

# 宏观观点评

## 5 万亿社融，都去哪了？

**事件：**1 月新增人民币贷款 33400 亿元，市场预期 28211 亿元，前值 11400 亿元；新增社会融资规模 50700 亿元，预期 42863 亿元，前值 21030 亿元；M2 同比 8.4%，市场预期 8.6%，前值 8.7%；M1 同比 0%，前值 4.4%。

**1、1 月金融数据延续高增，企业贷款和政府债券是主支撑。新口径社融存量增速持平前值的 10.7%，春节月份疫情对居民端影响可能大于企业，政府端则体现了逆周期调节。**1) 信贷同比高增，疫情短期对居民影响可能大于企业。1 月新增信贷 3.34 万亿，同比多增 1100 亿元。结构呈现出民、企分化：一是居民贷款同比少增 3557 亿元，特别是短贷减少 1149 亿元，同比少增 4079 亿元，可能是疫情冲击了居民消费。二是企业贷款同比多增 2800 亿元，特别是企业中长贷延续高增。1 月企业中长贷同比多增 2600 亿元，连续 6 个月超越季节性，原因上除延续此前的企业需求改善、隐性债务置换，应也与疫情下银行加大对受疫情影响严重的地区和企业信贷支持有关。2) 社融同比高增，多增量基本来源于政府债券。1 月新增社融 5.07 万亿，同比多增 3909 亿元。结构上人民币贷款占比最高，但不及去年同期，主因社融中人民币贷款不包含非银机构贷款(在新增信贷中，对非银机构贷款实则同比少减 1819 亿元)。从季节性表现来看，社融同比多增量大部分来自政府债券。央行口径 1 月新增政府债券 7613 亿元，同比多增 5913 亿元，应与专项债提前下达和基建需求增加有关。新口径社融存量增速持平前值 10.7%，但剔除政府债的其他两个口径存量增速均下行(较 19 年下滑了 0.25-0.86 个百分点)，也侧面印证了政府债的支撑作用。

### 2、5 万亿社融，可能去哪里了？

1) 抗击疫情：疫情扩散以来，央行通过公开市场操作、常备借贷便利、再贷款、再贴现等工具向市场提供流动性。对受疫情影响较大的零售、餐饮等行业和暂时困难的小微企业开展定向支持。根据新华社消息，截至 2 月 19 日中午 12 点，银行业金融机构抗击疫情信贷支持超过 7400 亿元。

2) 基建：财政部口径 1 月专项债发行 7148 亿元，占提前下达额度 12900 亿元的 55.4%，根据各省计划，投向上基建占比近 7 成。此外，财政部下达一般债务限额 5580 亿元，合计 18480 亿元。预计后期一般债将继续缓解地方政府收支压力，专项债主要用于加快推动重要项目的复工开工。

3) 民营企业：根据央行 Q4 货币政策报告披露数据，2019 年民营企业贷款增加 3.8 万亿元，如果按照 2019 年 9.45 万亿的企业新增贷款来算，新增民营贷款占企业贷款达 40%。如果按此比例测算，1 月投向民营企业的新增贷款可能达到  $28600 \times 40\% = 11440$  亿元。考虑疫情对小微民营企业冲击更大，实际的贷款支持可能高于我们测算的结果。

4) 制造业：根据央行 Q4 货币政策报告披露数据，2019 年制造业中长期贷款增速创 2012 年以来最高，余额同比较 2018 年增加 4.4 个百分点至 14.9%，全年新增 5021 亿元。2019 年全年企业中长期贷款新增 58800 亿元，如果按此测算，其中制造业占比为 8.5%。随着制造业投资压力凸显，去年下半年以来央行强化加强制造业中长期贷款，预计当前制造业中长期贷款占比应有所提高，特别是高端制造等新经济领域。我们假设占比提至 15% 左右，那么对应 1 月制造业中长期贷款增量应在 2500 亿元左右。

