

# 宽松仍有必要，逆周期调节有望继续发力

## ——1月金融数据点评

宏观事件点评

2020年2月21日

### 报告摘要：

#### ● 信贷社融数据均超预期

1月信贷创新高，主要是企业部门的贡献。1月新增信贷3.34万亿元，同比多增1109亿元，高于市场预期的2.82万亿元，单月也创历史新高，我们是预测得最接近的机构之一。其中居民部门短期贷款和中长期贷款互有增减，总体同比少增；而企业部门发力明显，短期贷款和中长期贷款分别增加7699亿元和1.66万亿元，同比分别多增1780亿元和2600亿元。

1月社融创新高，主要是政府债券的贡献。1月社会融资规模增量为5.07万亿元，同比多增3883亿元，高于市场预期的4.29万亿元，单月创历史新高，我们是预测得最接近的机构之一。其中政府债券净融资7613亿元，同比多增5913亿元。除政府债券外主要大类均同比少增，对实体经济发放的本外币贷款同比少增574亿元，表外融资三项（信托贷款、委托贷款、未贴现票据）同比少增1624亿元，企业债券净融资同比少964亿元。

#### ● 1月数据反映的趋势受疫情冲击，2月信贷需求或冷热不均

1月信贷社融数据整体向好背后，体现的是逆周期调节发力和微观企业融资需求回暖的共振，但疫情发生后，这一趋势已受到冲击。2月以来，企业信贷需求冷热分化加剧：尽管医疗相关企业贷款需求飙升，但不少企业尤其是中小企业，受疫情冲击较大，贷款需求明显收缩。此外，贷款投放节奏也受到了复工节奏的影响。

#### ● 未来展望：受疫情影响，货币政策宽松仍有必要，逆周期调节有望发力

目前央行为支持防疫已出台了专项再贷款、加大信贷投放力度等举措，但考虑到疫情对宏观经济的总需求和总供给同时产生了冲击，后续仍有必要出台进一步宽松的措施。短期内，在更多数据发布之前，央行以继续观察为主，3月中下旬以后，伴随更多经济数据发布，央行进一步宽松的时间窗口也会来临。

#### ● 风险提示：疫情恶化超预期、实体企业开工晚于预期、利率大幅下调冲击银行利润

### 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：**

2月20日，央行公布1月金融数据：

1月新增人民币贷款为33400亿人民币，预期值28211亿人民币，前值11400亿人民币

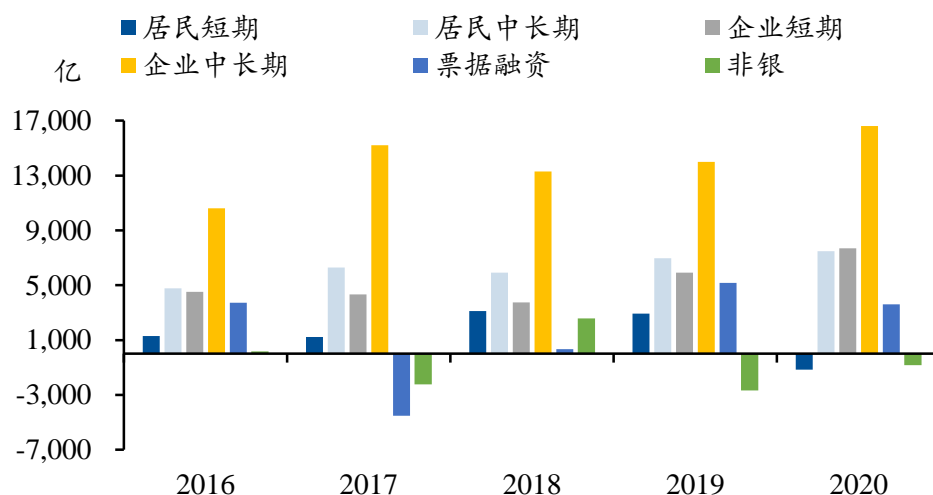
1月社会融资规模增量21000亿人民币，预期值42863亿人民币，前值17500亿人民币

