

信贷和社融全线回升，预计未来继续渐进式宽松

——3月金融数据点评

宏观事件点评

2020年4月13日

报告摘要：

● 信贷社融数据均超预期

信贷全面回升，企业信贷增长最为明显。3月新增贷款创历年同期最高。3月新增人民币贷款2.85万亿，大幅高于市场预期的1.8万亿，同比多增1.16万亿。这是继今年1月份新增贷款创历年同期最高之后，又一次单月增量创历年同期最高。一季度合计新增7.10万亿，同比多增1.29万亿，也是历年同期最高。结构上全线回升，新增居民短期贷款5144亿，同比多增850亿；新增居民中长期贷款4738亿，同比多增133亿。新增企业短期贷款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。

3月新增社融创历史最高。3月新增社融5.16万亿，同比多增2.20万亿，打破了今年1月份刚刚创下的历史最高纪录，成为新的历史最高。一季度合计新增11.08万亿，同比多2.47万亿。结构上也是全线回升，新增本外币贷款3.15万亿，同比多1.19万亿；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（图2）；企业债券净融资9953亿，同比多6407亿，也创下历史最高；政府债券净融资6363亿，同比多2951亿。

● 信用债发行结构分化明显，高评级和基建类行业发行较多

3月份信用债发行创历史新高，继续维持前两月的态势。其中大部分都是AAA评级的主体所发行。分产业看，建筑、公共事业、交运等与基建相关的行业发行量较大，一定程度反映出基建发力的可能。为对冲疫情影响，我国将加大逆周期调节力度，财政有望发力，在此背景下，城投和基建类行业的债券发行力度有所提高。

● 货币政策宽松方向不变，节奏大概率采取循序渐进模式

存款基准利率下调可能没那么快。未来几个月，在疫情造成的需求收缩影响下，通胀将持续处于下行通道，不再是制约货币宽松的因素。对于市场普遍关注的存款基准利率，日前中央发文提到，要稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨，这意味着利率市场化的既定方针不变。央行货政司司长孙国峰表示，存款基准利率要长期保留。我们预计，存款基准利率的下调可能没那么快，有可能以市场化方式引导存款利率浮动倍数下降，从而达到实际存款利率下降的效果。

● 风险提示：疫情恶化超预期、进出口恶化超预期、全球金融危机发酵等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：

4月10日，央行公布2月金融数据：

3月新增人民币贷款 28500 亿元，市场预期 19700 亿元，前值 9057 亿元。

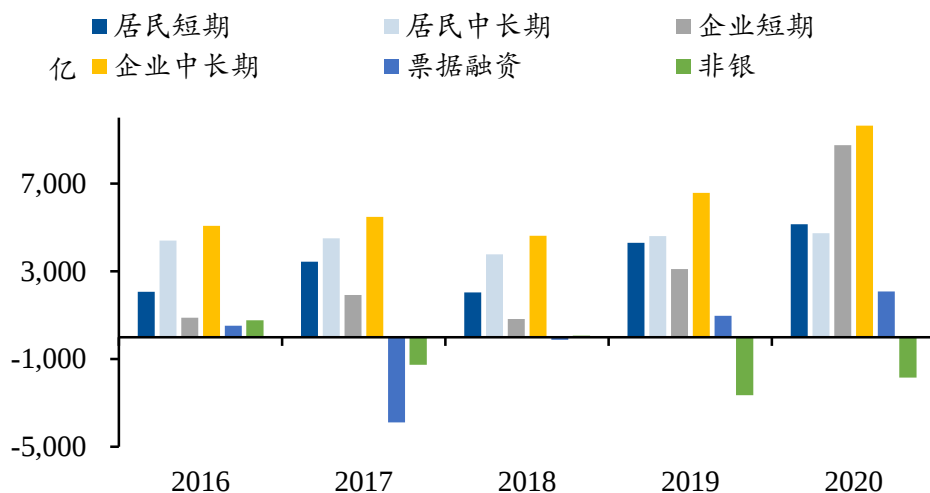
3月社会融资规模 51627 亿元，市场预期 32100 亿元，前值 8554 亿元。

