

## 固定收益研究/动态点评

2020年04月10日

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号：S0570518110005  
研究员 021-28972035  
zhangliang014597@htsc.com

张大为  
联系人 zhangdawei@htsc.com

### 相关研究

- 1《固定收益研究：局部扰动难改整体需求不足》2020.04
- 2《固定收益研究：定向降准及下调超额利率点评》2020.04
- 3《固定收益研究：貌似改善，实则疲软》2020.03

# 靓丽数据因政策发力而非需求好转

## 2020年3月金融数据点评

### 核心观点

3月新增信贷2.85万亿元，社融规模5.16万亿元，社融存量同比11.5%，M2同比10.1%，M1同比5%。3月份国内复工复产与货币政策对冲合力下，信贷总量、结构均有改善，企业现金压力缓解，但需求不足的问题更棘手，财政扩大内需或是二季度重点。十年期国债2.5%水平上，市场进入不稳定阶段，由于缺少配置盘，对信息更敏感，做好应对比判断点位更重要，利率久期策略不建议更激进，信用票息策略Sharp系数更有优势。股市面临的流动性环境较好，决定调整空间不大，但仍需等待盈利预期拐点。

### 复工复产与货币政策对冲合力下，信贷总量、结构均改善

3月新增人民币贷款2.85万亿元，同比多增1.16万亿元，比2月反弹更为明显，一方面，3月份国内疫情趋稳，复工复产加速，部分信贷需求推迟到3月份释放；另一方面，政策保持对冲力度，定向降准、再贷款再贴现等工具继续发力，企业融资条件大幅改善。居民贷款修复明显，企业中长期贷款规模也达9643亿元，同比多增1097亿元，或与基建配套贷款加快投放以及商业银行加大对制造业企业的中长期贷款支持有关。企业票据融资规模达到2075亿元，也反映企业贸易活动有所修复。

### 一季度社融超10万亿，社融底再现

3月社会融资规模达5.16万亿元，同比多增2.2万亿元，一季度社融规模超过10万亿元，社融存量增速11.5%，较前值大幅反弹0.8个百分点。政府债券融资6363亿元，同比多增2951亿元，2月地方债发行放量部分在3月数据中体现；表外非标融资大幅反弹，同比多增1385亿元。其中表外票据同比多增1453亿元，商业贸易活动有所修复；企业债券融资9953亿元，同比多增6407亿元，单月信用债净发行创历史新高。我们预计全年社融规模或超31万亿元，全年社融增速接近12%。

### 企业现金流压力缓解，需求不足待解

3月M2同比10.1%，走高1.3个百分点；M1同比5%，走高0.2个百分点。在生产活动尚未完全恢复、资金需求并不旺盛、去年同期高基数的情况下攀升，更体现政策对实体支持力度。其中，企业存款新增3.19万亿元，同比多增1.26万亿元，货币与财政政策协同发力，企业现金流压力有明显缓解。居民存款新增2.35万亿元，同比多增1.47万亿元，或反映消费支出不足，目前线下消费活动开启较慢，消费信心也可能不佳。意味着终端需求不足是眼下更为棘手的问题，并且外需收缩压力也正在到来，企业可能面临“无产可复”的困境，二季度财政政策扩大内需将是重点。

### 市场启示：利率久期策略不建议更激进，信用票息策略夏普系数更有优势

二季度外需冲击与政策应对是核心。央行通过再贷款再贴现等缓解企业压力，因此社融超预期并非内生投资、融资意愿好转，更多是融资条件改善的结果。宏观杠杆率较快攀升，短期有容忍，中期是政策变数。目前收益率曲线陡峭反映疫情演绎的不确定性、财政刺激担忧、机构负债成本居高不下。在十年期国债2.5%水平上，市场进入不稳定阶段，由于缺少真正的配置盘，对信息将更为敏感，做好应对比判断点位更重要，利率久期策略不建议更激进，信用票息策略的Sharp系数会更有优势。股市面临的流动性环境较好，决定了市场调整空间不大，但仍需等待盈利预期的拐点出现。

