

宏观点评报告

2020 年 4 月 10 日

融资供给稳定 后续经济修复可期

——1 季度社融与金融数据简评

核心内容：

★从新增信贷角度看，3 月数据创下历年同期最高纪录。从新增信贷结构看，国内实体经济有复苏迹象。虽然我们本月看到了实体经济的复苏迹象，但是对于一季度国内经济仍然不可过度乐观，我们预计经济增速收缩 7-8% 可能性客观存在，而二季度考虑到全球疫情蔓延影响，冲击国内经济修复之后可能也是一个逐步修复的过程。这一结论与我们此前对 3 月 PMI 反弹所得出的分析大体一致。

★从新增社融角度看，同样看到创历史纪录新高，实体经济融资需求总体平稳。从社融总量与结构分析，国内经济最悲观的时刻已经过去，后续国内经济是大概率是稳步修复的过程，但是估计二季度仍要受到海外需求萎缩的拖累。

★广义货币（M2）增速时隔三年后重返两位数以上，3 月 M2 同比增速 10.1%，大幅高于市场预期与我们测算的一季度预期名义增速水平，货币供给放量凸显政策维稳经济与就业增长的意图，考虑到通胀已经进入下行通道，货币宽松的政策掣肘因素已告解除，当前主要是抗击衰退与通缩风险。

★央行后续预计综合考量实体经济承压形势、中小银行经营稳健性呵护，进一步落实中央稳增长、稳就业精神，采取进一步宽松行动，但是总体上思路仍是多目标权衡与边走边看。至于市场热议的存款基准利率下调乃至取消问题，取消短期可能性渺茫，利率水平下调有希望但是不要有过高期望。

分析师

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

在经历了 2 月的结构性收缩之后，央行今日公布的 3 月信贷与社会融资数据均大幅反弹，反映了近期决策层密集部署对冲疫情影响的逆周期政策效果如期显现，货币和信贷政策的集中发力，一季度虽然经济增长收缩几乎成为定局，但是整体社会融资保持充足供给，有助于稳定企业与居民的信贷资金流，帮助企业和家庭部门度过难关。

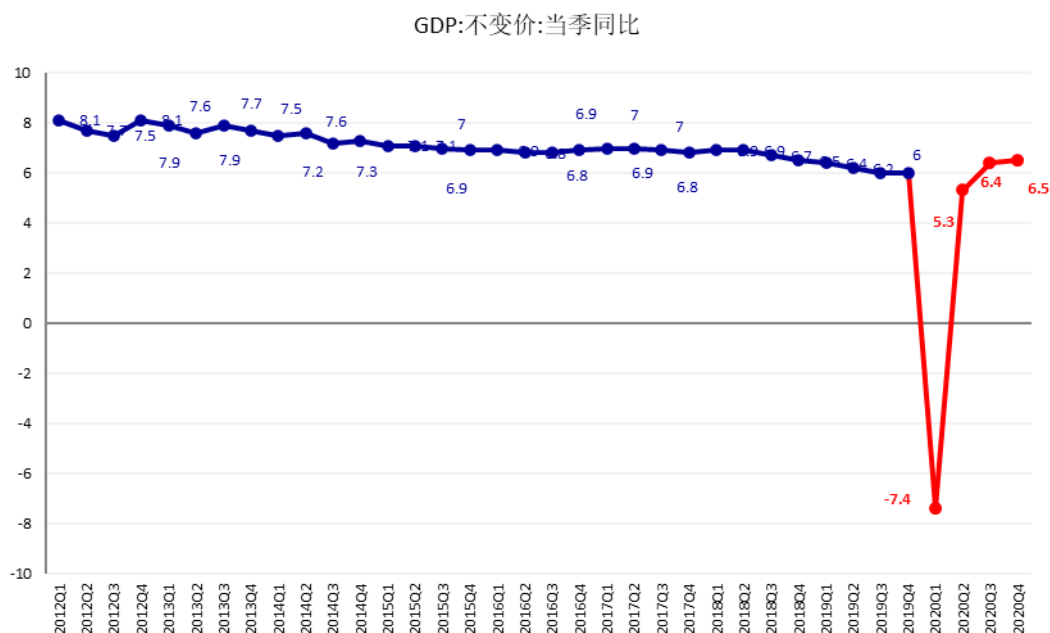
一、信贷创纪录高增 社会融资反映后续经济复苏前景

从新增信贷角度看，3 月数据创下历年同期最高纪录。3 月新增人民币贷款 2.85 万亿，大幅高于市场预期，同比多增 1.16 万亿，继今年 1 月份新增贷款创历年同期最高之后，在季度内单月增量再度创下历年同期最高纪录。一季度新增信贷合计 7.10 万亿，同比多增 1.29 万亿，同样也是历年同期最高纪录。从总量上看，货币信贷宽松大力度宽松格局已经确立。

