



“宽信用”助力实体经济

——2020 年 3 月金融数据点评

3 月我国新增人民币贷款 2.85 万亿元（预期值 1.97 万亿元），新增社融 5.16 万亿元（预期值 3.21 万亿元），M2 同比增长 10.1%（预期值 8.7%），均超出市场预期。

一、信贷：总量超季节性回升，结构仍待改善

3 月新增人民币贷款 2.85 万亿元，远高于市场预期的 1.97 万亿元，信贷总量的回升超越季节性，创下同期历史新高，但信贷结构仍待改善：

3 月新增企业贷款同比大幅多增近 1 万亿。其中，短贷和表内票据的同比多增解释了企业贷款同比多增的 69%：疫情导致企业无法正常生产经营，流动性和偿付能力受到巨大冲击，这部分贷款主是用于补充企业的短期运营资金。中长贷预计主要投向基建领域，但其增长仍然偏弱，占比仅回升至 47%，2 月以来央行加大再贷款投放力度，对企业融资形成托举，但受疫情影响实体经济融资需求仍不足。

1-2 月居民贷款均同比少增，尤其是短贷大幅回落，3 月居民贷款重回正增长区间。其中居民短贷同比多增 850 亿元，一是由于我国疫情已得到控制，各城市陆续“解封”，居民消费边际回暖；二是体现了银行予以客户到期贷款延期偿还的影响。居民中长贷暂时企稳，同比多增 133 亿元，5 年期 LPR 于 2 月下调 5bp，有助于稳定合理购房需求，3 月房地产销售亦边际回暖。

二、社融：信贷企业债高增，票据专项债回暖

3 月新增社融 5.16 万亿元（同比多增 2.2 万亿元），远超市场预期的 3.21 万亿元，创下同期历史新高。新增社融主要受到信贷同比大幅多增 1.08 万亿元和企业债券融资同比多增 0.64 万亿元的推动。



非标同比多增 **1,385** 亿元。其中，委托贷款和信托贷款延续上月的收缩态势，指向金融监管并未在疫情冲击下放松；表内外票据合计同比多增 **2,550** 亿元，解释了非标同比多增的 **105%**。企业债券和票据的增长与政策的积极支持和引导有关。受“宽货币”影响，企业融资成本下行，包括贷款（尤其是财政贴息后的贷款）、票据和债券发行利率，目前已大幅低于结构性存款和定期存款利率。一方面，企业使用这类相对便宜的工具获取融资的动力较强；另一方面，融资获取的部分资金可能被企业用于购买存款，从而实现套利。

政府债券同比多增 **2,950** 亿元，主要是 2 月末发行的部分专项债由于统计数据原因计入 3 月所致。3 月的实际发行节奏去 2019 年同期一致。3 月 31 日国常会部署“再提前下达一定规模的地方政府专项债”，预计二季度专项债的发行有望迎来放量。

三、货币：M2-M1 剪刀差走阔

3 月 M2 同比增速环比上行 **1.3pct** 至 **10.1%**，高于市场预期的 **8.7%**，M1 同比增速继续环比上行 **0.2pct** 至 **5.0%**。M2 的高增速主要是因为“宽货币”背景下信贷和信用债融资高增；M1 增速的回升显示企业现金流状况好转。3 月企业存款同比多增 **1.26** 万亿元，居民存款同比多增 **1.47** 万亿元，由大幅高增的企业信贷和边际回暖的居民信贷派生形成。财政存款延续同比少增态势，且环比多减 **7,561** 亿元，显示疫情下财政支出节奏加快。此外，综合考虑非银存款同比多减 **3,000** 亿元，且企业和居民新增存款多于新增贷款，指向理财和货币基金收益率下行背景下，存款资金正向表内回流。

四、前瞻：“宽信用”助力实体经济

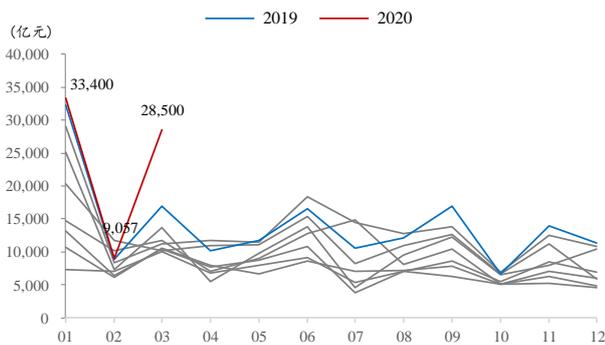
总体来看，一季度信贷和社融较 2019 年同期大幅多增主要是由于“宽货币、宽信用”的政策组合推动所致，实体经济的融资需求仍然疲弱。3 月企业中长期贷款、地方债、企业债券同比多增，指向复工复产已初具成效；但企业短贷、票据亦多增，显示流动性向实体经济的传导仍有待时日。根据我们对经济恢复情况的跟踪，尽管当前我国复工复产