1月M2同比增长8.4%，预期值8.6%，前值8.7%

## 一、数据表现：信贷和社融规模均超预期

**特征一，1月信贷创新高，主要是企业部门的贡献。**1月新增信贷3.34万亿元，同比多增1109亿元，高于市场预期的2.82万亿元，单月也创历史新高，我们是预测得最接近的机构之一。其中居民部门短期贷款和中长期贷款互有增减，总体同比少增；而企业部门发力明显，短期贷款和中长期贷款分别增加7699亿元和1.66万亿元，同比分别多增1780亿元和2600亿元。

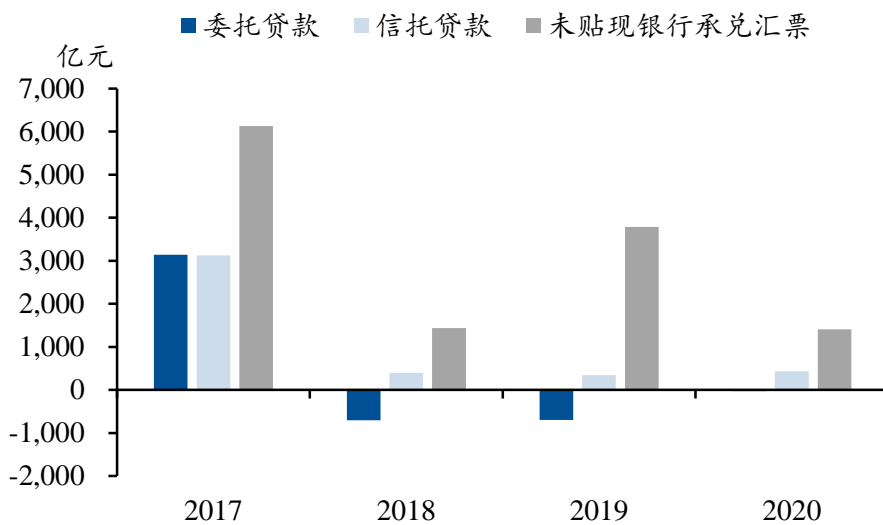
图1：1月企业中长期贷款表现亮眼



资料来源：Wind，民生证券研究院

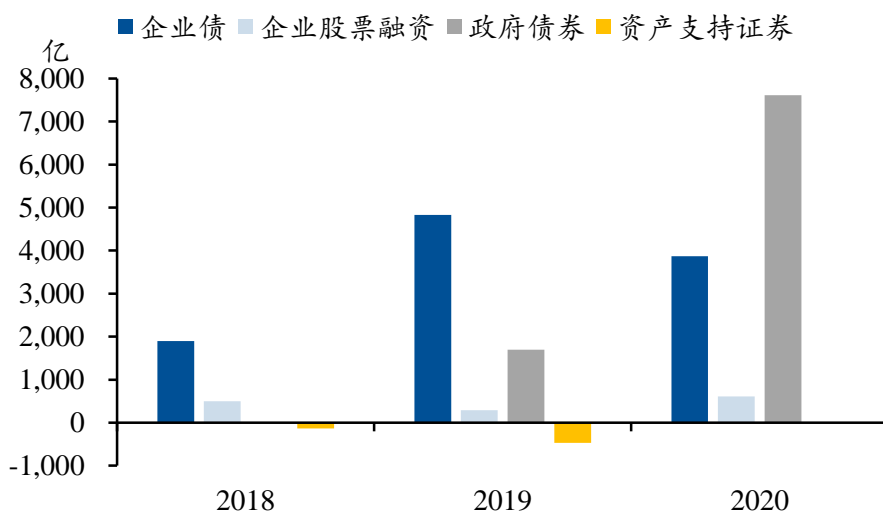
**特征二，1月社融创新高，主要是政府债券特别是专项债的贡献。**1月社会融资规模增量为5.07万亿元，同比多增3883亿元，高于市场预期的4.29万亿元，单月创历史新高，我们是预测得最接近的机构之一。其中政府债券净融资7613亿元，同比多增5913亿元，主要是专项债发行量较大。除政府债券外主要大类均同比少增，对实体经济发放的本外币贷款同比少增574亿元，表外融资三项（信托贷款、委托贷款、未贴现票据）同比少增1624亿元，企业债券净融资同比少964亿元。

