宏观经济

# 社融创历史新高，居民信贷收缩待改善

## ——2020 年 3 月货币数据的点评

宏观点评

**投资要点：**

- 1-3 月国内社融增量为 11.08 万亿，同比多增 2.47 万亿；3 月当月社融增量为 5.16 万亿，同比多增 2.2 万亿。受益货币环境持续宽松，企业复工复产加快以及企业补充现金流需求强烈，国内 3 月货币数据超预期向好，但疫情蔓延经济下行压力前所未有，企业和居民面临的困难都未完全解决，4 月货币宽松力度有望加大。具体来看：

  **社融：受益货币宽松、复工加快和企业现金流补充，社融创历史新高，增速创 19 个月新高。**3 月社融除信托贷款外，其他分项同比均改善，多点开花、超预期增长背后，原因有三：一是疫情冲击下经济下行压力陡增，货币环境非常宽松，一季度流动性增速远高于名义 GDP 增速；二是 3 月企业复工复产明显加快，推动融资需求有所回升；三是受疫情影响，企业收入显著下降，为缓解到期债务偿付压力、维持刚性支出，融资补血意愿强烈，如 3 月企业债券净融资同比多增 6407 亿元。

  **信贷：刺激以企业部门为主，居民信用收缩明显。**1-3 月金融机构新增人民币贷款 7.10 万亿，同比多增 1.29 万亿。其中，受益货币加快支持企业复工复产、稳定就业大局，企业短贷和中长期贷款分别同比多增 12500 和 4700 亿元，为主要贡献因素，且 3 月当月中长期贷款增量占一季度增量比重为 65%，明显加速；居民短贷和中长期贷款分别同比减少 4801 和 1200 亿元，信贷收缩明显，反映居民消费需求显著萎缩，加杠杆购房速度也明显减缓。

  **流向：基建资金来源加快改善，房地产融资有所改善，但仍整体承压。**一方面，受益复工加快和货币宽松，1-3 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 1-2 月有所提升，表明资金明显加快流向基建领域，且考虑到未来稳增长压力仍大，上述趋势持续可期。另一方面，疫情冲击下，房地产融资全面趋紧，如 1-2 月房地产开发资金来源同比下降 17.5%，较 2019 年末大幅降低 25.1 个百分点，其中各资金来源分项均下降较多。往后看，国内宽松货币环境和“三稳”政策有利于部分头部房企缓解融资压力，但居民购房能力和意愿下降，房企融资或整体承压。

- **M2 增速创三年新高，主要源于 3 月基础货币投放与货币创造提速，但 M1 仅微升，表明企业现金流改善有限。**一季度基础货币较去年 12 月出现下降，但 3 月份央行加大了基础货币的投放速度、银行贷款创造存款的信用货币创造机制也明显提速、财政存款环比下降较多等，共同支撑 M2 大幅提高 1.3 个百分点至 10.1%。预计 4 月受益货币宽松继续加码、企业继续加快复工复产，M2 或维持高位增长 10%左右。3 月 M1 仅小幅提高 0.2 个百分点至 5.0%，源于单位活期存款增速并未大幅提升，表明受收入下降影响，企业现金流实际改善有限。

- **货币宽松或全面步入快车道，4 月将是黄金窗口期。**面对不断蔓延的全球疫情，年内经济下行压力前所未有，为奋力实现小康社会目标，央行将“把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置”，货币政策宽松黄金窗口就在当下。预计 M2、社融增速高于名义 GDP 增速将贯穿全年，货币宽松优先使用“量”的工具，再贷款、再贴现等定向性精准滴灌增量、扩面可期；“价”上也会继续降，降息+降准组合拳或继续打出；节奏上会强化与财政就业政策的协同。

**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、社融创历史新高，但居民部门信用收缩明显 ..... 3**
（一）社融：受益货币宽松、复工加快和现金流补充，社融创历史新高 ..... 3
（二）信贷：刺激以企业部门为主，居民部门信用收缩明显 ..... 4
（三）流向：基建资金来源加快改善，房地产融资或整体承压 ..... 5
**二、货币投放与创造提速致 M2 创三年新高，M1 微升表明企业现金流改善有限 ..... 6**
（一）基础货币投放速度加快和货币创造提速，M2 创三年新高 ..... 6
（二）企业收入下降现金流改善有限， M1 小幅提高 0.2 个百分点 ..... 7
**三、货币宽松或全面步入快车道，4 月将是黄金窗口期 ..... 7**

