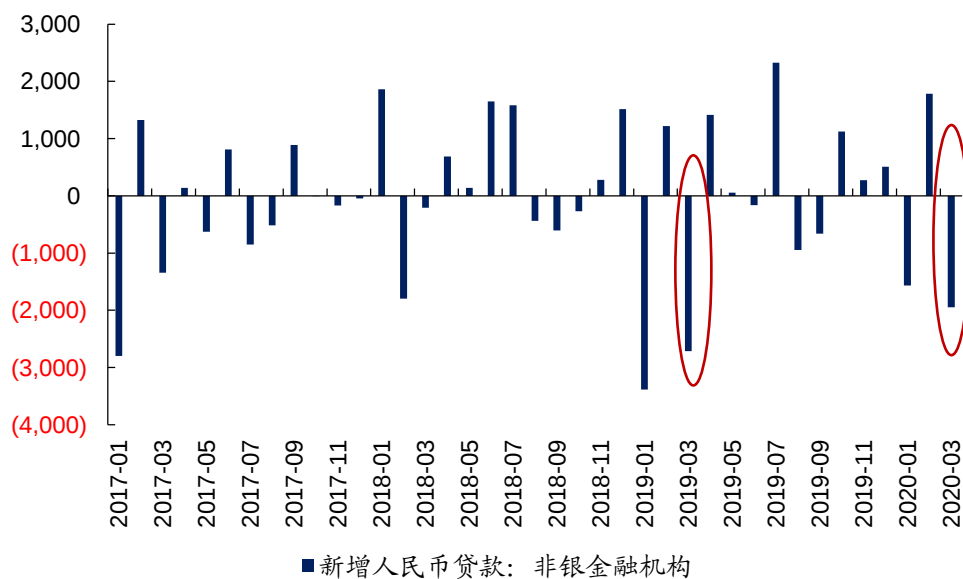
居民端方面，居民贷款增加 9,892 亿元，同比多增 983 亿元。其中，居民短期贷款增加 5,144 亿元，同比多增 850 亿元；居民中长期贷款增加 4,738 亿元，同比多增 133 亿元，两者均处于平稳增长态势，相较于 2 月份同比大幅减少（因居家隔离导致线下消费和购房需求大幅减弱），这表明疫情对居民消费的影响有所改善。

图 1: 居民和非金融企业新增信贷各分项数据 (亿元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 2: 非银金融机构新增信贷数据 (亿元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

2.2、信贷融资与企业债大增，助推社融超预期

3 月份新增社融规模 51,627 亿元，比今年 1 月份的天量信贷数据还要高，同比多增了 22,025 亿元。其中，社融口径下信贷融资增加 31,519 亿元，同比多增 11,932 亿元，贡献了一半以上的社融规模增量。除此之外，社融其他分项数据同比也均出现了改善。

具体来看，表外非标融资增加 2,208 亿元，同比多增 1,385 亿元。其中，委托贷款减少 588 亿元，同比少减 482 亿元；信托贷款减少 22 亿元，同比多减 550 亿元，或与信托公司对地产信贷投放谨慎有关；而未贴现银行承兑汇票增加 2,818 亿元，同比多增 1,453 亿元，叠加上述票据融资规模同比也出现明显增加，这可能与复工复产下企业往来与结算活动增加有关。

另外，随着利率水平的下行，3 月份债券融资需求大幅增加，企业债券融资增加 9,953 亿元，同比多增 6,407 亿元。除此之外，股票融资增加 197 亿元，同比多增 75 亿元。而政府债券增加 6,363 亿元，同比多增 2,951 亿元，这主要是因为近期各地方政府专项债处于加速发行的状态。

