

社融见顶了吗？ ——3月金融数据点评

基本结论

- **事件：**央行公布2020年3月金融数据：①2020年3月新增人民币贷款2.85万亿元，同比多增11,600亿元，前值9,057亿元；②2020年3月新增社会融资规模5.16万亿元，同比多增22,024亿元，前值8,554亿元；3月末社会融资规模存量为262.24万亿元，同比增长11.5%，前值10.7%；③2020年3月M2同比增速为10.1%，前值8.8%；M1同比增长5%，前值4.8%；M0同比增长10.8%，前值10.9%。我们点评如下：
- **信贷：**分部门看，企业部门和住户部门新增贷款环比、同比均有明显回升；分期限看，环比各期限贷款均明显回升，同比回升主要体现在短期贷款。
- **社融：**表内信贷大幅下滑，非标融资受累表外票贴，社融增量回落明显。新口径下3月社融新增1.36万亿元，同比少增约4,080亿元，社融存量同比增长10.4%。
- **M2：**同比增长10.1%，增速比上月末提高1.3个百分点，比上年同期高1.5个百分点。M1-M2剪刀差重新走阔，显示虽然国内疫情得到控制，但是经济尚未恢复政策，非金融企业经营活跃度仍然不高。
- 考虑到新增专项债、特别国债的发行，以及实体经济贷款需求的回升，二季度的社会融资规模仍有可能保持较大的规模。
- **债市策略：**3月金融数据大幅回升，新增信贷总量创历年3月的新高，新增社融也创历史新高，达到5.16万亿，反映出资金面宽松，流动性较好。尽管3月PMI大幅回升至枯荣线，但低基数效应影响很大，通胀方面CPI、PPI双双回落，通缩压力较大，央行货币政策操作的掣肘有所减轻，同时加上海外疫情的冲击，预计偏弱的基本面也将延续，短期来看对债市仍较为友好。
- **风险提示：**海外疫情继续恶化，全球性经济危机

周岳

分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjq.com.cn

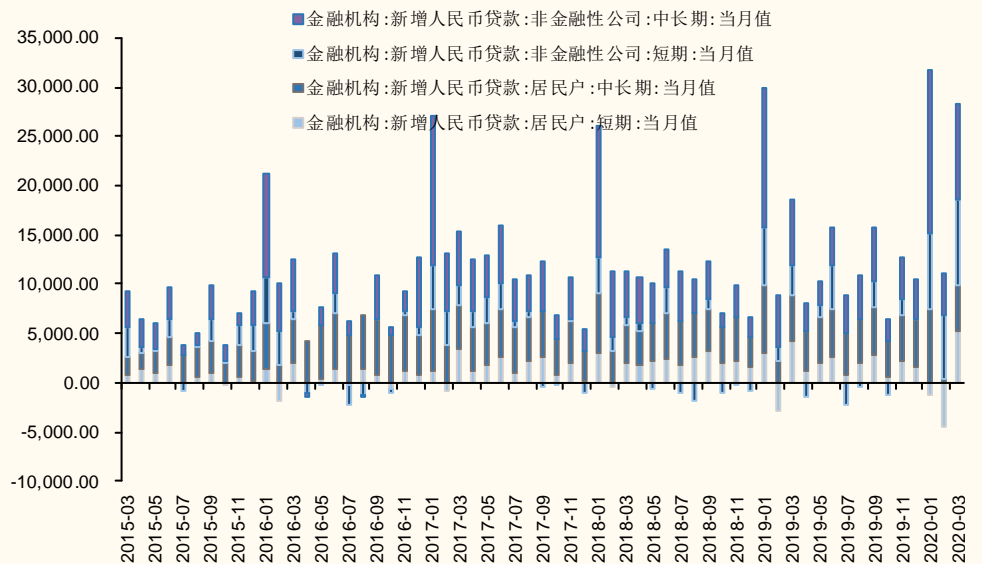
事件：

央行公布 2020 年 3 月金融数据：①2020 年 3 月新增人民币贷款 2.85 万亿元，同比多增 11,600 亿元，前值 9,057 亿元；②2020 年 3 月新增社会融资规模 5.16 万亿元，同比多增 22,024 亿元，前值 8,554 万亿元；3 月末社会融资规模存量为 262.24 万亿元，同比增长 11.5%，前值 10.7%；③2020 年 3 月 M2 同比增速为 10.1%，前值 8.8%；M1 同比增长 5%，前值 4.8%；M0 同比增长 10.8%，前值 10.9%。我们点评如下：