风险提示：外需收缩幅度超预期、财政政策对冲力度超预期。

## 事件

央行公布 2020 年 3 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 28500 亿元，前值 9057 亿元。
- (2) 社会融资规模 51627 亿元，前值 8554 亿元。
- (3) M2 同比 10.1%，前值 8.8%；M1 同比 5.0%，前值 4.8%。

## 点评

### 复工复产与货币政策对冲合力下，信贷总量、结构均改善

3 月份新增人民币贷款 28500 亿元，同比多增 11600 亿元。从总量来看，3 月比 2 月反弹较为明显，一方面，3 月份国内疫情趋稳，复工复产加速，部分信贷需求推迟到 3 月份释放；另一方面，3 月政策对冲力度仍保持，定向降准、专项再贷款、再贷款再贴现等工具继续发力，保障实体的融资支持，企业融资条件大幅改善。

从结构来看，3 月相比 2 月也有所改善。首先，居民贷款修复明显，短期贷款、中长期贷款分别新增 5144 和 4738 亿元，同比分别多增 850 和多增 133 亿元，反映居民消费、购房等活动有所修复。其次，企业短期贷款在保持高增长的同时，新增中长期贷款规模也达到 9643 亿元，同比多增 1097 亿元，或与基建配套贷款加快投放以及商业银行加大对制造业企业的中长期贷款支持有关。企业票据融资规模也达到 2075 亿元，也反映企业贸易活动有所修复。

### 一季度社融超 10 万亿，社融底再现

新口径下 3 月社会融资规模达到 5.16 万亿元，同比大幅多增 2.2 万亿元，一季度社融规模超过 10 万亿元，社融存量规模 262.2 万亿元，同比增速 11.5%，较上月大幅反弹 0.8 个百分点。剔除政府债券之后，3 月社融同比增速也达到 10.8%，较上月也反弹 0.8 个百分点。

从分项来看，3 月政府债券融资 6363 亿元，同比大幅多增 2951 亿元。一方面，2 月份地方债发行放量但部分尚未纳入当月社融，这部分在 3 月数据中体现；另一方面，3 月地方债发行仍较快。

值得一提的是，3 月表外非标融资大幅反弹，3 月非标融资达到 2208 亿元，同比多增 1385 亿元。其中 3 月表外票据融资 2818 亿元，同比多增 1453 亿元，一方面商业贸易活动有所修复，另一方面 3 月份再贷款、再贴现政策发力。此外，3 月信托贷款新增也有所恢复。

其他分项中新口径企业债券融资 9953 亿元，同比大幅多增 6407 亿元，3 月债券市场行情加速演绎，理财、广义基金等配置需求强劲，单月信用债净发行创历史新高。此外，企业股票融资 197 亿元，同比多增 75 亿元。

一季度社融超 10 万亿之后，持续性如何？我们在今年 4 月 6 日《债券策略周报：曲线陡峭兑现，连锁反应开始》中提及，年内宽信用政策将继续发力，全年社融规模或超 31 万亿元，支撑因素包括基建等配套融资、政府债券、企业债券等。全年社融增速接近 12%，维持社融底再现的判断。

### 企业现金流压力缓解，需求不足待解

3月M2同比10.1%，走高1.3个百分点；M1同比5%，走高0.2个百分点。去年3月份企业产销活动显著走旺导致了M1与M2高基数，今年3月在生产活动尚未完全恢复、资金需求并不旺盛的情况下能够进一步攀升，更体现政策对实体支持力度之大。