5) 房地产：1 月新增居民中长贷 7491 亿元，同比小幅多增 522 亿元。居民中长贷占新增贷款比重为 22.43%，略高于 2019 年同期。1 月房贷增加可能与房地产的边际松动和房贷利率下降有关，表明 1 月房地产市场仍未受疫情显著冲击，韧性仍强。尽管央行仍坚持“房住不炒”，我们认为稳增长尚离不开房地产，后续各地大概率延续一城一策、并进一步差异化松动。2 月 20 日 5 年期 LPR 下调 5BP，预计后续也会跟随 MLF 的下调适当降低。

**3、春节叠加疫情，M1、M2 双减：**一般情况下，受春节期间企业集中发放薪资和奖金影响，居民存款大增，企业存款减少，M1 与 M2 应呈现出一减一增趋势。1 月 M1 和 M2 增速双降，但是 M1 降幅大于 M2 (M1 降 4.4 个百分点，M2 降 0.3 个百分点) 体现了这种春节特征。但是，受疫情冲击，1 月企业存款同比多降 1.2 万亿，拉低了 M2 增速。此外，1 月财政存款增加 4002 亿元，环比多增近 1.5 万亿元，符合季初高季末低特点；同比少增 1335 亿元，则体现了疫情冲击下财政的发力。

**4、往后看：**1) 央行提出科学把握总量的度，短期以疫情为重。我们预计 Q1 信贷社融有望延续高增，全年 M2 和社融存量同比可能持平或略高于 2019 年。2) 投向上将加大对重点领域复工复产、制造业、居民消费等支持力度，也将针对受疫情影响较大的地区、民营企业、批发零售、住宿餐饮等重点部门，继续加码定向降息、扩大信贷、再贷款再贴现等措施。3) 稳增长和降成本仍是硬要求，再降准“降息”可期。

**风险提示：**疫情扩散超预期，政策执行力度不及预期。

### 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

研究助理 刘新宇

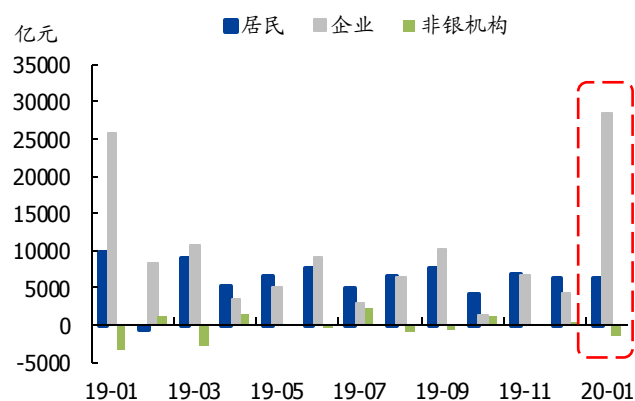
邮箱：liuxinyu@gszq.com

### 相关研究

- 1、《央行四季度货币政策报告的 7 大信号》2020-02-20
- 2、《“降息”空间还有多大？存款利率呢？》2020-02-17
- 3、《春天的号角—2.12 政治局会议解读》2020-02-13
- 4、《疫情下通胀怎么走？——兼评 1 月物价》2020-02-10
- 5、《全面评估疫情对经济、政策、资本市场的影响》2020-02-02
- 6、《央行三季度货币政策报告的 7 大信号》2019-11-16