## 正文：

**事件：**2020 年 3 月份，社融增量为 51627 亿元，较上年同期多增 22025 亿元；新增人民币贷款 28500 亿元，较上年同期多增 11600 亿元；货币供应量 M1、M2 分别同比增长 5.0%、10.1%，增速较上月末分别高 0.2、1.3 个百分点，比上年同期高 0.4、1.5 个百分点。

## 一、社融创历史新高，但居民部门信用收缩明显

### （一）社融：受益货币宽松、复工加快和现金流补充，社融创历史新高

3 月国内社会融资（简称社融，下同）增量为 5.16 万亿，同比多增 2.2 万亿。其中，人民币贷款（社融口径）、企业债券、政府债券分别同比多增 10790、6407、2951 亿元，为主要贡献因素，另除信托贷款外，本月其他社融分项也均同比有所改善（见图 1）。

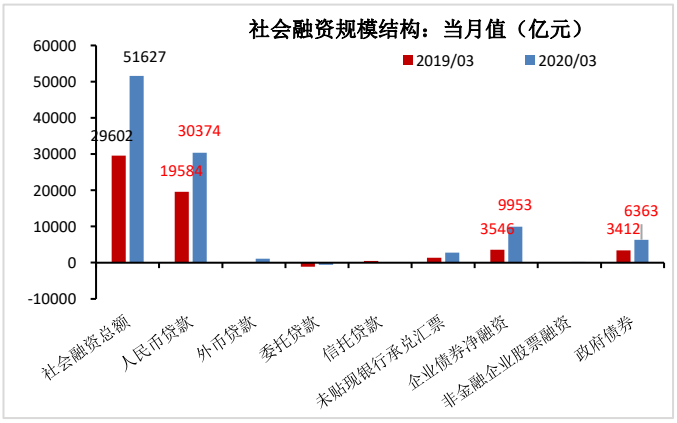
**本月社融多点开花、超预期增长，背后的支撑因素我们认为主要有三点：**

**一是疫情冲击下经济下行压力陡增，货币政策逆周期调控加码，货币环境非常宽松。**如量的方面，3 月社融存量增速达到 11.5%，毫无疑问将显著高于同期名义 GDP 增速；价的方面，年内央行累计下调 7 天期逆回购政策利率 30BP，有效引导了国内整体利率的下行。

**二是 3 月企业复工复产明显加快，企业融资需求有所增加。**如工信部数据显示，截止 3 月 28 日，全国规上工业企业平均开工率达 98.6%，人员平均复岗率达 89.9%，比 3 月 1 日分别提高 3.6 个和 22 个百分点，同期中小企业复工率也达到 76%。

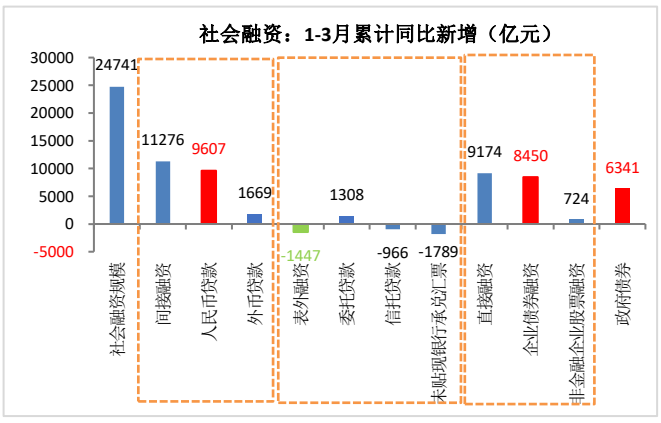
**三是企业现金流压力较大，融资补血的意愿强烈。**受疫情影响，国内企业生产销售活动经历了短暂的停滞，收入流显著减少，现金流断裂风险有所增加，存量债务到期面临较大的偿付压力。为缓解或防止违约，企业融资需求明显增加，如企业债券净融资明显提速为此提供了重要佐证。1-3 月国内企业债券净融资达 17700 亿元，同比增加 8450 亿元，其中 3 月当月净融资额高达 9953 亿元，提速明显。考虑到未来疫情防控趋于常态化，债券违约风险将有所增加，预计后期债券发行有望继续增加。