图 2：1 月份表外信贷继续被压缩



资料来源：Wind，民生证券研究院

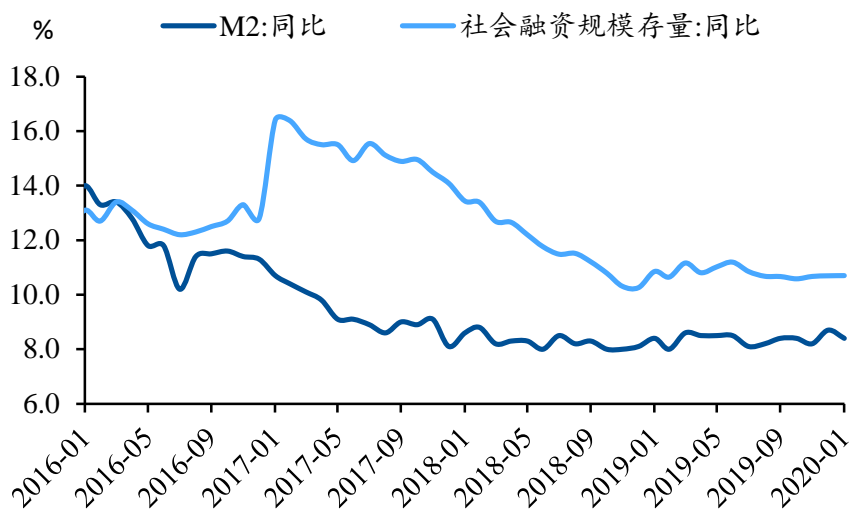
图 3：1 月份政府债券特别是地方政府专项债拉高社融



资料来源：Wind，民生证券研究院

**特征三，M2 增速低于市场预期，和社融裂口加大。**2020 年 1 月 M2 同比增长 8.4%，社融同比增长 10.7%，二者裂口为 2.3%；相比去年 12 月的裂口 2.0%有所扩大。M2 增速低于预期的原因可能主要是：今年 1 月专项债大量发行，基本都在春节前达到缴款日期，缴纳的资金还未转换为一般存款，在社融上有所体现但在 M2 上没有体现，因此造成 M2 增速不及预期。因此，预计 2 月份 M2 增速或会有一定规模的回升，和社融裂口有所收窄。

图 4：M2 和社融裂口小幅扩大



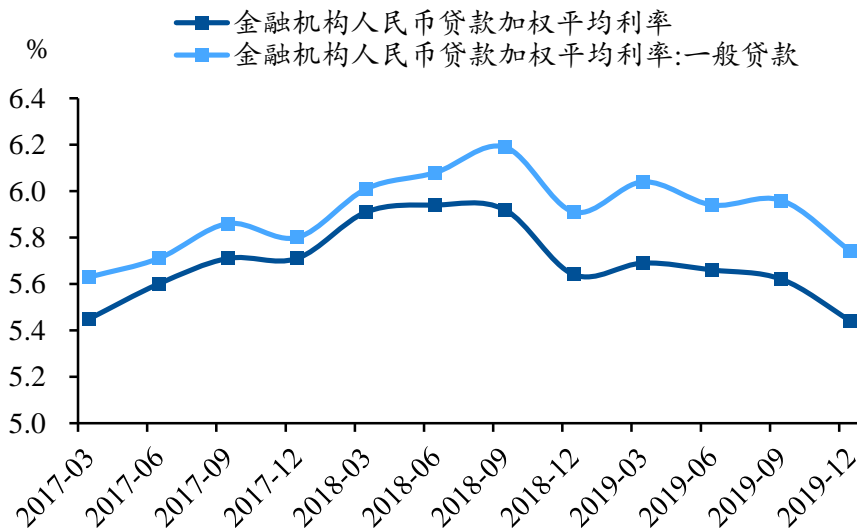
资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、数据背后：逆周期调节发力，但疫情或造成短期内信贷投放有所下行

**LPR 改革取得一定成效。**12 月，新发放贷款加权平均利率为 5.44%，比 9 月下降 0.18 个

百分点，同比下降 0.2 个百分点。新发放一般贷款加权利率为 5.74%，比 9 月下降 0.22 个百分点。2019 年初至 7 月，新发放企业贷款加权平均利率在 5.30% 附近波动，LPR 改革后贷款利率下降明显，12 月新发放企业贷款加权平均利率为 5.12%，较 LPR 改革前的 7 月下降 0.2 个百分点，为 2017 年第二季度以来最低点，降幅明显超过 LPR 降幅，反映 LPR 改革增强金融机构自主定价能力、提高贷款市场竞争性、促进贷款利率下行的作用正在发挥。

