

疫情影响加速显现，信贷恢复依赖复工加快、逆周期加码

——2020年2月货币数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 2020年1-2月国内社融增量为5.92万亿，同比多增2717亿元，2月当月社融增量为8554亿元，同比减少1111亿元。新冠肺炎疫情冲击下，国内局部性信用收缩压力明显增加，表外融资和居民部门贷款需求下降较快，未来实体信贷恢复依赖复工加快和逆周期加码。具体来看：

社融：疫情影响加速显现，2月社融增量创3年单月新低。疫情冲击下，2月份国内生产活动按下“暂停键”，重要逆周期调节工具政府债券发行也受到较大影响，实体融资较上月明显收缩，但去年同期为春节假期，基数较低，表现为本月社融同比微降。具体看，2月份国内社融增量仅8554亿元，同比减少1111亿元。其中，政府债券同比减少2523亿元，为主要拖累因素；受去年同期低基数影响，企业债券净融资同比增加2985亿元。另外，1-2月社融增量累计同比多增2717亿元，全靠政府和企业发债支撑，表外和表内贷款则均有所收缩。

信贷：冲量全靠企业短贷，居民信用收缩压力增加，未来实体信贷恢复依赖复工加快。2月份新增人民币贷款同比多增199亿元，基本持平但内部分化较大。其中，非金融性公司短贷同比多增5069亿元，是本月人民币贷款最重要的支撑因素；居民短期、中长期贷款分别同比减少1572、1855亿元，对信贷的拖累进一步扩大；另外，受企业复工复产偏慢，融资需求回落影响，本月其他部门贷款、票据融资、非金融性公司中长贷亦均下降较多。未来，信贷两大隐忧值得警惕，一是居民部门贷款需求持续疲软，二是复工复产面临的困难未得到妥善解决，企业部门信贷需求偏弱无法长期依赖短贷缓解。

流向：基建和地产仍是主力方向，但2月基建融资受复工偏慢拖累较大，房地产资金来源依旧吃紧。一方面，1-2月与基建相关的政府债券、表外融资和其他部门贷款同比变化量，均较1月和去年同期有所下降，考虑到年内逆周期调节大幅加码趋势未变，基建仍是资金主力流向。另一方面，受疫情影响，居民收入预期下降、房价下跌预期升温，居民购房意愿有所降低，且房地产销售受居民减少外出影响较大，本月居民部门贷款大幅减少，拖累地产资金来源吃紧。

- **M2回升源于低基数与基础货币投放增加，股市赚钱效应提升叠加疫情因素致M1反弹。**2月份国内央行基础货币投放增加、去年同期基数为全年最低值、财政存款环比减少，均有利于M2企稳回升。预计3月受益企业加快复工复产、信贷“早投放、早受益”原则，预计M2或维持高位增长8.8%。1月M1大幅反弹，主要源于疫情影响下，企业短贷增加，但生产活动停滞，资金以单位活期存款留在了银行账上，同时股市赚钱效应提升也有利于M1增加。
- **货币政策当务之急是缓解结构性信用收缩压力，二季度降准和小步幅全面降息概率偏大。**疫情冲击下，国内经济下行和局部性社会信用收缩压力有所增加，且2020年要统筹疫情防控和经济社会发展，实现小康社会目标，上半年将是加大或强化逆周期调节的重要窗口期。预计未来广义货币M2和社会融资规模增速继续高于名义GDP增速，体现逆周期调节方向，为防止大水漫灌，预计货币政策以结构性定向发力为主，但为对冲国内外经济金融不确定性，配合企业加快复工复产，近期降准和小步幅继续全面降息概率偏大。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、疫情加大局部性信用收缩压力，信贷恢复依赖复工加快、逆周期加码	3
(一) 社融：疫情影响加速显现，信用收缩需更大力度逆周期调节对冲	3
(二) 信贷：冲量全靠企业短贷，居民信用收缩压力增加，信贷恢复依赖复工加快....	4
(三) 流向：2月基建融资受复工偏慢拖累较大，房地产资金来源依旧吃紧	4
二、M2 回升源于低基数与基础货币投放增加，股市红火叠加疫情致 M1 反弹 6	6
(一) 低基数叠加基础货币投放增加，M2 创两年新高.....	6
(二) 股市赚钱效应提升叠加疫情因素，M1 大幅反弹.....	7
三、货币政策当务之急是缓解结构性信用收缩压力，二季度降准和小步幅全面降息概率偏大	7