其中，企业存款新增3.19万亿元，同比多增1.26万亿元，一方面源于再贷款再贴现、定向降准等政策支持与引导下，商业银行加快信贷投放，另一方面财政定向减税降费、减缓社保、公积金上缴等政策也减少了财政抽血作用。货币与财政政策协同发力，企业现金流压力有明显缓解，助力企业有序复工复产。居民存款新增2.35万亿元，同比多增1.47万亿元，或反映消费支出不足，相比企业而言，居民贷款增长也较为乏力。一方面是恐疫心理下，线下消费活动开启较慢，另一方面是就业市场不稳定，消费信心可能不佳。这也意味着企业复工复产的短板中，资金压力已相对缓解，但终端需求不足是眼下更为棘手的问题，并且外需收缩压力也正在到来，企业可能面临“无产可复”的困境。因此，二季度财政政策扩大内需将是重点。

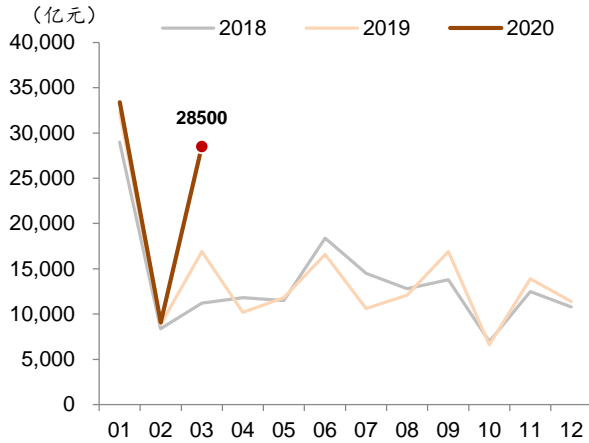
### 市场启示

二季度外需冲击与政策应对是核心。企业部门复工复产已经大部分完成，目前需要做的是提防“无产可复”及如何熬过疫情寒冬。在这种背景下，美联储接连打出2、2.3万亿美元刺激计划，其中主街贷款、PPP、CPFF等给予企业定向的融资支持。中国央行也通过再贷款再贴现、政策性金融、扩大信用债净发行等多种途径缓解企业压力。在这种背景之下，社融数据的超预期还不是需求好转、内生投资和融资意愿好转的信号，更多是融资条件改善的结果。宏观杠杆率大概率快速攀升，但短期需要有更高容忍度，中期是政策变数。居民存款增长较快，可能意味着消费券等撬动消费回补存在可行性。

我们之前提到，货币正在发力+财政加码在即=曲线陡峭，最近已经兑现。陡峭反映了疫情演绎的不确定性、财政刺激担忧、机构负债成本居高不下，也说明市场没有如16年乐观。唯一能确定的是，在十年期国债2.5%水平上，市场进入了不稳定阶段，由于缺少真正的配置盘，对信息将更为敏感。这种情况下，做好应对比判断点位更重要，利率久期策略继续要站在流动性出口近的地方，不建议更激进，信用票息策略的Sharp系数会更有优势。股市面临的流动性环境较好，决定了市场调整空间不大，但仍需要等待盈利的拐点出现。