图 5：2019 年四季度贷款加权利率明显下行，LPR 改革取得成效



资料来源：Wind，民生证券研究院

**逆周期调节有所发力。**从信贷分项看，企业部门中长期贷款增量明显超过去年同期，或指向基建发力。去年财政部体现下发了今年专项债额度，今年 1 月来看，专项债预计发行规模超市场预期。包括基建在内的逆周期调节有所发力，这成为拉动企业部门中长期贷款主要因素。今年一季度看，由于专项债发行持续放量，基建增速有望触底反弹。

**1 月数据反映的趋势受疫情冲击，2 月信贷需求或冷热不均。**1 月信贷社融数据整体向好背后，体现的是逆周期调节发力和微观企业融资需求回暖的共振，但疫情发生后，这一趋势已受到冲击。2 月以来，企业信贷需求冷热分化加剧：尽管医疗相关企业贷款需求飙升，但不少企业尤其是中小企业，受疫情冲击较大，贷款需求明显收缩。此外，贷款投放节奏也受到了复工节奏的影响。

### 三、未来展望：宽松仍有必要，逆周期调节有望发力

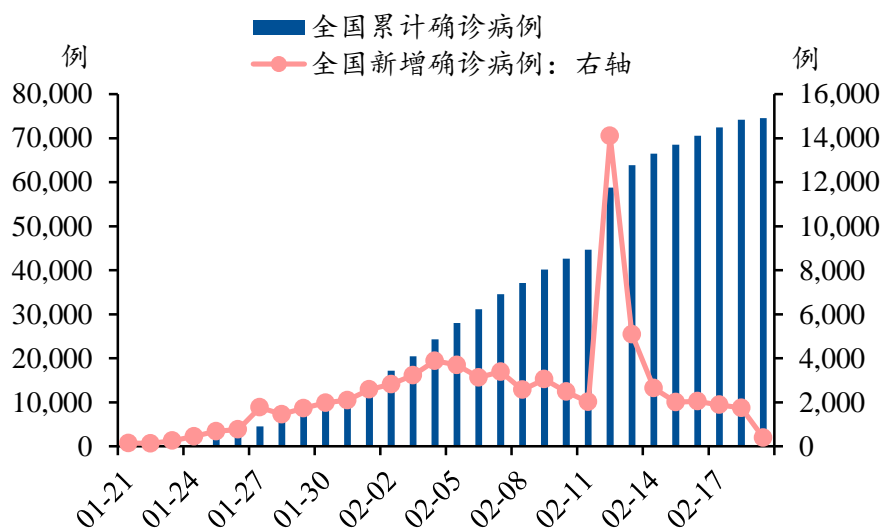
**受疫情影响，货币政策宽松仍有必要，未来仍有水喝。**目前央行为支持防疫已出台了专项再贷款、加大信贷投放力度等举措，但考虑到疫情对宏观经济的总需求和总供给同时产生了

冲击，后续仍有必要出台进一步宽松的措施。短期内，在更多数据发布之前，央行以继续观察为主，3月中下旬以后，伴随更多经济数据发布，央行进一步宽松的时间窗口也会来临。

**存款利率有下降可能。**为应对延迟复工造成的经济损失，未来 LPR 仍有下降可能。但在存款利率不变的情况下，贷款利率单独下降会削弱商业银行盈利能力，使其净息差收窄。对于中小银行而言，其补充核心一级资本的主要渠道是靠净利润，净息差收窄会使净利润降低，进而影响其核心一级资本增速，加大中小银行经营风险。因此，如欲保证 LPR 有序降低，需下调存款利率，在降低实体企业融资成本的同时保证商业银行利润获取，否则长此以往必然会恶化商业银行资产负债表。

**中长期经济体系具有修复向好的内在力量，资本市场不缺机会。**这种力量来自于经济自身的修复力，来自于全社会的防疫救灾努力，也来自于政府适时适度的逆周期调节。目前社会各界对于疫情的关注和讨论逐渐趋于冷静，理性的分析越来越成为社会主流声音。随着新增确诊病例逐日下降，疫情造成的恐慌也在慢慢退散，预计资本市场将重新回到正常的轨道，科技板块仍然值得投资者追捧。

图 6：新增确诊病例持续下降，疫情得到初步控制



资料来源：Wind，民生证券研究院

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\\_7007](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7007)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>