正文：

事件：2020年2月份，社融增量为8554亿元，分别较上月和上年同期减少42120亿元和1111亿元；新增人民币贷款9057亿元，分别较上月和上年同期减少24343亿元和多增199亿元；货币供应量M1、M2分别同比增长4.8%、8.8%，增速较上月末分别高4.8、0.4个百分点，比上年同期高0.8、2.8个百分点。

一、疫情加大局部性信用收缩压力，信贷恢复依赖复工加快、逆周期加码

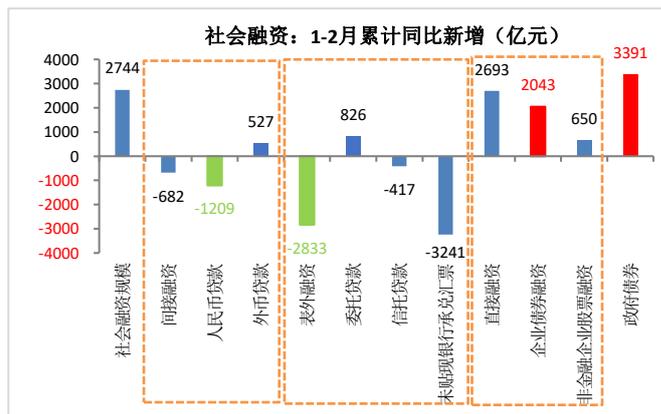
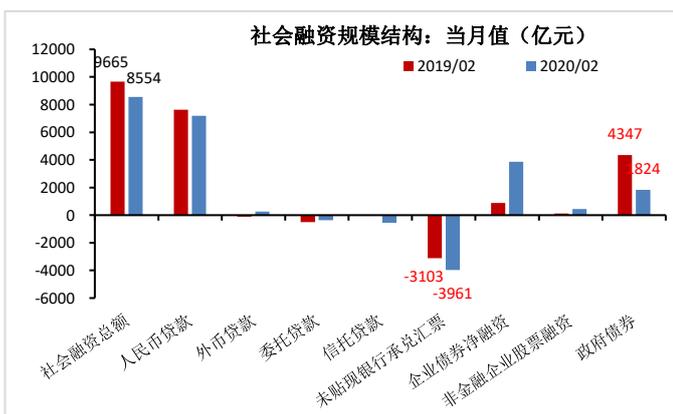
(一) 社融：疫情影响加速显现，信用收缩需更大力度逆周期调节对冲

2月社融增量创3年单月新低，去年同期低基数也无法弥补疫情影响。2月份国内社会融资（简称社融，下同）规模增量为8554亿元，同比减少1111亿元。其中，政府债券、表外未贴现银行承兑汇票同比减少2523、858亿元，是本月社融同比减少的主要拖累项；受去年同期低基数影响，企业债券净融资同比增加2985亿元（见图1）。在新冠肺炎疫情的冲击下，2月份国内生产活动按下“暂停键”，重要逆周期调节工具政府债券发行也受到较大影响，实体融资较上月明显收缩，但去年同期为春节假期，基数较低，表现为本月社融同比微降。

1-2月社融同比多增全靠发债支撑，表外、表内贷款均有所收缩。从累计数据看，1-2月份国内社融增量为5.92万亿元，较上年同期多增2717亿元。其中，政府债券、企业债券净融资分别同比多增3391、2043亿元，对社融的支撑作用明显；表外融资、人民币贷款（社融口径）分别同比减少2833、1209亿元（见图2），反映出实体融资需求偏弱，且资金投放主体风险偏好有所下降，高风险、高利率的表外融资降幅明显增加。