**图 1：3 月社会融资规模与结构**




*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 2：1-3 月社会融资规模与结构**




*资料来源：WIND，财信研究院*

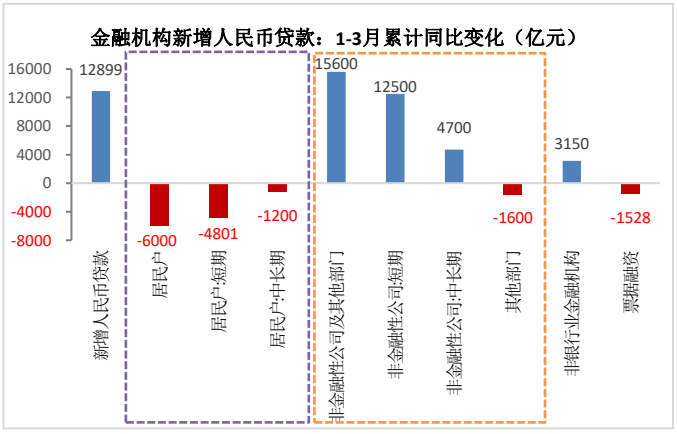
从累计数据看，1-3 月社融增量为 11.08 万亿元，同比多增 2.47 万亿。其中，人民币贷款（社融口径）、企业债券、政府债券净融资分别同比多增 9607、8450 和 6341 亿元，为主要贡献因素（见图 2）。因此，一季度社融增长的支撑因素与 3 月份基本一致。但值得关注的是，一季度表外融资同比少增 1447 亿元（见图 2），表明央行打击金融乱象、防止金融体系内部风险大幅增加的意愿坚定。

### （二）信贷：刺激以企业部门为主，居民部门信用收缩明显

1-3 月金融机构新增人民币贷款 7.10 万亿，同比多增 1.29 万亿。其中，非金融性公司短贷和中长期贷款分别同比多增 12500 和 4700 亿元，为主要贡献因素；居民短贷和中长期贷款分别同比减少 4801 和 1200 亿元，收缩明显（见图 3）。

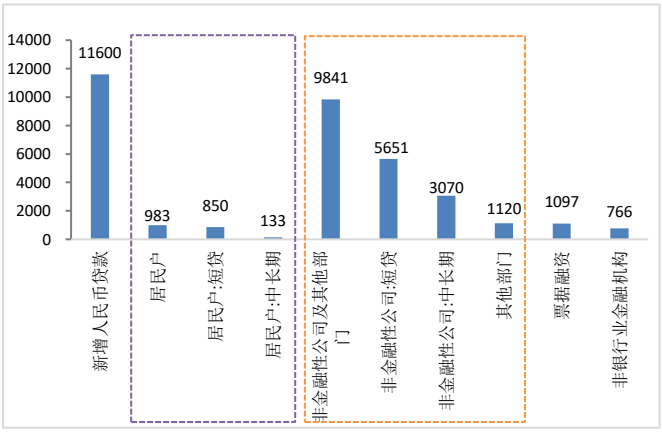
具体看 3 月当月数据，金融机构新增人民币贷款 2.85 万亿，同比多增 1.16 万亿。其中，非金融性公司短贷和中长期贷款分别同比多增 5651 和 3070 亿元，仍然是主要贡献因素；居民部门贷款、票据融资、其他部门贷款均同比多增 1000 亿左右，较上月小幅有所改善（见图 4）。