1. 新增贷款同比大幅回升

货币政策发力，新增人民币贷款同比大幅回升，创历史 3 月新高。3 月新增人民币贷款规模 2.85 万亿元，同比多增 11,600 亿元，创历年 3 月的新高。分部门看，企业部门和住户部门新增贷款环比、同比均有明显回升。随着国内疫情得到控制，住户部门贷款需求有所改善，同比多增 984 亿元；企业信贷则由于国家政策加大了对企业信贷支持，以使其度过疫情难关，非金融企业及机关团体贷款同比大幅增加 9841 亿元，同比增速高达 92%。分期限看，环比各期限贷款均明显回升，短贷回升 11,851 亿元，中长期贷款回升 9,853 亿元；同比回升主要体现在短期贷款，短期贷款同比多增约 6,501 亿元，中长期贷款同比多增约 3,203 亿元，票据融资同比多增 1,097 亿元。

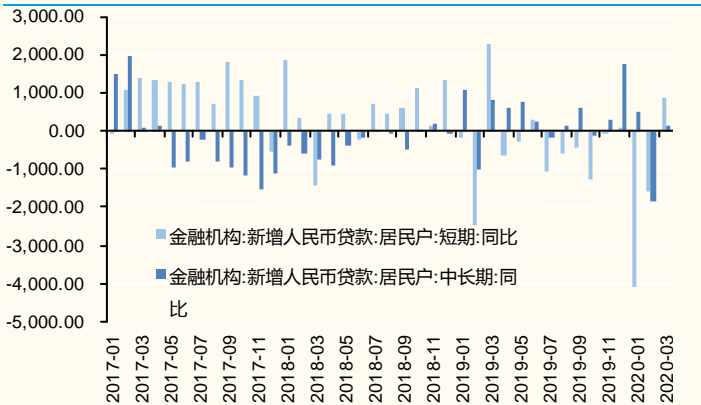
图表 1：信贷同比大幅回升主要体现在企业部门和短期贷款（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

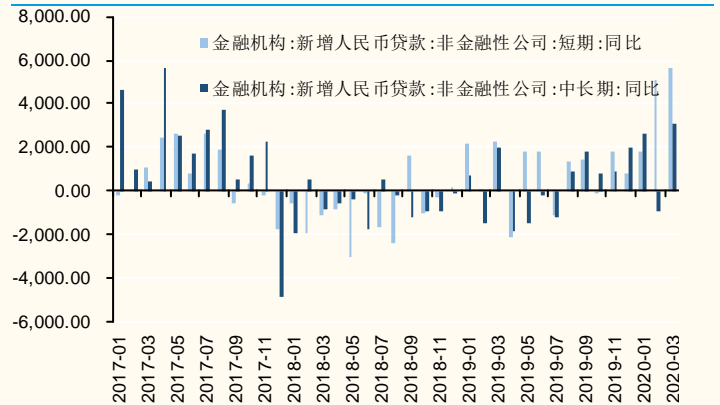
3 月新增人民币贷款大幅回升符合我们的预期。为缓解疫情对经济的冲击，货币政策较为宽松，央行分别在 3 月 13 日和 4 月 3 日宣布进行定向降准，释放流动性以支持实体经济，结合年后降低了 OMO 利率和 MLF 利率，充分体现了“稳健的货币政策要更加灵活适度”。考虑到海外疫情正在爆发期，对我国经济也会造成一定冲击，央行宽松的货币政策大概率会延续以缓解经济冲击。同时 3 月国内疫情得到控制，企业复工复产进展有序，企业信贷需求也有所增加。因而，我们预计二季度新增信贷规模不会出现大幅回落，有望维持在较高水平。