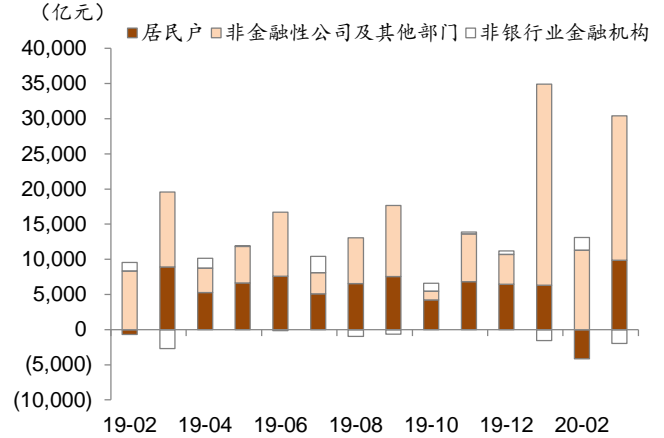
**信贷**

**图表1：新增人民币贷款**



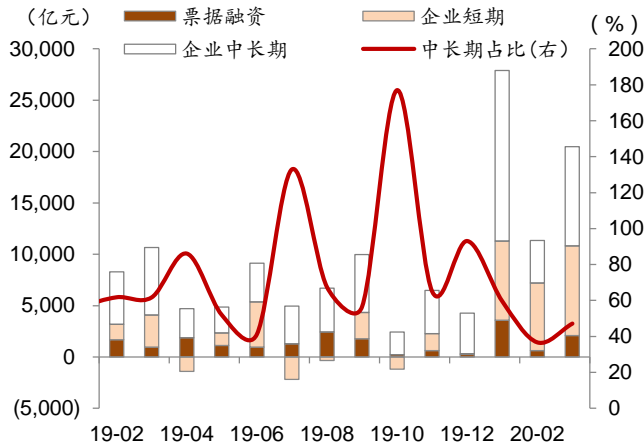
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表2：新增人民币贷款分部门**



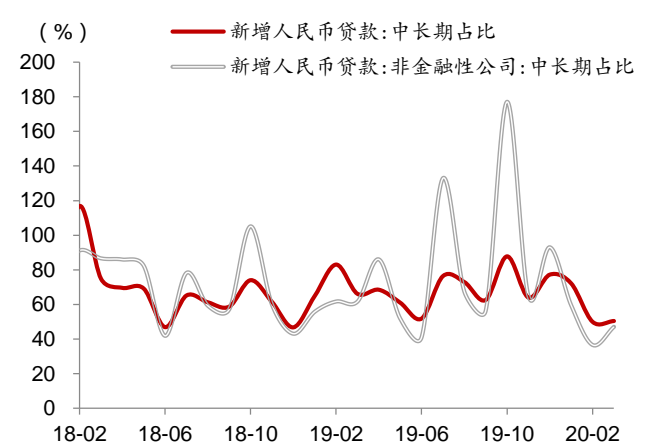
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表3：企业新增信贷结构**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

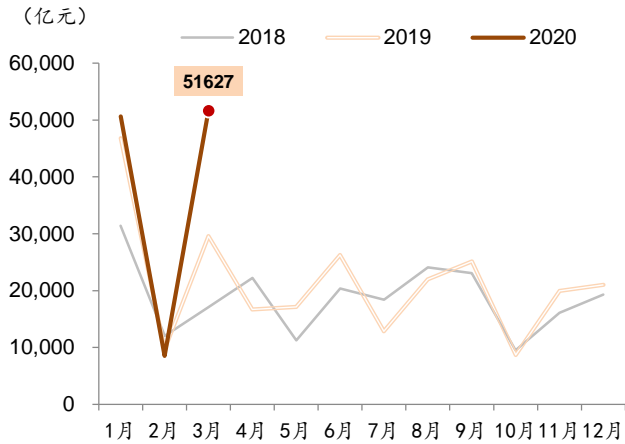
**图表4：新增信贷中长期占比**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