图 1：2月社会融资规模与结构

图 2：1-2月社会融资规模与结构



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

资料来源：WIND，财信国际经济研究院

本月社融增量下降本在市场预期之内，但不足万亿的规模仍明显低于预期。预计受疫情冲击影响，实体融资收缩压力或持续、大幅增加，货币政策当务之急需快速扭转这一局势。一方面，新冠肺炎疫情短期对国内服务业、工业以及出口产业均带来巨大冲击，企业盈利甚至生存面临较大困难，融资需求萎缩较快；另一方面，经济下行阶段，银行

等主要资金供给主体风险偏好明显下降，信贷表外转表内压力突出，银行资本、利率、流动性约束亟待缓解。

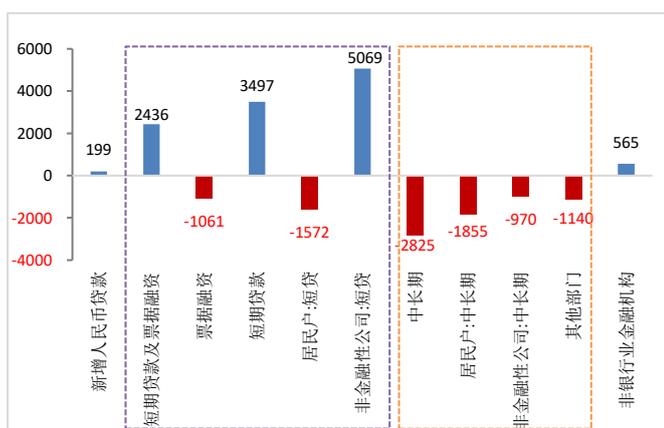
（二）信贷：冲量全靠企业短贷，居民信用收缩压力增加，信贷恢复依赖复工加快

2月人民币贷款全靠企业短贷冲量，居民贷款的拖累还在增加。2月份金融机构新增人民币贷款9057亿元，同比多增199亿元，基本持平但内部分化明显。其中，非金融性公司短贷同比多增5069亿元，是本月人民币贷款最重要的支撑因素；居民短期、中长期贷款分别同比减少1572、1855亿元，对信贷的拖累进一步扩大，且从绝对值来看，两者分别为-4504和371亿元，均创下2013年以来的单月新低；另外，本月其他部门贷款、票据融资、非金融性公司中长贷亦分别同比减少1140、1061、970亿元（见图3，反映出疫情影响下，企业复工复产偏慢，融资需求回落较多。

1-2月人民币贷款同比微增，企业和非银贷款勉强抵消居民部门拖累。从累计数据看，1-2月份国内新增人民币贷款4.25万亿元，较去年同期多增1299亿元。其中，非金融性公司短贷、中长贷、非银金融机构贷款是三大主要贡献力量，分别同比多增6849、1630和2384亿元（见图4）；同期居民短贷和中长贷分别同比减少5651和1333亿元。

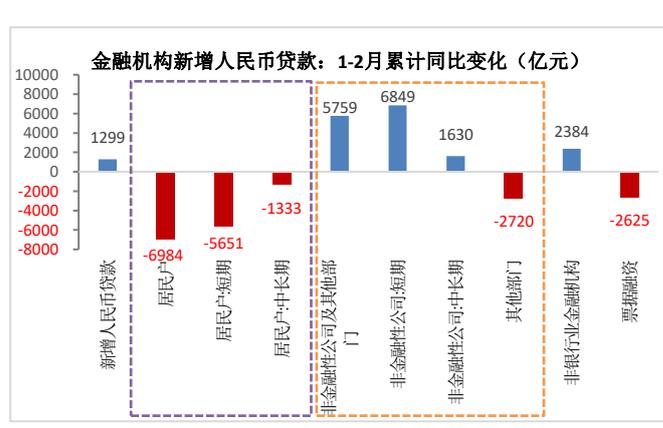
整体上，当前信贷数据反映出两大隐忧。一是疫情催化下，国内房价向下压力有所增加，随着房地产投资吸引力下降，居民部门贷款需求或持续面临一定收缩压力。考虑到居民部门贷款余额占总贷款余额比重约36%，且近年来国内住户贷款增速长期维持在15%以上，是信贷扩张的最重要支撑因素之一，一旦其过快下滑，国内稳增长压力将更加突出。二是信贷数据反映出当下企业复工复产偏弱，如2月企业中长贷、其他部门贷款、票据融资均回落较多，若经济停摆时间过长，企业因受到疫情冲击过大，复工复产面临的困难未得到妥善解决，企业部门信用收缩压力无法长期依赖短贷缓解。

图3：金融机构新增人民币贷款：当月同比变化



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图4：金融机构新增人民币贷款：1-2月累计同比变化



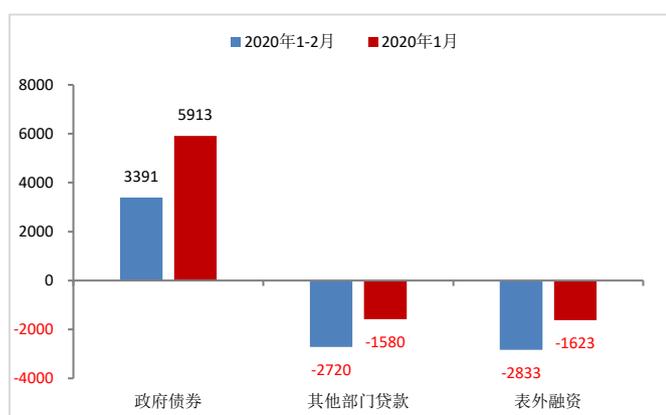
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（三）流向：2月基建融资受复工偏慢拖累较大，房地产资金来源依旧吃紧

受益逆周期调节大幅加码，年内基建仍是资金主力流向，但2月国内疫情吃紧，企

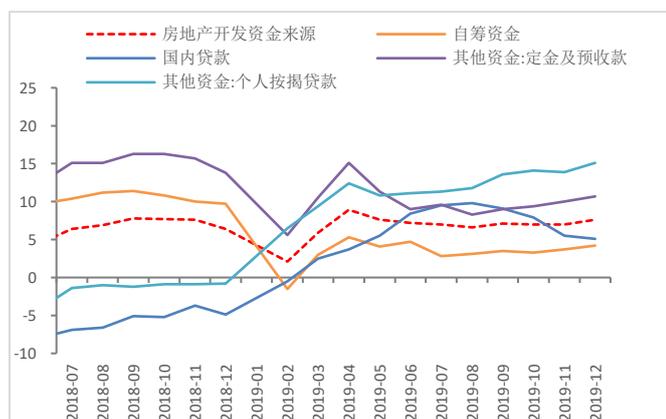
业复工偏慢拖累基建融资需求。与基建相关的资金主要包括政府债券（包括国债、地方政府债券）、表外融资以及表内对其他部门的贷款（主要对应机关团体贷款，下同），1-2月份三者分别同比多增 3391、减少 2720 和减少 2833 亿元（见图 5），较 1 月和去年同期均有所下降。这主要源于 2 月国内疫情吃紧，全国各地纷纷推迟复工、复产时间，基建产业链不可避免将受到一定影响。考虑到 2020 年实现小康社会目标时间紧迫，基建补短板是逆周期调节重点发力方向之一，同时 3 月国内企业加快复工复产，预计未来数月基建融资需求或明显好转。2019 年下半年以来，表内基建相关中长期贷款增速改善的趋势亦不会改变（见图 6），如合计占基建固定资产投资比重约 8 成的交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业中长期贷款增速或持续提升。

图 5：流向基建领域的资金同比变化（亿元）



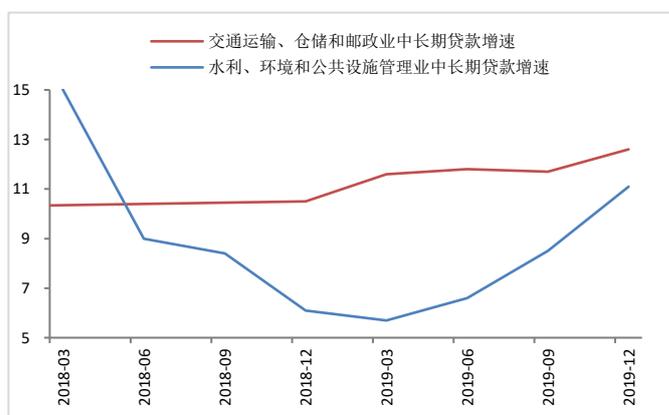
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 7：房地产开发资金来源构成及增速（%）



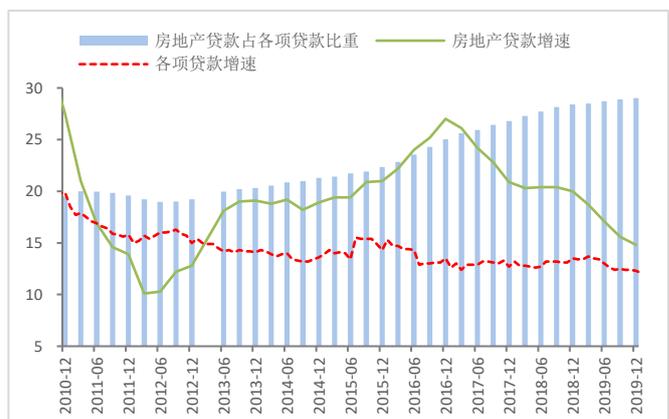
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：两大基建行业中长期贷款增速持续改善



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：房地产贷款增速与占比均较高



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

疫情冲击导致居民购房意愿减弱，房地产融资短期仍承压。2019 年房地产开发资金来源同比增长 7.6%，较 2018 年提高 1.2 个百分点（见图 7），表明资金流向房地产的趋势明显。其中，合计占房地产资金来源比重超五成的个人按揭贷款和定金及预收款分别同比增长 15.1%、10.7%，是 2019 年地产资金来源改善的主要贡献力量。但受新冠肺炎疫情影响，居民收入预期下降、房价下跌预期升温，居民购房意愿有所降低，且房地产销售受居民减少外出影响较大，2 月居民部门贷款同比大幅减少，预计 1-2 月个人按

揭贷款和定金及预收款增速大概率回落较多，房地产资金来源短期吃紧。

中长期房地产仍是资金主要承接池。2019年国内房地产贷款增速仍维持在15%左右的高位，高出各项贷款增速约3个百分点，房地产贷款占各项贷款比重亦一路升至29%，表明未来一段时间房地产仍会是国内资金重要承接口。

二、M2回升源于低基数与基础货币投放增加，股市红火叠加疫情致M1反弹

(一) 低基数叠加基础货币投放增加，M2创两年新高

2月份M2增速较上月增加0.4个百分点至8.8%（见图9），创两年新高，原因有四：一是财政存款环比减少3794亿元至208亿元，利于M2增速提高；二是央行基础货币投放增加，如2月央行宣布增加3000亿专项再贷款紧急投向疫情防控相关企业，后再次增加5000亿再贷款和再贴现额度，随着央行资产负债表有所扩张，其他存款性公司总资产增速或低位有所回升（见图10）；三是去年同期基数较低，如2019年2月M2同比增长8.0%，为全年最低值，有利于本月M2增速回升；四是本月金融机构各项贷款余额增速持平上月为12.1%，商业银行的股权投资和债券投资增速均环比有所回升（见图11），表明银行信用派生整体趋稳，利于M2企稳。

根据历史经验，2020年3月份财政存款环比变化不大，对M2增速影响有限，但随着疫情防控向好、企业加快复工复产，叠加信贷遵循“早投放、早受益”原则，预计3月信贷增速、债券发行或均有所提升，利于M2维持高位，预计3月份增长8.8%左右。

展望2020年，全年M2翘尾因素比2019年提高0.4个百分点（见图9），有利于M2增速的提高；受新冠肺炎疫情的意外冲击，今年经济下行压力较大，但全年仍要实现小康社会目标、收官脱贫攻坚战、取得疫情防控阻击战胜利等几大硬任务，预计央行将加码逆周期调节力度。与此同时，货币政策不能大水漫灌，要科学稳健把握逆周期调节力度，维持M2、社融增速与名义GDP增速基本匹配，但短期M2增速略高于名义GDP增速，是逆周期调节的体现。因此，预计全年M2增速将继续高于名义GDP增速，约增长9%左右。

图9：2月M2翘尾因素小幅降至6.38

图10：存款性公司总资产与对金融企业债权增速回落

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_6593