从新增信贷结构看，国内实体经济有复苏迹象。在 2 月居民新增信贷较往年大幅减少 4133 亿元后，本月居民信贷全面反弹，反映实体经济与居民消费进入 3 月以后的显著复苏迹象。新增居民短期贷款 5144 亿，同比多增 850 亿，显示居民消费意愿的上升；新增居民中长期贷款 4738 亿，同比多增 133 亿，反映相对于上月居民部门房地产需求大幅下挫之后本月房地产需求端有所修复，3 月地产销售等数据预计较 2 月改善。企业信贷方面，短期贷款 8752 亿，同比多增 5651 亿；新增企业中长期贷款 9643 亿，同比多增 3070 亿；新增票据融资 2075 亿，同比多增 1097 亿。总体看企业信贷需求偏向短期较多，而中长期信贷增长相对较弱，反映企业当前更多以“活下去”为主要目的产生资金需求，而非扩大经营生产。

因此，虽然我们本月看到了实体经济的复苏迹象，但是对于一季度国内经济仍然不可过度乐观，我们预计经济增速收缩 7-8% 可能性客观存在，而二季度考虑到全球疫情蔓延影响，冲击国内经济修复之后可能也是一个逐步修复的过程。这一结论与我们此前对 3 月 PMI 反弹所得出的分析大体一致。

图 1：全年经济增长预测



资料来源：万得资讯，中国银河证券研究院

从新增社融角度看，同样看到创历史纪录新高，实体经济融资需求总体平稳。3月新增社融5.16万亿，同比多增2.20万亿，打破了今年1月份纪录水平。一季度合计新增11.08万亿，同比多2.47万亿。社融结构方面亦可以确认经济运行正在好转：本月新增本外币贷款3.15万亿，同比多1.19万亿，实体融资需求在疫情所致经济停滞性衰退下总体平稳，显示宽松政策托底效应显现；新增表外融资（委托贷款+信托贷款+未贴现票据）2208亿，同比多增1385亿，与显示信贷数据体现的房地产市场好转呼应；企业债券净融资9953亿，同比多6407亿，创下历史最高纪录；政府债券净融资6363亿，同比多2951亿，显示积极财政发力承托经济运行。地方专项债承托本年度将全力承托基础设施建设，特别国债也可以预期但估计主要用以承托民生支出，本年度广义财政赤字率据我们估计将不低于6%左右水平。

从社融总量与结构分析，国内经济最悲观的时刻已经过去，后续国内经济是大概率是稳步修复的过程，但是估计二季度仍要受到海外需求萎缩的拖累。尤其是全球需求大国美国近日来疫情仍呈现蔓延态势，对于我国二季度海外需求构成显著压力。虽然新增确诊病例曲线倍增速度环比有所放缓，但是死亡率居高不下还有所上升，表明美国重症患者对医疗资源极限的挤压仍在增加，检测力度仍然有待继续提高，美国疫情的实际严重程度已经超越高峰时期的湖北。若二季度美国经济若如预期大幅收缩，则我国二季度外部压力将不容乐观。