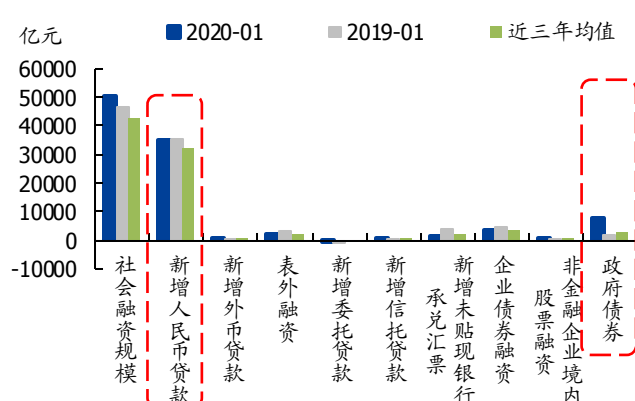


图表 1: 1月居民贷款同比少增, 企业贷款同比多增



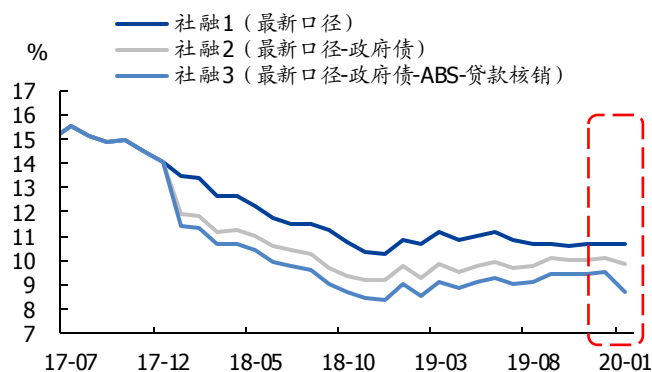
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 人民币贷款和政府债券是1月社融主支撑



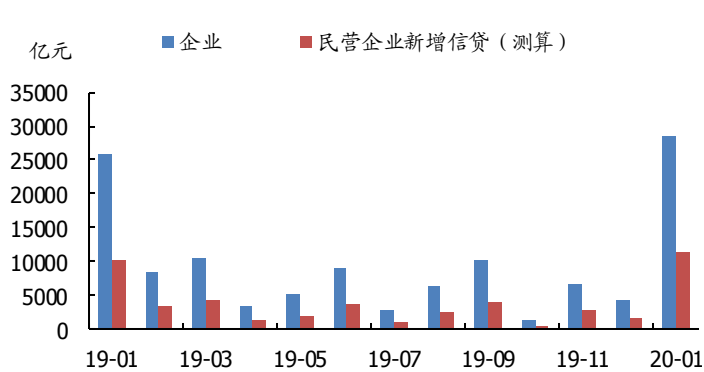
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 新老口径社融存量增速分化



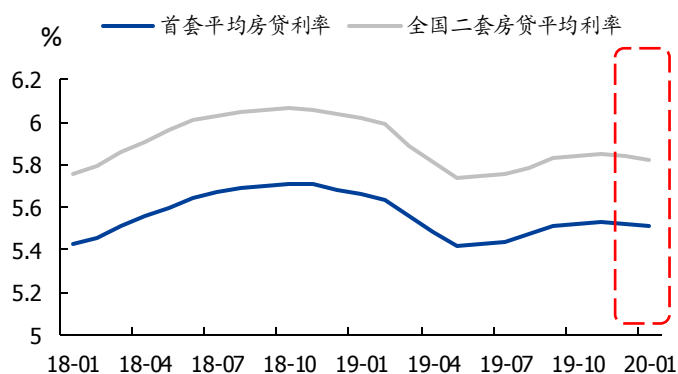
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 民营企业贷款显著增加



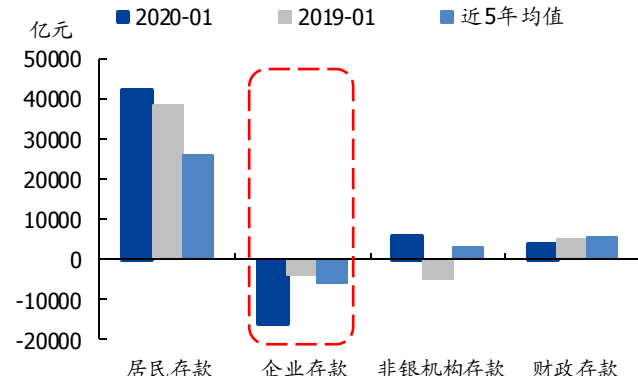
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 民营企业贷款占全部企业贷款比重取 2019 年度值

图表 5: 1月房贷利率有所下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 1月居民存款增加, 企业存款大减