3月 M2 同比 10.1%，市场预期 8.7%，前值 8.8%；M1 同比 5.0%，前值 4.8%。

一、数据表现：信贷和社融规模均超预期

特征一，信贷全面回升，企业信贷增长最为明显。3月新增贷款创历年同期最高。3月新增人民币贷款 2.85 万亿，大幅高于市场预期的 1.8 万亿，同比多增 1.16 万亿。这是继今年 1 月份新增贷款创历年同期最高之后，又一次单月增量创历年同期最高。一季度合计新增 7.10 万亿，同比多增 1.29 万亿，也是历年同期最高。结构上全线回升，新增居民短期贷款 5144 亿，同比多增 850 亿；新增居民中长期贷款 4738 亿，同比多增 133 亿。新增企业短期贷款 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（图 1）。

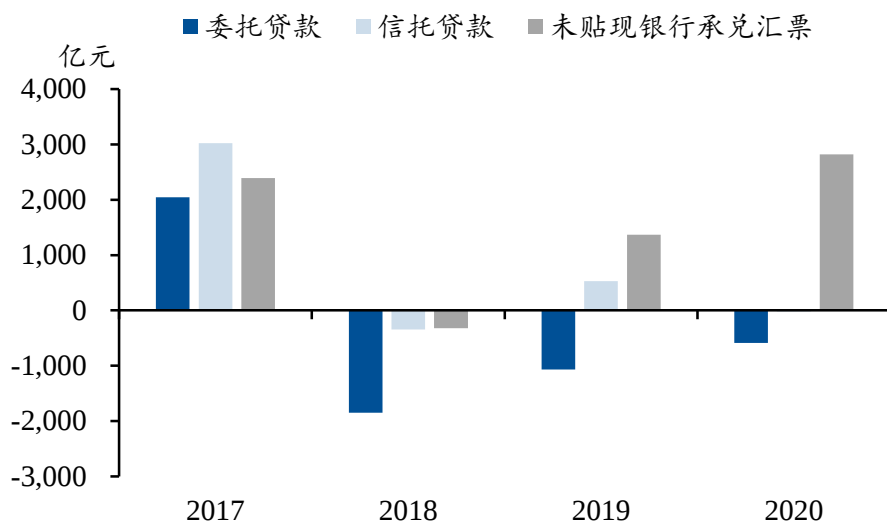
图 1：3 月份企业部门信贷放量明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

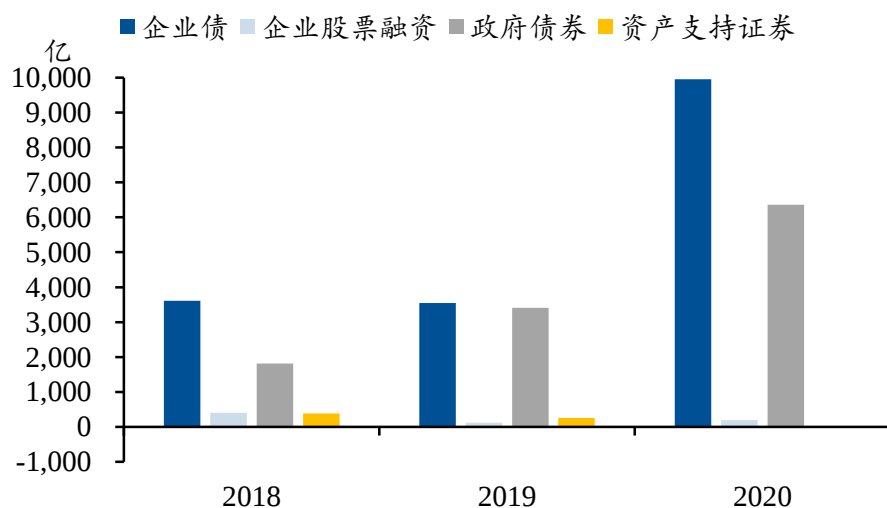
特征二，企业债净融资创历史新高，政府债券发行亦发力。3月新增社融创历史最高。3月新增社融 5.16 万亿，同比多增 2.20 万亿，打破了今年 1 月份刚刚创下的历史最高纪录，成为新的历史最高。一季度合计新增 11.08 万亿，同比多 2.47 万亿。结构上也是全线回升，新增本外币贷款 3.15 万亿，同比多 1.19 万亿；新增表外融资（委托贷款+信托贷款+未贴现票据）2208 亿，同比多增 1385 亿（图 2）；企业债券净融资 9953 亿，同比多 6407 亿，也创下历史最高；政府债券净融资 6363 亿，同比多 2951 亿（图 3）。