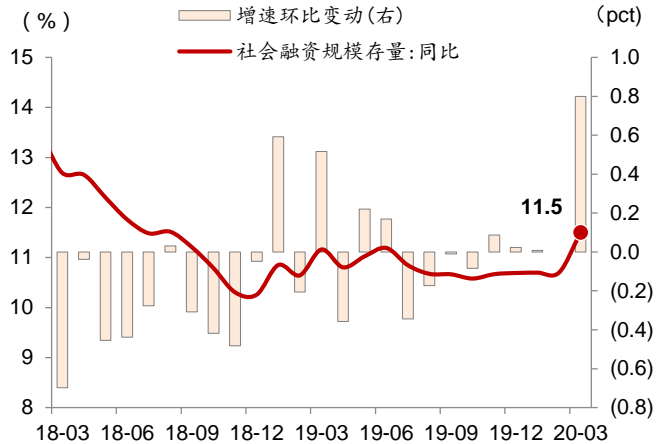
**社融**

**图表5: 新增社会融资规模**



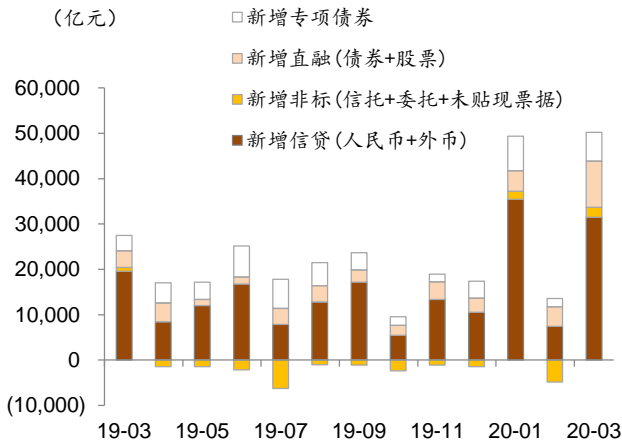
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表6: 社融存量增速**



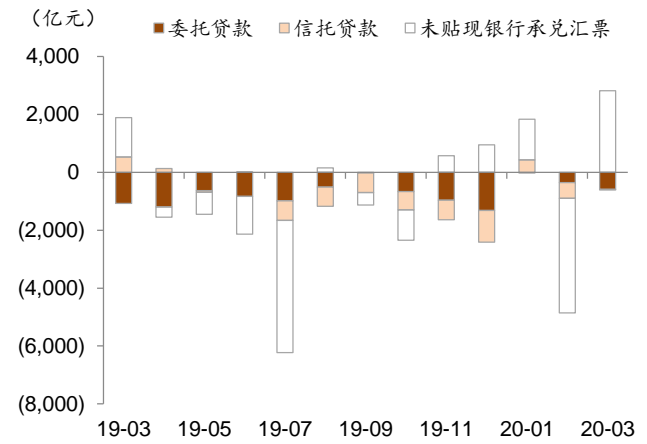
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表7: 新增社融各分项**



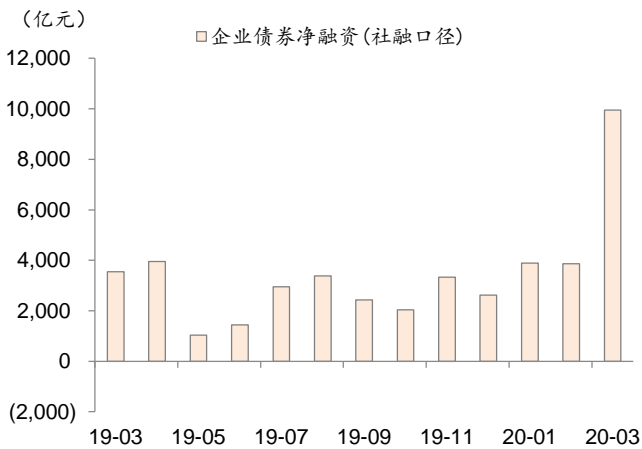
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表8: 新增非标各分项同比增减**



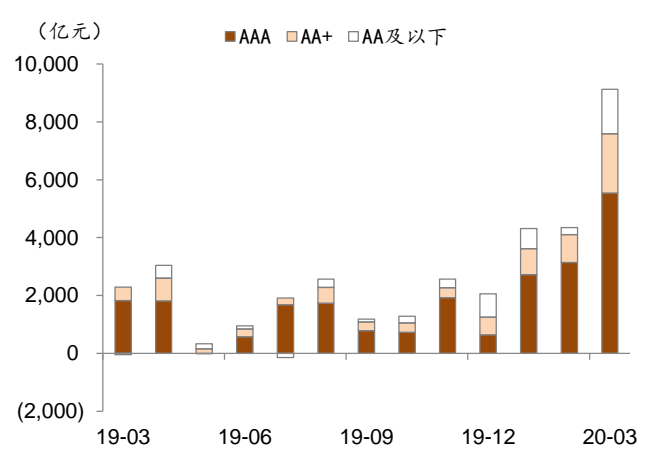
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表9: 企业债净融资额 (社融口径)**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