正在加速，但需求侧的恢复仍然较慢。社融实际上是经济的领先指标，后续仍需关注信贷增加能否对应产出的修复，以及居民信贷的改善是否具备可持续性。

前瞻地看，货币政策的宽松基调在二季度有望延续，“宽信用”也将继续发力，以实现“稳增长”、“稳就业”和“防风险”的多重目标。数量型操作上，流动性将保持合理充裕；价格型操作上，目前宽松的资金面下市场化程度较高的票据和信用债利率与相对刚性的存款利率已出现倒挂，同时，贷款利率也加速下行，根据 4 月 10 日的金融数据发布会，3 月一般贷款加权平均利率为 5.39%，较 2019 年高点下降 65bp。对商业银行而言，这种倒挂或难以持续，这会引导商业银行主动降低负债成本。且随着延期偿还的贷款陆续归还，短贷和票据增速或将放缓。后续政策的着力点仍在于推动宽货币传导至宽信用，从而支持复工复产。因此，需关注未来可能出台的促进中长期融资的相关政策。

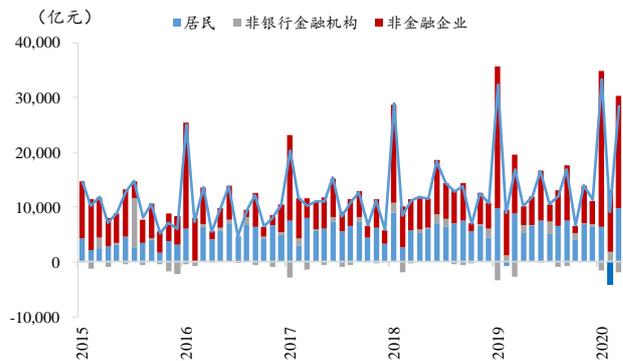
（评论员：谭卓 杨薛融）

图 1：3 月信贷超季节性回升



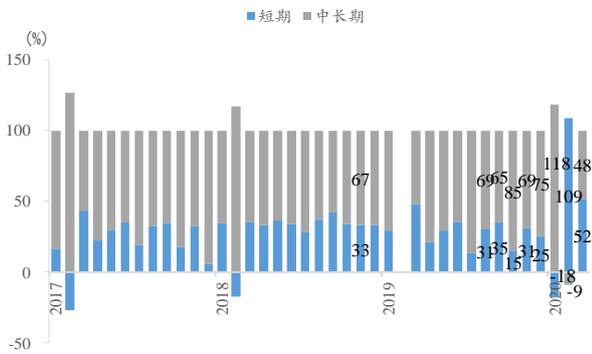
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：新增人民币贷款及构成



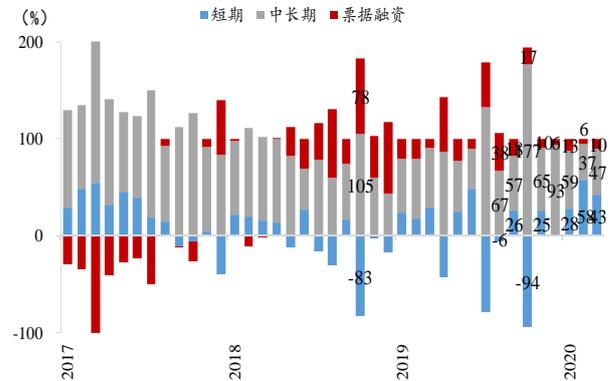
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比



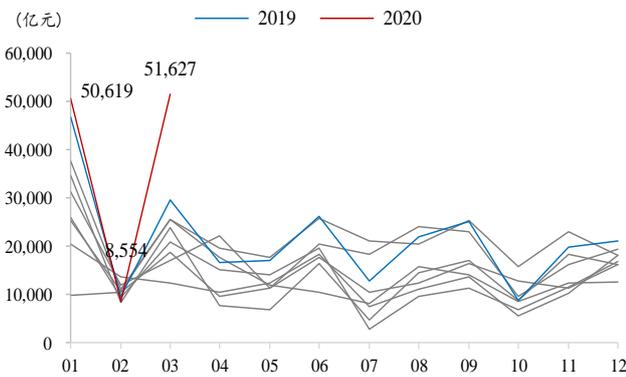
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比



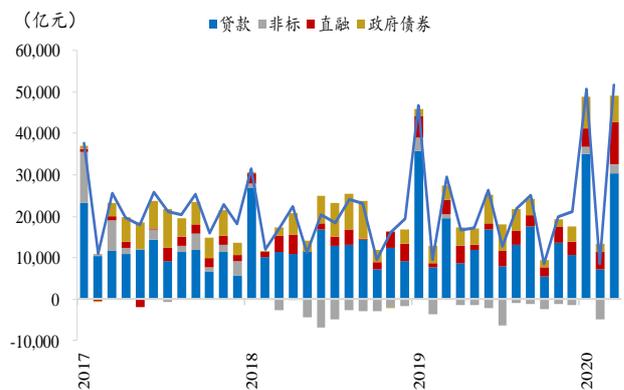
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 5: 3 月新增社融超季节性回升



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 6: 新增社融及构成



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 7: 3 月 M2-M1 剪刀差走阔

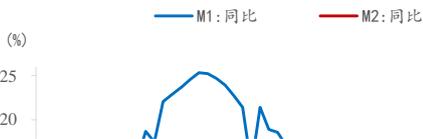
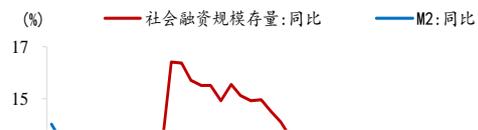


图 8: 社融存量与 M2 存量同比增速



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_5850