图 2：3 月份未贴现银行承兑汇票有所放量



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：3 月份企业债券发行暴增，政府债券发行规模亦有所增加



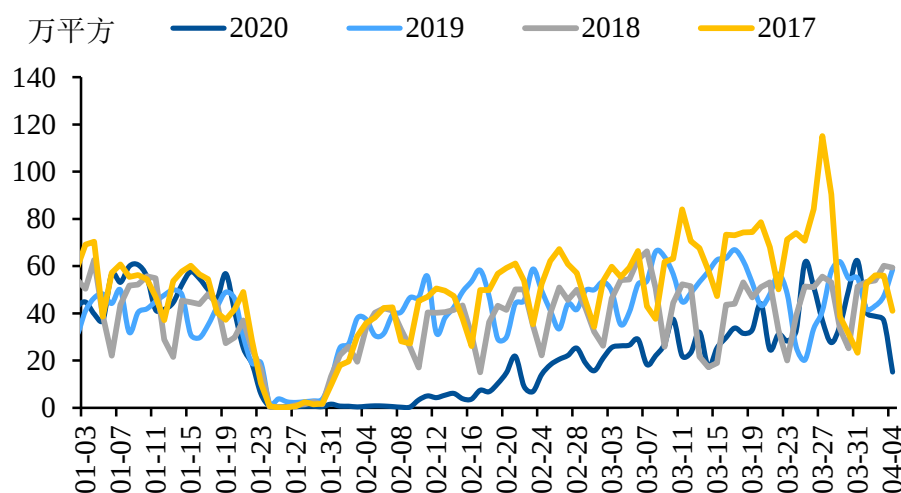
资料来源：Wind，民生证券研究院

特征三，3 月 M2 增速重返两位数以上。3 月 M2 同比增速 10.1%，大幅高于市场预期的 8.5%，继 2017 年 3 月后时隔三年重返 10% 上方。M1 同比增速 5%，较前值回升 0.2 个百分点，连续两个月回升。银行间流动性保持充裕，3 月质押式回购加权平均利率为 1.44%，分别比上月和上年同期低 0.37 个和 1.03 个百分点。此前央行副行长陈雨露明确提出，M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速相比可以略高一些。本次数据发布后，央行调查统计司司长阮健弘表示，3 月 M2 增速上升比较多，总体上有效支持了疫情防控和社会经济发展。

二、数据背后：货币政策对实体企业支持力度较大

政策对企业部门比较支持。3月份，企业部门短期贷款、企业部门中长期贷款和信用债均明显发力，创下历史新高，指向政策发力。从结构来看，居民部门和企业部门均是短期信贷放量强于长期信贷，体现了银行信贷救急的作用。在疫情背景下，监管部门要求银行积极房贷，助力实体企业特别是中小企业度过难关。相比之下，居民部门长期贷款不增反降，主要是因为受疫情影响商品房成交低迷所致。