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 疫情以来, 央行、银保监会等相关逆周期调节措施

| 部门                    | 时间       | 文件/会议                                       | 内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-----------------------|----------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 央行上海总部                | 1 月 29 日 | 《关于全力支持疫情防控配合做好金融服务和应急保障的通知》                | 辖内各金融机构加大对疫情防控的资金支持。对于受疫情影响出现暂时性经营困难的企业尤其是小微企业, 要有针对性地提供金融支持, 帮助其缓解经营压力。不得对有发展前景但暂时受困的企业盲目抽贷、断贷。辖内金融机构因支持疫情防控产生流动性需求的, 上海总部将通过再贴现、常备借贷便利、信贷政策支持再贷款等货币政策工具给予满足。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 央行多地分支机构              | 1 月 31 日 | 疫情防控的工作安排                                   | 已有央行上海总部、央行营业管理部(北京)、央行重庆营业管理部、央行石家庄中心支行、央行福州中心支行和央行广州分行 6 家机构公布了关于疫情防控工作的工作安排。综合来看, 工作重点主要集中在加大资金支持、保障资金拨付通畅、建立外汇政策“绿色通道”三大方面。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局 | 2 月 1 日  | 《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》              | 一、保持流动性合理充裕, 加大货币信贷支持力度。通过公开市场操作、常备借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具, 提供充足流动性。为受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化优惠的金融服务, 不得盲目抽贷、断贷、压贷。通过适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等方式, 支持相关企业战胜疫情灾害影响。完善受疫情影响的社会民生领域的金融服务。二、合理调度金融资源, 保障人民群众日常金融服务。建立银行账户防疫“绿色通道”。加大电子支付服务保障力度。三、保障金融基础设施安全, 维护金融市场平稳有序运行。四、建立“绿色通道”, 提高外汇及跨境人民币业务效率。                                                                                                                                                                                                     |
| 人民银行                  | 2 月 1 日  | 央行副行长潘功胜就《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》接受采访 | 2 月 3 日金融市场开市后, 人民银行将提供充足的流动性, 加大逆周期调节强度, 保持金融市场流动性合理充裕, 维护货币市场利率平稳运行。特别是考虑到疫情防控特殊时期和延期开市的双重影响, 人民银行将通过公开市场操作、常备借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具向市场提供流动性。在疫情防控期间, 人民银行将向主要全国性银行和湖北等重点省(市、区)的部分地方法人银行提供总计 3000 亿元低成本专项再贷款资金。                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 人民银行                  | 2 月 7 日  | 支持疫情防控相关财税政策、缓解小微企业融资难融资贵发布会实录              | 现在市场预期下次中期借贷便利操作的中标利率和 2 月 20 日公布的 LPR, 也会有较大概率下行。下一步, 一是要加大逆周期调节的强度, 保持流动性合理充裕, 为实体经济提供良好的货币金融环境。二是要进一步深化利率市场化改革, 完善市场报价利率传导机制。三是继续发挥结构性货币政策工具的作用, 像定向降准、再贷款、再贴现这样一些结构性货币政策工具的引导作用。                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 人民银行、银保监会、证监会、外汇局     | 2 月 15 日 | 金融系统全力支持抗击疫情和恢复生产新闻发布会实录                    | 一是加大对受困小微民营企业扶持力度。确保小微企业的整体信贷增长不受疫情冲击。力争今年的普惠型小微企业的贷款综合融资成本在 2019 年的基础上继续下降。二是加大对重点领域复工复产的信贷保障和投放。提高企业信用贷款和中长期贷款比重。三是加快推动一批重点项目的建设。研究运用已收回专项建设资金支持制造业等重大领域。四是着力推动稳定居民消费和加快释放潜在需求。对接批发零售、住宿餐饮、文化旅游、运输物流等服务业的金融需求。把疫情防控作为当前最重要的工作来抓, 加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度。充分用好专项再贷款, 快速精准地将资金用于直接参与防疫的重点企业。对受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业, 以及有发展前景但遭遇困难的小微企业, 不得盲目抽贷、断贷、压贷。对受疫情影响严重的企业到期还款困难的, 可予以展期或续贷。在做好防控工作的前提下, 全力支持各类生产企业复工复产。通过适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等方式, 支持相关企业战胜疫情灾害影响。对受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化优惠的金融服务。 |
| 人民银行                  | 2 月 19 日 | 2019 年第四季度中国货币政策执行报告                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

资料来源: 央行, 中国政府网, 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所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\\_7127](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7127)