图 3：新增社融规模各分项数据（亿元）

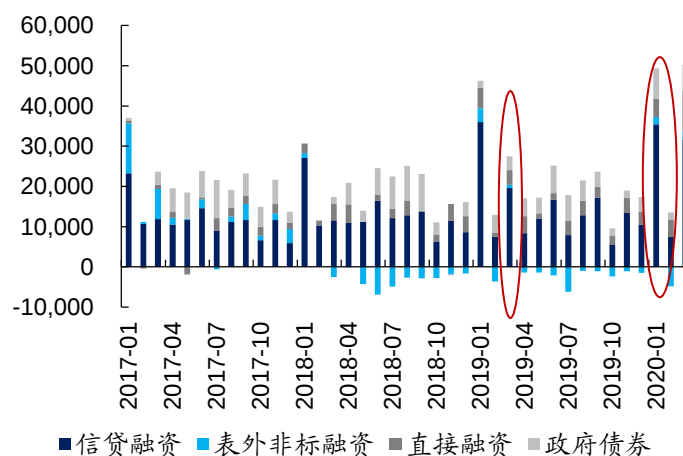
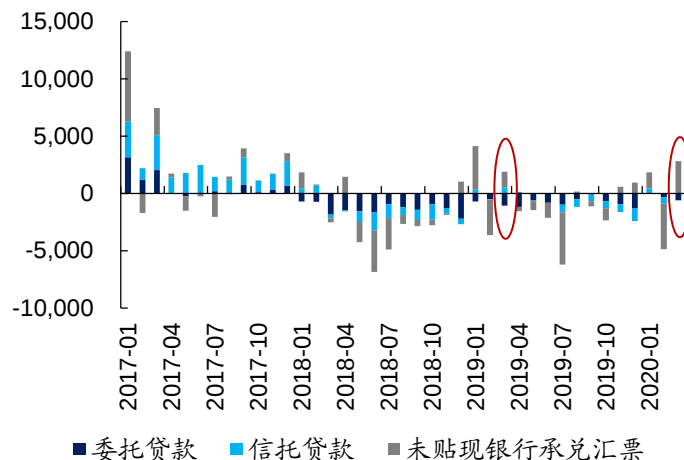


图 4：表外非标融资细分项数据（亿元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

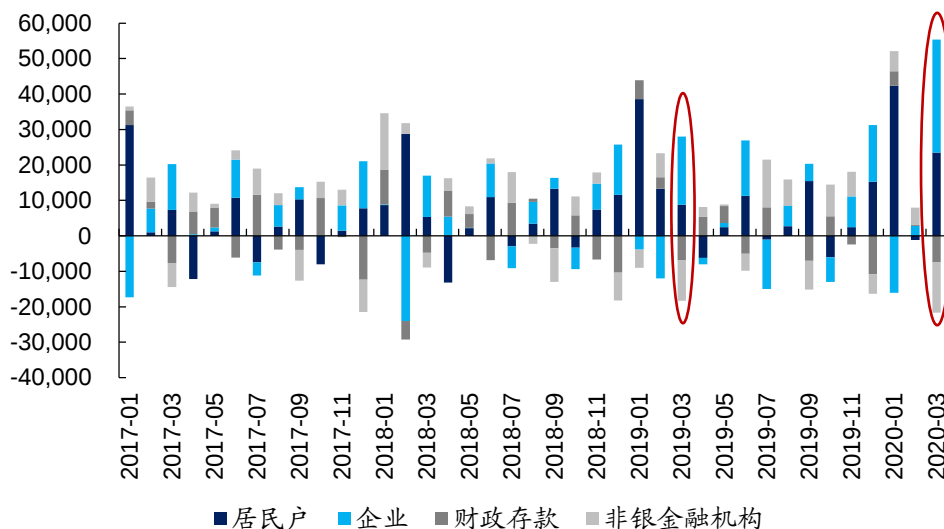
资料来源：WIND、国海证券研究所

2.3、居民与企业存款增加，财政存款减少

3 月人民币存款增加 4.16 万亿元，同比多增 2.44 万亿元。其中，居民存款增加 2.35 万亿元，同比多增 1.47 万亿元；企业存款增加 3.19 万亿元，同比多增加 1.26 万亿元。其中，居民存款的增加可能与 3 月末季度冲量有关。而企业存款的大幅增加，一定程度上反映出总体上企业现金流问题得到了改善，不过各个企业内部的分化可能仍然比较严重。

从另外一个角度来看，企业存款的增加也说明虽然流动性宽松下企业信贷得到了支持，但是当下实体经济仍存在需求减弱下企业生产与投资支出动力不足，进而使得资金重新回流银行体系内的问题。另外，财政存款减少 7353 亿元，同比多减 425 亿元，这主要与近期政府推出减税降费、减缓社保缴纳等措施相关。

图 5：新增存款各分项数据（亿元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

2.4、高社融增速能否持续？

3月末，M2同比增长10.1%，增速分别比上月末和上年同期高1.3个和1.5个百分点；M1同比增长5%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和0.4个百分点。3月末社会融资规模存量为262.24万亿元，同比增长11.5%，环比大幅提升0.8个百分点。

整体来看，在政策引导下银行信贷投放出现了一定程度的扩张。未来，在海内外疫情冲击下，国内货币政策和财政政策大概率仍会维持宽松的状态，社融或将保持较高增速。但是，正如上述所提到的，企业信贷增加更多集中在短期贷款和票据融资，企业中长期贷款占比较低，这反映出了制造业投资动力不足的情况。同时，企业存款的增加也侧面反映出了这一问题，而这主要还是与疫情冲击下的内外部需求减少有关。所以，在当前市场需求存在较大不确定性的情况下，扩张的信贷投放传导到实体经济的效果，仍需要进一步的观察。

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_5934