**图 3：金融机构新增人民币贷款：1-3 月累计同比变化**




*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 4：金融机构新增人民币贷款：当月同比变化**




*资料来源：WIND，财信研究院*

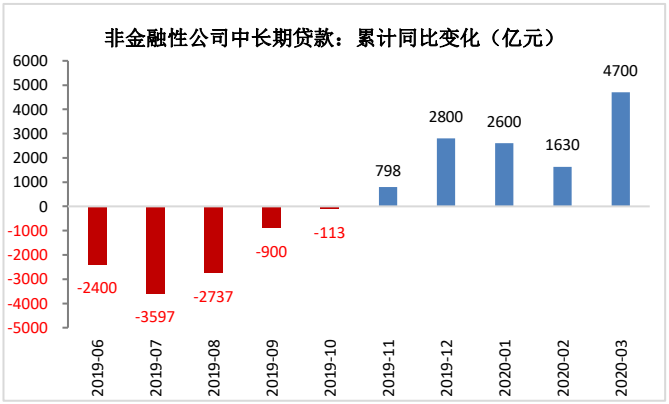
上述信贷数据，整体上传递出了两个明显的信号：

**一是国内信贷支持着重向企业倾斜，且企业中长期贷款比重显著增加。**如一季度企业部门贷款增量超过了全部新增人民币贷款，表明前期结构性信贷政策效果正在显现，货币政策重点稳住更多企业“基本盘”、稳定就业大局的意图明显。另外，3 月当月企业中长期贷款同比多增 3070 亿元，占一季度增量的 65%，明显加速（见图 5），表明随着国内疫情防控步入尾声，支持企业加快复工复产接替提供流动性为主成为货币政策的着力点，为企业提供更多中长期低成本资金显得尤为迫切。考虑到 2020 年完成全年经济社会发展目标时间紧、任务重，叠加海外疫情扩散蔓延加大国内就业压力，预计货币政策方向不会发生改变，国内信贷结构持续优化可期。

**二是居民部门信用收缩压力大，消费需求较为疲软。**一方面，居民短贷金额已连续

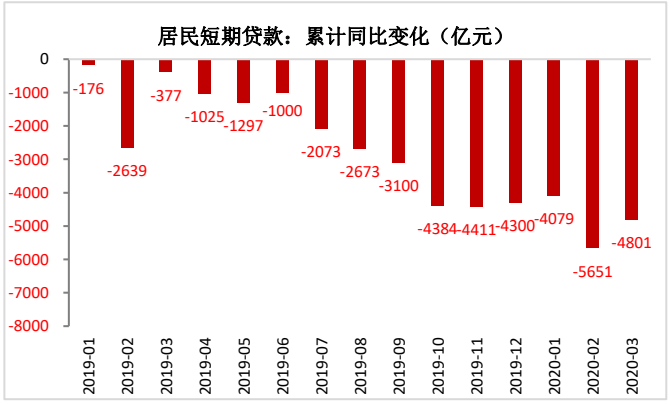
15 个月出现同比降低，且降幅呈扩大趋势（见图 6），这并非正常现象，反映出居民消费需求受疫情影响显著萎缩，如 1-3 月国内汽车消费降幅达 42.2%，较 1-2 月还扩大了 0.4 个百分点。另一方面，居民加杠杆购房速度明显减缓，如反映购房需求状况的居民中长期贷款，一季度同比下降 1200 亿元，3 月单月也仅同比增加 133 亿元。因此，为稳定增长，消费的政策刺激力度有待进一步加大，居民部门的信用收缩压力也亟待缓解。

**图 5：非金融性公司中长期贷款：累计同比变化**




*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 6：居民短期贷款：累计同比变化**




*资料来源：WIND，财信研究院*

## （三）流向：基建资金来源加快改善，房地产融资或整体承压

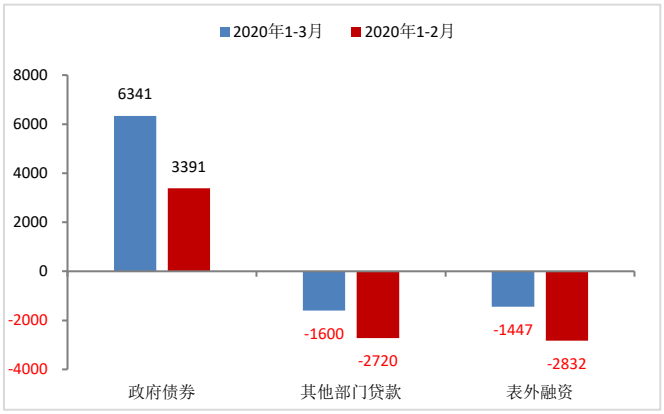
**受益复工加快和货币宽松，流向基建领域的资金环比明显改善。**如与基建相关的资金，即政府债券（包括国债、地方政府债券）、表外融资以及表内对其他部门的贷款（主要对应机关团体贷款，下同），1-3 月同比变化较 1-2 月分别增加 2951、1385 和 1120 亿元（见图 7）。考虑到海外疫情蔓延对国内外需冲击明显，且 2020 年实现小康社会目标时间紧、任务重，预计基建补短板、稳增长仍不可或缺，流向基建领域的资金或持续改善。