表 1：一季度社会融资主要分项结构

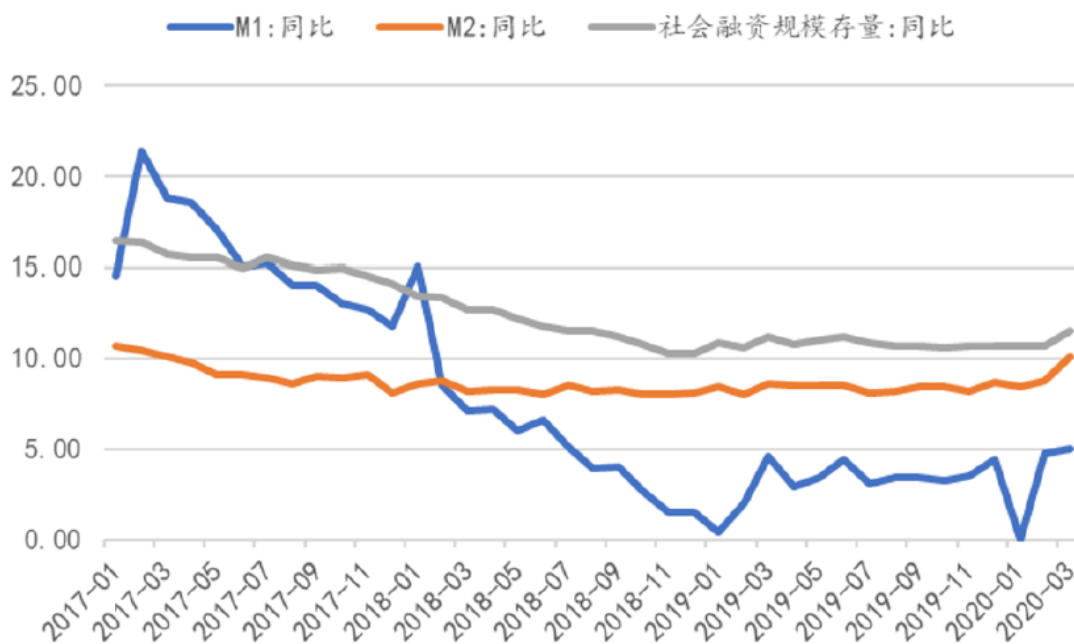
	2020-01	2020-02	2020-03
新增人民币贷款	34924	7202	30374
委托贷款	-26	-356	-588
信托贷款	432	-540	-22
票据	1403	-3961	2818
企业债	3887	3860	9953
股票融资	609	449	197
政府债	7613	1824	6363

资料来源：万得资讯，中国银河证券研究院

二、货币供给放量 政策维稳意图凸显

广义货币（M2）增速时隔三年后重返两位数以上，3月M2同比增速10.1%，大幅高于市场预期与我们测算的一季度预期名义增速水平，货币供给放量凸显政策维稳经济与就业增长的意图，考虑到通胀已经进入下行通道，货币宽松的政策掣肘因素已告解除，当前主要是抗击衰退与通缩风险。M1同比增速5%，较前值回升0.2个百分点，连续两个月环比回升。银行间市场资金流动性保持充裕，3月7天期存款类银行间质押式回购加权平均利率为1.84%，分别比上月和上年同期低0.33个和0.75个百分点，央行近期政策操作的意图既有支持实体经济的目的，也有维稳资金面支持银行尤其是中小银行的意图在内，这从不久之前第三轮定向降准并适时降低超额存款准备金利率可以体现。央行相关政策宣示表明，M2增速上升总体上体现了货币政策操作有效支持疫情防控和经济社会发展。

图 2：货币供给显著放量



资料来源：万得资讯，中国银河证券研究院

三、货币政策能力有其边界 宽松多方权衡量力而行

总的来说，央行后续预计综合考量实体经济承压形势、中小银行经营稳健性呵护，进一步落实中央稳增长、稳就业精神，采取进一步宽松行动，但是总体上思路仍是多目标权衡与边走边看。对比国际央行而言，我国央行还远未到突破常规稳健适度货币政策框架的阶段，实际上我国央行目前拥有着令全球同行都无比艳羡的政策空间，央行综合考量国内经济、资本流动、汇率定价形势与资产价格泡沫控制的多目标政策权衡意图明显。后续央行估计继续在适度宽松的同时注意精准精细的政策操作，这也是我们一直预判的政策走向。实际面对停滞性经济衰退，央行当然应该以货币宽松稳定实体经济的信贷资金流，但是考虑到各方面因素，央行货币政策的效果是有边界的，并非无所不能，预计仍然在常规货币宽松的框架内行事，用足现有政策工具，量力而行配合财政政策对冲景观及下行压力。

至于市场热议的存款基准利率下调乃至取消问题，取消短期可能性渺茫，利率水平下调有希望但是不要有过高期望。我们认为基于各国利率市场化的历史经验，虽然近期高层文件更加突出了要素分配市场化改革的趋势，但涉及要素改革，更多反映了决策层

长期视角下着重依靠全要素生产率（TFP）增速水平支撑经济长期增长的考量，而不是用以稳定短期经济。考虑到贸然取消存款基准利率对于中小银行冲击过大，容易造成大量中小银行倒闭，而酿成系统性金融风险爆发，因此存款利率的市场化并轨必须慎之又慎，故而央行相关人士表态存款基准利率将长期存在符合预期。我们预计，由于存款基准利率目前为整个利率定价体系的基础，下调步伐及空间可能都有限，但是基于中小银行资产负债两端利差的挤压，后续该利率确有调整可能，但是可能定向调整或可能给商业银行更大的自主权空间，令各类银行以自身经营压力的差异，决定在基准利率基础上的浮动调整幅度，从而缓解利差压力。

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_5862