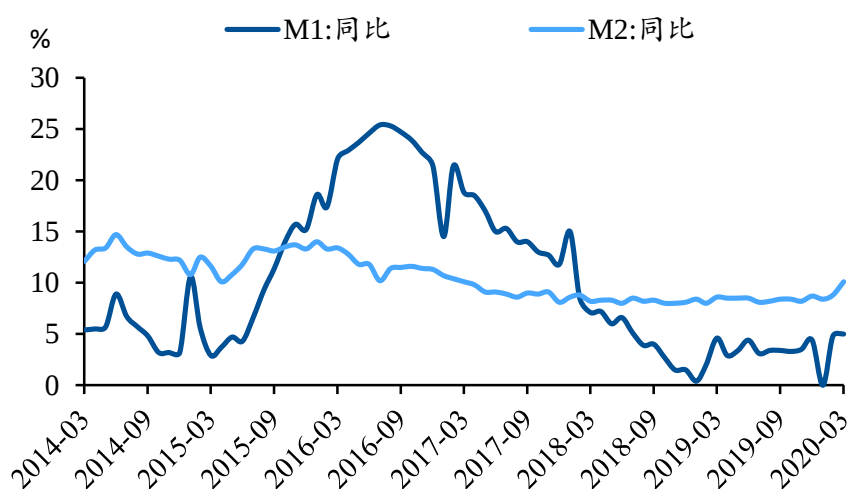
图 4：3 月份商品房成交面积依旧低迷，居民部门长期贷款同比下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

疫情期间流动性持续宽松，符合我们预计。我们在之前的报告中提出，受疫情影响，叠加全球降息潮，我国货币政策有望持续宽松。3月以来，流动性持续宽松，无论是体现银行间流动性的 DR007 还是体现实体企业流动性的 M2 和社融，表现均超预期。从结构看，3 月份 M1 和 M2 均有所回升，相比之下 M2 回升更多，这意味着有更多的流动性可以进入金融市场。

图 5：3 月份 M1 和 M2 均回升，M2 回升更多



资料来源：Wind，民生证券研究院

信用债发行结构分化明显，高评级和基建类行业发行较多。3 月份信用债发行创历史新高，

继续维持前两月的态势。其中大部分都是 AAA 评级的主体所发行。分产业看，建筑、公共事业、交运等于基建相关的行业发行量较大，一定程度反映出基建发力的可能。为对冲疫情影响，我国将加大逆周期调节力度，财政有望发力，在此背景下，城投和基建类行业的债券发行力度有所提高。

三、未来展望：货币政策宽松方向不变，节奏大概率采取

循序渐进模式

存款基准利率下调可能没那么快。未来几个月，在疫情造成的需求收缩影响下，通胀将持续处于下行通道，不再是制约货币宽松的因素。对于市场普遍关注的存款基准利率，日前中央发文提到，要稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨，这意味着利率市场化的既定方针不变。央行货政司司长孙国峰表示，存款基准利率要长期保留。我们预计，存款基准利率的下调可能没那么快，有可能以市场化方式引导存款利率浮动倍数下降，从而达到实际存款利率下降的效果。

预计央行将进一步引导市场利率下行。央行货政司司长孙国峰表示，存款基准利率自 2015 年 10 月以来没有调整，但并不意味着银行实际执行的存款利率就不变化。随着 LPR 改革深入推进，贷款利率的市场化水平明显提高，已经和市场接轨。随着市场利率整体下行，银行发放贷款收益降低，为了保持和资产收益相匹配，银行也会适当降低其负债成本。通过提高存款利率来“揽储”的动力也会随之下降，从而引导存款利率下行，说明贷款市场利率的改革对于存款利率市场化也起到了重要的推动作用，贷款利率的下行也有利于稳定存款利率。

本月中 MLF 利率预计下调 20BP，之后 LPR 有望迎来下调。根据我们提出的 OMO 利率和 MLF 利率联动下调的观点，本月中 MLF 利率预计下调 20BP，本月 20 号，LPR 有望继续下行，实体企业融资成本将继续降低。

风险提示

疫情恶化超预期、进出口恶化超预期、全球金融危机发酵等。

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_5920