**房地产融资全面趋紧，居民购房意愿减弱或对其持续形成拖累。**1-2 月房地产开发资金来源同比下降 17.5%，较 2019 年末大幅降低 25.1 个百分点（见图 8）。其中，定金及预收款、自筹资金、个人按揭贷款、国内贷款均下降较多，降幅分别为 23.9%、15.4%、12.4%和 8.6%。整体上，短期房地产融资全面收紧，主要源于疫情冲击。

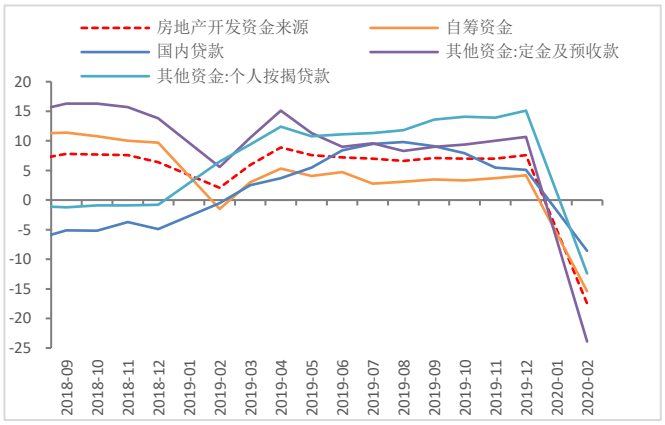
往后看，国内宽松货币环境和“三稳”政策，有利于部分头部房企通过国内贷款和自筹资金保证资金来源。1-2 月受疫情影响，居民购房意愿下降，但 3 月份有所改善，如 3 月居民中长期贷款同比增加 133 亿元，较 2 月份环比增加较多。合计占房地产资金来源比重超五成的个人按揭贷款和定金及预收款，有望随着疫情继续好转和房地产市场回暖，有所增加。但由于国内外经济增速下降，居民收入增速降低，房地产销售难以大幅改善，房企融资将整体承压。

**图 7：流向基建领域的资金同比变化（亿元）**

**图 8：房地产开发资金来源构成及增速（%）**




资料来源：WIND，财信研究院




资料来源：WIND，财信研究院

## 二、货币投放与创造提速致 M2 创三年新高，M1 微升表明企业现金流改善有限

### （一）基础货币投放速度加快和货币创造提速，M2 创三年新高

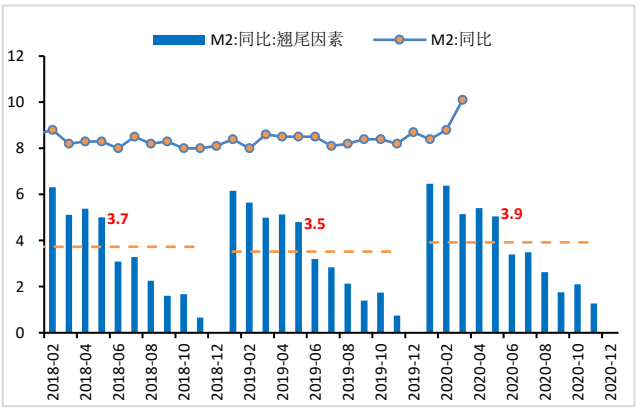
3 月份 M2 增速较上月大幅提高 1.3 个百分点至 10.1%（见图 9），创三年新高，原因有三：一是基础货币投放增加，如一季度人民银行出台 3000 亿元专项再贷款和 5000 亿元再贷款政策（据央行公布数据，一季度已发放 5832 亿元贷款），还有支农支小再贷款和再贴现共 6000 亿元；二是新增贷款大幅增加，贷款创造存款的信用货币创造明显提速，如 3 月当月信贷规模达到 2.85 万亿元，同比多增 1.16 万亿元，反映到金融机构资产负债表上，表现为年内其他存款性公司总资产增速（见图 10）也维持回升态势；三是金融机构投资活动增加，如商业银行的股权投资、债券投资增速（见图 11）也维持回升态势；四是财政存款下降 7353 亿元，也会阶段性导致商业银行体系存款增加，有利于 M2 增速提高。

根据历史经验，2020 年 4 月份财政存款环比回升，不利于 M2 增速回升，但随着疫情防控向好、企业加快复工复产，4 月是货币政策加码的黄金窗口期，预计信贷增速、债券发行或均维持高位，利于 M2 稳定，预计 4 月份增长 10%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；受新冠肺炎疫情在全球蔓延，国内经济下行压力前所未有，但全年仍要奋力实现小康社会目标，预计货币政策逆周期力度会持续加大，M2、社融高于名义 GDP 增速将贯穿全年，预计 M2 全年约增长 10%左右。

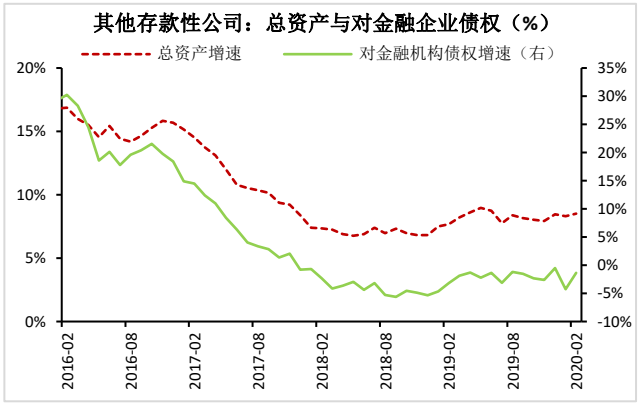
**图 9：3 月 M2 翘尾因素降至 5.14**

**图 10：存款性公司总资产与对金融企业债权增速回升**



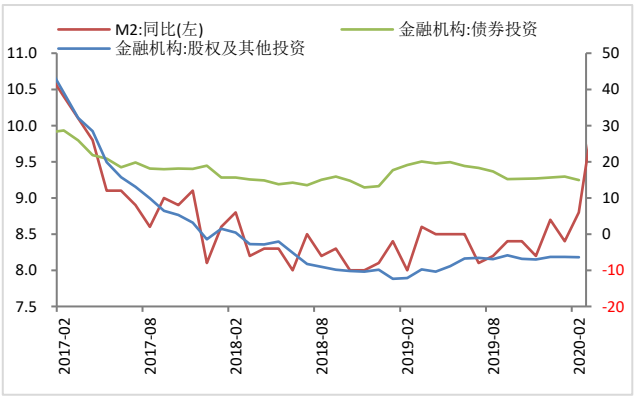

*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 11：金融机构股权、债权投资增速与 M2 增速**

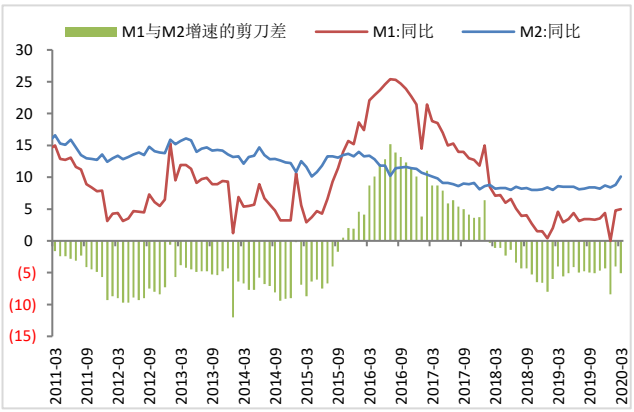



*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 12：M1 与 M2 的剪刀差**




*资料来源：WIND，财信研究院*




*资料来源：WIND，财信研究院*

### （二）企业收入下降现金流改善有限， M1 小幅提高 0.2 个百分点

3 月 M1 小幅提高 0.2 个百分点至 5.0%（见图 12），主要源于单位活期存款增速小幅增加，由 2 月的 3.8%增至 3 月的 4.1%。考虑到单位活期存款占 M1 的比重超 80%，因此是主导 M1 走势的关键。本月单位活期存款未随信贷扩张而大幅提高，侧面反映出企业现金流改善有限。受疫情影响，国内企业生产、销售活动经历了短暂的停滞，收入流大幅减少，信贷增加只能暂时缓解企业的资金短缺，并无法大幅增加企业收入。因此，要实现经济正常运转，全面复工复产、叠加需求的刺激显得尤为迫切。

## 三、货币宽松或全面步入快车道，4 月将是黄金窗口期

国内疫情导致一季度经济已实质受损，三大需求均大幅下降，海外疫情蔓延，外需即将迎来第二波冲击，经济下行压力前所未有。3 月 27 日政治局会议和央行一季度例会均提出“稳健的货币政策要更加灵活适度”，央行例会专门强调“把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置”。因此，政策对冲已全面步入快车道，货币政策宽松黄金窗口就在当下，M2、社融增速高于名义 GDP 增速将贯穿全年（见图 13）。具体来看：

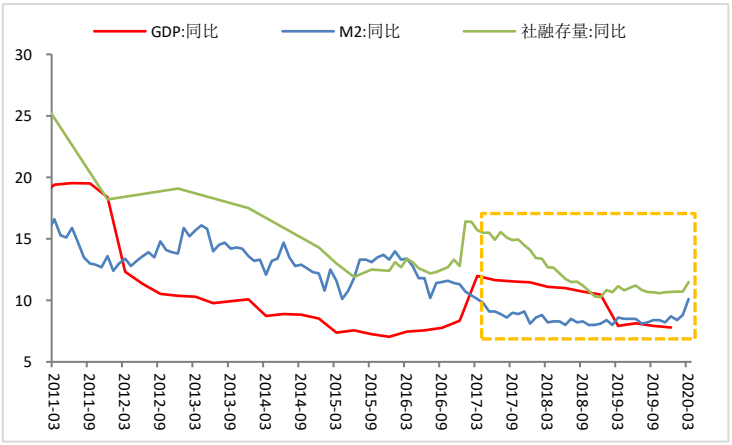
**一是“量”的工具更优先，侧重运用定向性工具精准滴灌。**受疫情冲击影响，企业

最缺的还是现金流，为恢复实体经济发展、实现社会目标，只能对症下药。但具体操作上，结构性定向精准滴灌依然是更优选项，预计再贷款、再贴现、政策性银行专项信贷等工具会继续频繁使用，不排除其规模和优惠力度或进一步加大。支持的方向主要包括以下几部分：即推动企业复工复产、缓解小微民营企业资金压力、支持脱贫攻坚、支持抗疫保供、帮助受疫情冲击较大行业企业存活下来。

**二是“价”也会继续降，降息+降准+定向降准组合拳或继续打出。**政治局会议明确指出，要“引导贷款市场利率下行”，从央行例会传递的信号看，上述目标主要还是通过降低 LPR 利率来实现。目前，降低 LPR 利率主要有两种方式。一是银行让利，即通过继续压降 LPR 与 MLF 之间的利差或直接降低 MLF 利率来实现。上述方式，若没有其他配套措施配合，银行息差均会收窄、盈利均会下降，考虑到目前银行自身已面临较大不良率增加的压力，该路径的空间实际上并不会特别大，强制推出或导致银行信贷投放积极性下降。二是降低银行成本，推动贷款利率下行。其中，全面降准和定向降准可以为银行提供更多低成本资金，有利于提高银行信贷投放积极性，目前看还有一定空间。另外，不排除下调存款利率的可能性，如通过居民和企业适当让出一点利息，保证银行留有一定利差，实际上有利于覆盖银行呆坏账风险，维持金融体系稳定；但再度使用基准利率，市场可能会出现利率市场化改革倒退的判断，因此央行也面临一些阻力，但我们认为特殊时期还是不能排除这一选项。因此，预计降息、降准、下调存款利率组合拳中两项或三项继续打出的概率较大。

**三是强化与财政就业政策的协同，加强国际宏观政策的协调合作。**从国内看，表现为加强与财政、就业等政策协同和传导落实，预计货币政策宽松和流动性投放节奏会与支持财政、就业政策发力密切相关。从全球看，表现为加强与国际宏观经济政策协调，这也是践行 G20 会议上我国提出的重要建议，即“面对全球疫情对全球生产和需求造成全面冲击，各国应该联手加大宏观政策对冲力度，防止世界经济陷入衰退”。

**图 13：M2、社融增速高于名义 GDP 增速或贯穿全年**




*资料来源：WIND，财信研究院*

## 免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。