图表 2: 住户部门贷款同比 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 企业部门贷款同比 (亿元)

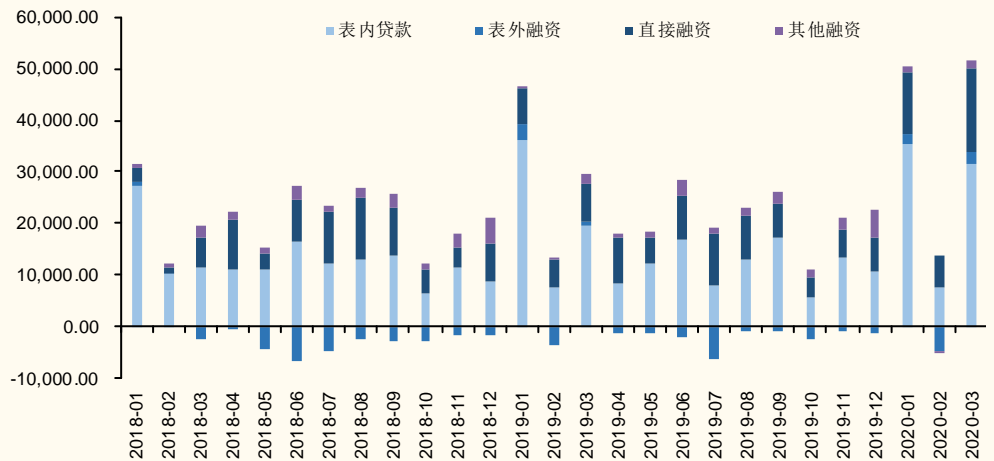


来源: Wind, 国金证券研究所

2. 社融大幅增加

表内信贷、直接融资大幅提高，带动社融增量大幅回升。新口径下 3 月新增社会融资规模 5.16 万亿元，同比多增 22,024 亿元，创历史新高，社融存量同比增长 11.5%。从结构上看：1) 非标：新增表外融资 2,208 亿元，同比多增 1,385 亿元。其中委托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别增加 482.25 亿元、1,453 亿元；信托贷款大幅回落拖累非标表现，新增-22 亿元，同比大幅萎缩 550 亿元；2) 表内信贷：货币政策放松，表内信贷同比多增 11,932 亿元。其中新增人民币贷款同比多增 10,790 亿元；3) 直接融资：同比增加 9,432 亿元。复工复产影响下，企业资金需求回暖，企业债券融资同比增加 6,407 亿元。

图表 4: 社融增量各分项 (亿元)