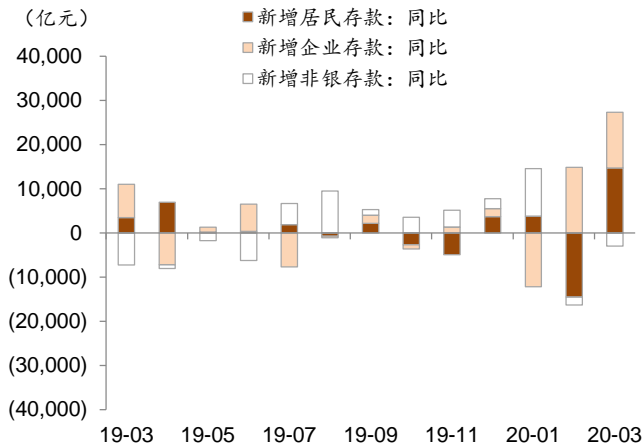
**图表10: 信用债净融资分评级状况 (主体评级)**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

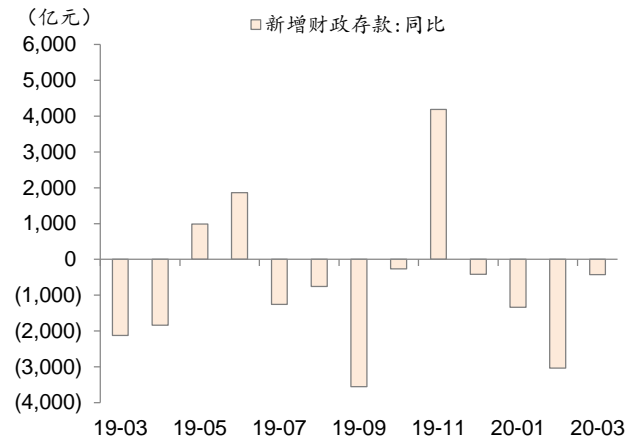
## 货币与存款

图表11: 新增存款同比 (居民、非金融企业与非银金融)



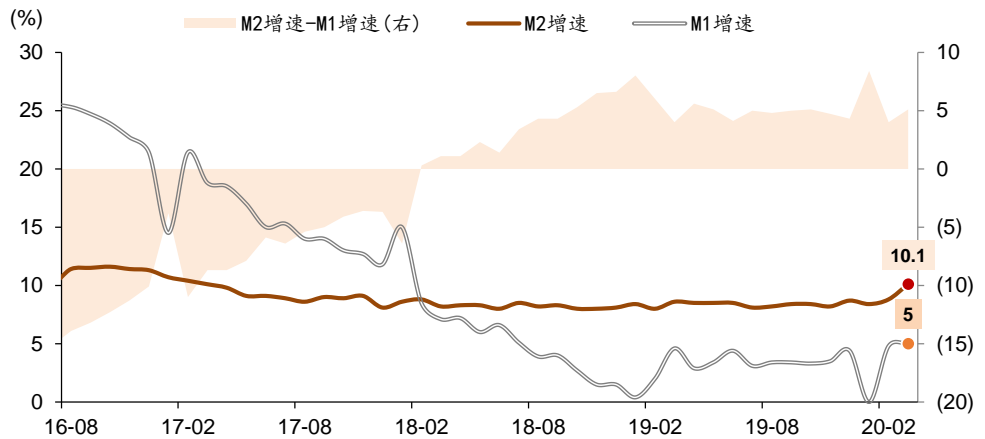
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 新增财政存款同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: M2与M1剪刀差



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

**1. 外需收缩幅度超预期。**海外疫情快速演绎, 或对外需造成较大打击, 若外需收缩幅度超预期, 国内经济修复的难度也较大, 货币政策宽松力度也可能加大。

**2. 财政政策对冲力度超预期。**为应对疫情冲击, 财政政策或前置发力, 若对冲力度超预期, 流动性过剩风险可能加大。

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\\_5909](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5909)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn