

信贷社融总量平淡的背后，是结构的巨大分化

——2月金融数据点评

宏观事件点评

2020年3月11日

报告摘要：

● 信贷社融数据均低于预期

居民短贷明显收缩，企业短贷逆势飙升。居民贷款显著收缩，体现了疫情的冲击。2月居民短期贷款锐减4504亿元，创历史最大降幅，同比多减1572亿元，对应于实体经济的消费收缩；居民中长期贷款仅录得371亿元，同比少增1855亿元，创2012年2月以来新低，对应于房地产销售冰封。企业短期贷款逆势飙升，体现了逆周期调节。2月企业短期贷款飙升至6549亿元，创历年同期新高，同比多增5069亿元，体现了逆周期调节和金融支持防疫的努力；企业中长期贷款新增4157亿元，同比少增970亿元，受到疫情影响而少增，但影响有限。

非标大幅收缩，利率下行导致信用债大量发行。社融低于预期，主要受表外融资拖累。2月新增社融8554亿元，同比少增1111亿元。其中，本外币贷款基本与去年同期持平；政府债券融资规模为1824亿元，较去年同期下降2523亿元；表外融资大幅收缩，委托贷款、信托贷款、未贴现票据分别减少356亿元、540亿元、3961亿元（图2），合计同比少增1209亿元。企业债券净融资3860亿元，同比多增2985亿元（图3）。原因在于：2月以来信用利差明显收窄，叠加无风险利率明显下降，信用债发行利率大幅降低，企业部门趁此机会大量发行信用债。受统计口径影响，政府债券统计有所延后，故社融政府债券部分低于市场预期。

● 居民部门信贷受疫情冲击最大

受疫情期间管制变严影响，春节后复工率低于预期。还有相当规模的农民工未回到工作所在城市。尽管居民消费贷利率被大幅调低，比如工行融e借利率已从此前的6-7%降至4.35%，但由于很多未复工的人收入受到冲击，对未来现金流较为悲观，对借贷消费较为谨慎。一些家庭由于平时积蓄较少，也不敢过度借贷消费，故较低的消费贷利率未能促使居民短贷放量。另一方面，疫情期间外出看房难度加大，商品房销售市场较往年同期低迷，占居民长期贷款最大比重的房贷增长受限，故居民部门长期贷款也较为疲软。

● 未来展望：货币政策有望进一步宽松

目前复工进度仍然不高，统计局预计3月底大中型企业复工率可达到90%，全面复工需等到4月以后。此外，接下来几个月CPI或将逐渐回落，工业品通缩加剧。我们预计新一轮MLF利率下调和降准为时不远了。

● 风险提示：疫情恶化超预期、复工率低于预期、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：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@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:

3月11日, 央行公布2月金融数据:

2月新增人民币贷款9057亿元, 市场预期11960亿元, 前值33400亿元。

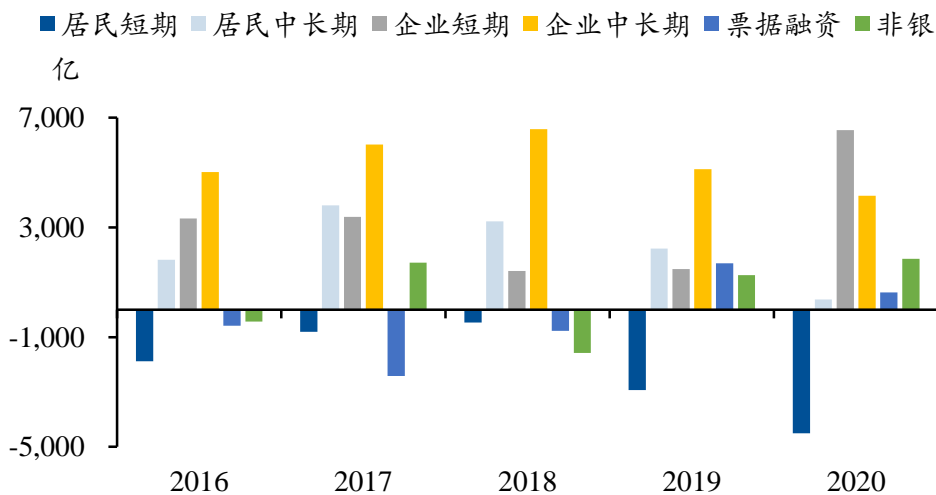
2月社会融资规模8554亿元, 市场预期18750亿元, 前值50674亿元。

2月M2同比8.8%, 市场预期8.5%, 前值8.4%; M1同比4.8%, 前值0%。

一、数据表现: 信贷和社融规模均超预期

特征一, 居民短贷明显收缩, 企业短贷逆势飙升。居民贷款显著收缩, 体现了疫情的冲击。2月居民短期贷款锐减4504亿元, 创历史最大降幅, 同比多减1572亿元, 对应于实体经济的消费收缩; 居民中长期贷款仅录得371亿元, 同比少增1855亿元, 创2012年2月以来新低, 对应于房地产销售冰封。企业短期贷款逆势飙升, 体现了逆周期调节。2月企业短期贷款飙升至6549亿元, 创历年同期新高, 同比多增5069亿元, 体现了逆周期调节和金融支持防疫的努力; 企业中长期贷款新增4157亿元, 同比少增970亿元, 受到疫情影响而少增, 但影响有限(图1)。

图1: 受疫情影响, 居民部门信贷疲软, 企业部门信贷获得支持

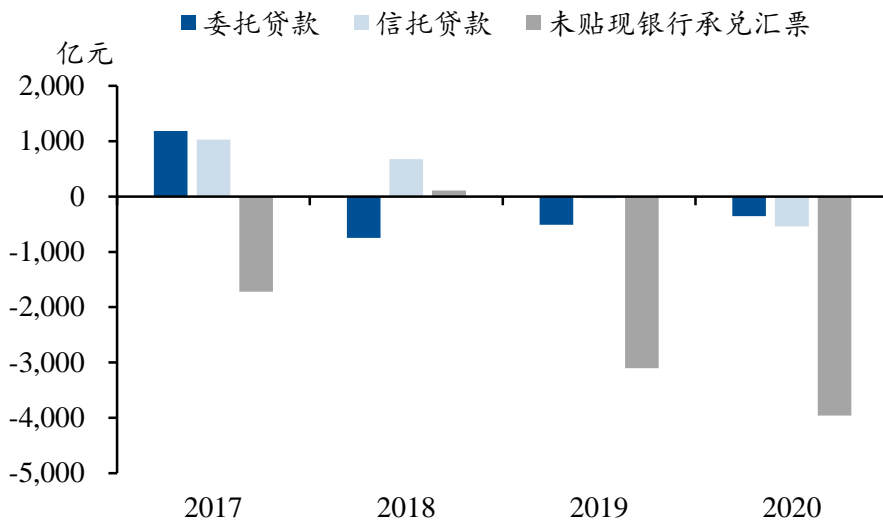


资料来源: Wind, 民生证券研究院

特征二, 非标大幅收缩, 利率下行导致信用债大量发行。社融低于预期, 主要受表外融资拖累。2月新增社融8554亿元, 同比少增1111亿元。其中, 本外币贷款基本与去年同期持平; 政府债券融资规模为1824亿元, 相较去年同期下降2523亿元; 表外融资大幅收缩, 委托贷款、信托贷款、未贴现票据分别减少356亿元、540亿元、3961亿元(图2), 合计同比少增1209亿元。企业债券净融资3860亿元, 同比多增2985亿元(图3)。原因在于: 2月以来信用利差明显收窄, 叠加无风险利率明显下降, 信用债发行利率大幅降低, 企业部门趁此机会大量发行信用债。受统计口径影响, 政府债券统计有所延后, 故社融政府债券部分低于市场预

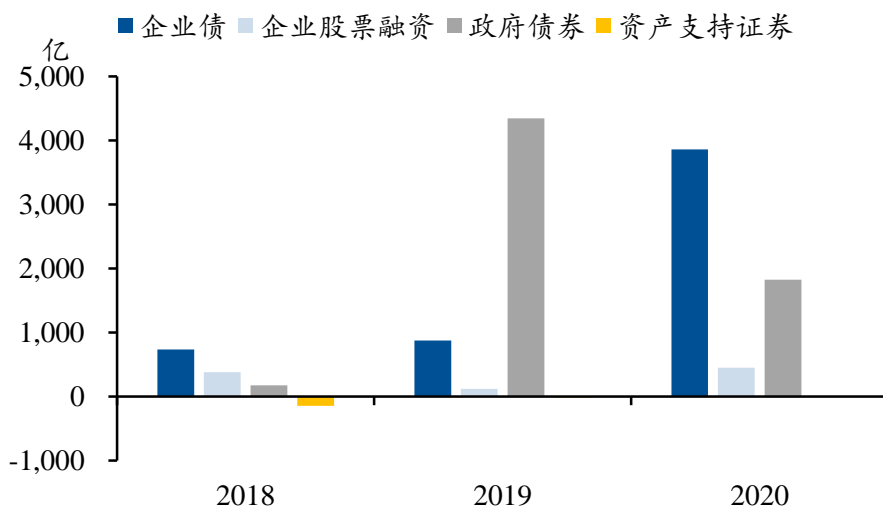
期。

图 2：2 月份表外信贷继续被压缩



资料来源：Wind，民生证券研究院

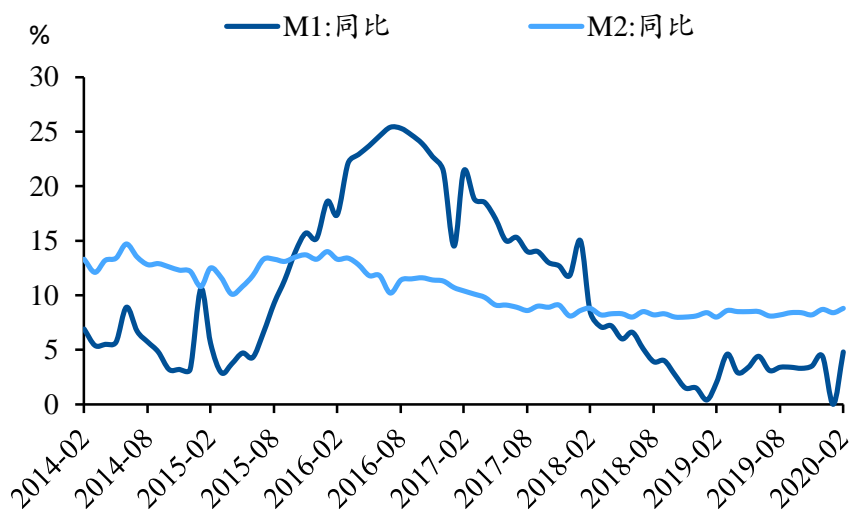
图 3：2 月份债券发行利率降低，企业债发行超往年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

特征三，M1 与 M2 均有所回升，裂口重新收窄。M1 的回升的原因一方面在去年春节同期基数较低造成的。另一个原因则在于，2 月以来，春节期间受疫情影响推迟消费而沉淀在居民部门的现金，随着居民生活必备开支又回流到企业部门手中。且随着节后复工率逐渐回暖，企业部门现金流逐渐回升，带动 M1 反弹。另一方面，M2 回升主要与财政增支和低基数有关。2 月 M2 增速 8.8%，增速较上月回升 0.4 个百分点。一来，为抗击疫情，各级财政明显增加支出，对应于 2 月财政存款同比减少；二来，去年 2 月正处春节，M2 基数处于过去几年来低位。总体来看，M1 和 M2 裂口重新收窄（图 4），实体企业流动性较为充裕。

图 4: M1 与 M2 裂口重新收窄

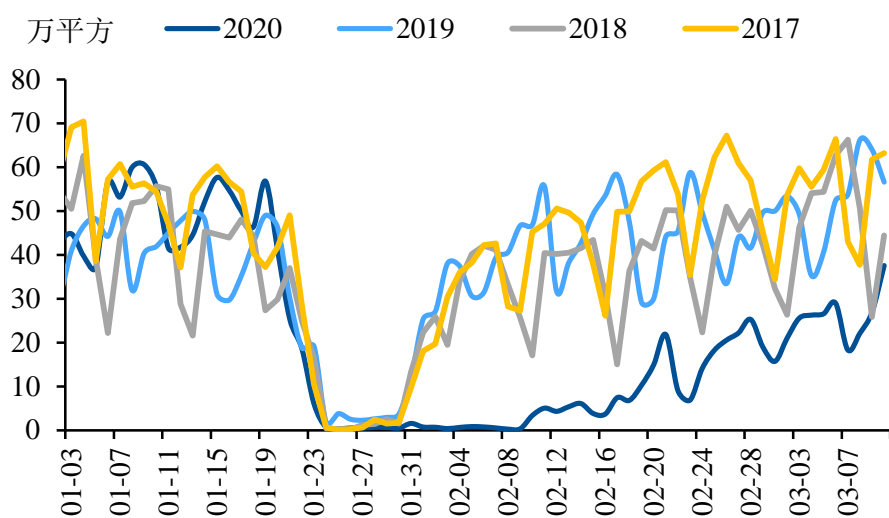


资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、数据背后：疫情导致居民和企业部门信贷明显分化

居民部门信贷受疫情冲击最大。受疫情期间管制变严影响，春节后复工率低于预期。还有相当规模的农民工未回到工作所在城市。尽管居民消费贷利率被大幅调低，比如工行融 e 借利率已从此前的 6-7% 降至 4.35%，但由于很多未复工的人收入受到冲击，对未来现金流较为悲观，对借贷消费较为谨慎。一些家庭由于平时积蓄较少，也不敢过度借贷消费，故较低的消费贷利率未能促使居民短贷放量。另一方面，疫情期间外出看房难度加大，商品房销售市场较往年同期低迷（图 5），占居民长期贷款最大比重的房贷增长受限，故居民部门长期贷款也较为疲软。

图 5：商品房成交低迷是居民部门长期贷款下降根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

政策对企业部门给予较大流动性支持。受央行扩大再贷款额度影响，银行信贷投放力度有望提振。预计 2 月份企业信贷特别是企业短期贷款受到极大提振。货币政策对于实体企业特别是中小企业给与极大支持，多地要求银行对中小企业给与“不抽贷、不断贷、不压贷、不缓贷”的支持。特别是对于和疫情防控有关的企业，在信贷资金数量和成本上都给与了极大的照顾。这是 2 月份企业短贷超预期的重要原因。

政府债券统计存在延迟，2 月发行的部分政府债券可能计入 3 月政府债券。2 月底有 7000 多亿政府债券发行，但这里面有一部分政府债券虽然按登记日是计入 2 月，但社融统计的是缴款日，故这部分政府债券未被计入 2 月社融，而是按缴款日被计入 3 月，所以 3 月社融政府债券规模会有所反弹。

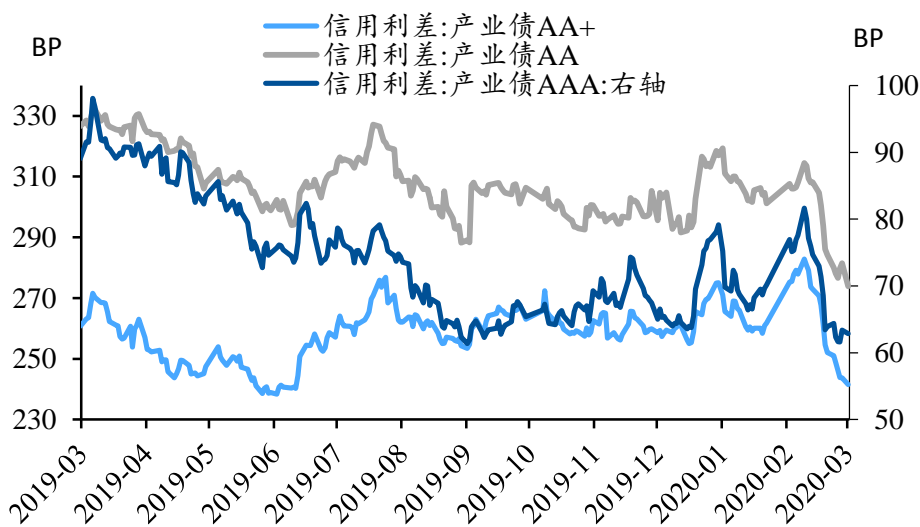
三、未来展望：货币政策有望进一步宽松

3月居民部门信贷预计小幅反弹。随着疫情得到初步管控，各地有序恢复正常秩序。居民消费预计会小幅回升。商品房销售来看，近期商品房销售也在逐渐回升。预计3月居民部门信贷会有所反弹，但仍低于往年同期。由于疫情造成的结构性隐性失业仍然存在，居民部门举债意愿在未来几个月可能会低于往年同期。

3月社融预计有所回升。为了缓解疫情带来的经济下行压力，财政政策有望发力，新基建可能成为下一个经济热点。今年政府赤字率可能会突破“3.5%”，地方政府专项债发行力度有望加强，叠加因为统计方法而延后至3月统计的政府债券，预计3月政府债券发行规模有望反弹。另一方面，利率仍然处于低位，流动性也较为宽松，企业债信用利差走低+无风险利率下行的背景下企业有动力加大举债力度（图6），3月信用债发行预计继续维持较高水平。

货币政策有望进一步宽松。目前复工进度仍然不高，统计局预计3月底大中型企业复工率可达到90%，全面复工需等到4月以后。此外，接下来几个月CPI或将逐渐回落，工业品通缩加剧。我们预计新一轮MLF利率下调和降准为时不远了。

图6：节后信用利差收窄，叠加无风险利率下行，企业有动力加大发债力度



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_6601