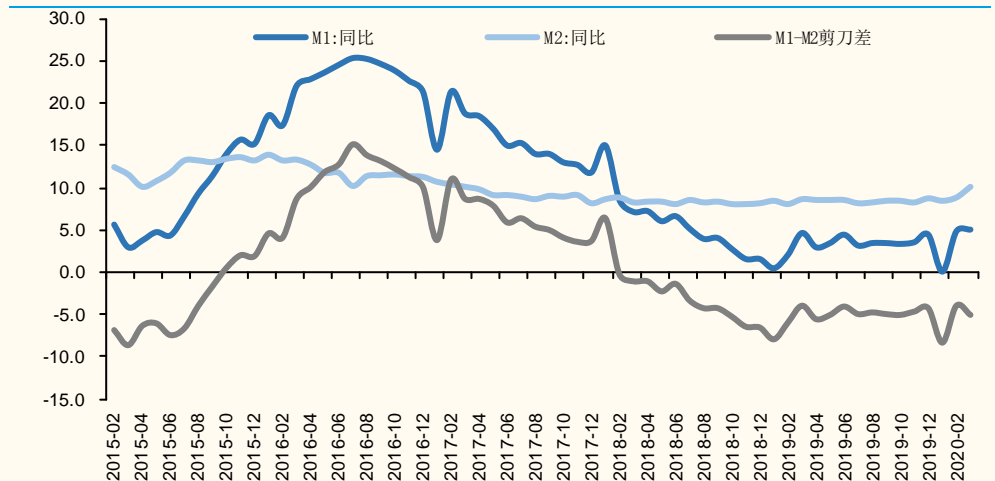


来源: Wind, 国金证券研究所

3. M2 增速大幅回升，M1-M2 剪刀差重新走阔

3 月末，广义货币(M2)余额 208.09 万亿元，同比增长 10.1%，增速比上月末提高 1.3 个百分点，比上年同期高 1.5 个百分点；狭义货币(M1)余额 57.51 万亿元，同比增长 5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 0.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.3 万亿元，同比增长 10.8%。央行 3 月净投放现金 1700 亿元。M1-M2 剪刀差重新走阔，显示虽然国内疫情得到控制，但是经济尚未恢复政策，非金融企业经营活跃度仍然不高。

图表 5: M1-M2 剪刀差重新走阔 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

4. 社融见顶了吗?

创新高的社融规模二季度是否可以持续? 我们考虑三个因素:

1) 二季度地方债发行量继续高涨

根据 4 月 3 日国新办的新闻发布会, 近期会提前下达第三批 2020 年新增专项债额度。

一是合理扩大规模……提前下达 2019 年新增专项债券的额度是 8100 亿元, 今年这项工作开展的比较早, 在此之前, 已经提前下达了 1.29 万亿, 加上此次再下达一批额度, 提前下达新增专项债券规模将超出上年。¹

去年新增专项债额度是 2.15 万亿元, 之前分两批提前下达了 1.29 万亿元 2020 年的部分额度, 如果第三批额度下达后提前下达的新增专项债规模要超出上年, 则第三批提前下达的额度可能会超过 8600 亿元, 加上之前两批下达的尚未发完的额度, 按照国常会要求提前下达的二季度要完成发行, 那么二季度新增专项债二季度可能会有近万亿规模。

2) 特别国债开始发行

根据 3 月 27 日政治局会议要求, 特别国债有望在两会后推出。

要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施, 积极的财政政策要更加积极有为, 稳健的货币政策要更加灵活适度, 适当提高财政赤字率, 发行特别国债, 增加地方政府专项债券规模, 引导贷款市场利率下行, 保持流动性合理充裕。²

3) 二季度的贷款需求仍不弱

根据央行 4 月 10 日新闻发布会公布的信息, 随着企业复产复工节奏加快, 个人消费和购房需求回升, 以及政府投资项目的逐步开工, 二季度贷款需求仍然不弱。

二季度贷款, 从我们现在掌握的信贷需求情况来看, 第一, 随着疫情的减缓和企业复工复产节奏的加快, 企业生产经营中资金的需求会得到逐步恢复, 实际上在 3 月份, 企业签发的银行承兑汇票已经开始明显恢复。第二, 随着疫情防控措施逐步放宽或者是解除, 个人消费贷款和购房贷款的需求也会得到释放。第三, 随着政府推动重大项目投资计划的逐步开工, 相应的贷款需求也会快速增长。³

¹ 来源: <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/42311/42832/wz42834/Document/1676734/1676734.htm>

² 来源: http://www.gov.cn/xinwen/2020-03/27/content_5496366.htm?gov

³ 来源: <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4005810/index.html>

综合来看，二季度的社会融资规模仍有可能保持较大的规模。

5. 债市策略

3月金融数据大幅回升，新增信贷总量创历年3月的新高，新增社融也创历史新高，达到5.16万亿，反映出资金面宽松，流动性较好。尽管3月PMI大幅回升至枯荣线，但低基数效应影响很大，通胀方面CPI、PPI双双回落，通缩压力较大，央行货币政策操作的掣肘有所减轻，同时加上海外疫情的冲击，预计偏弱的基本面也将延续，短期来看对债市仍较为友好。

风险提示：海外疫情继续恶化，全球性经济危机。

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_5906

