

2019 年第十三期

行业

宏观深度追踪

日期

2019 年 4 月 15 日



建信期货
CCB Futures

宏观金融团队

高级研究员：何卓乔（宏观）

020-38909340/18665641296

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕（国债）

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬（外汇）

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：卢金（股指）

021-60635727

luj@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3036158



天量社融压制债市，关注非标通道持续打开的可能

——3 月金融数据解读

事件：

中国人民银行 4 月 15 日公布 3 月金融统计数据：3 月新增社融规模 2.86 万亿元，较去年同期多增 1.28 万亿元。一季度新增社融累计为 8.18 万亿元，比上年同期多增 2.34 万亿元。3 月末，广义货币(M2)余额 188.94 万亿元，同比增长 8.6%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 0.4 个百分点。

解读：

一、新增社融：表内信贷和非标回暖是主要增长驱动

3 月新增社融持续回升，增速大超市场预期。**从存量看**，新口径下 3 月社融存量为 208.41 万亿元，同比增速 10.7%较上月回升 0.62 个百分点。**从增量看**，新口径下 3 月新增社融为 2.86 万亿元，较去年同期多增 1.28 万亿元，一季度新增社融共计 8.18 万亿元，较去年同期多增 2.34 万亿元。**从结构来看**，3 月新增社融具有以下特点：（1）**表内新增人民币贷款表现强劲，地方政府专项债提前有一定贡献**。3 月表内信贷较上月大幅回升，也大大超出去年同期水平，是 3 月社融增长的最主要贡献。其次，今年一季度地方专项债提前发行也产生了一定的贡献，3 月地方债较去年同期多增 1870 亿元，一季度地方债共计较去年同期多增 4622 亿元。（2）**企业债券融资增长有所减弱**。3 月新增企业债券融资 3275.98 亿元，与 1、2 月大幅强于去年相比增长有所减弱，不及去年同期同比少增 7%。（3）**票据融资及信托贷款大增，拖动非标走正**。3 月新增表外票据融资 1366.26 亿元，在上月大幅压缩后重新回升。新增信托贷款则重回正值，较去年同期多增 884.9 亿元。但委托贷款仍旧保持负增长，不过收缩幅度小于去年同期。整体来看，今年一季度非标持续改善，表外票据及信托贷款拉动 3 月新增非标融资正向增长。

图1：社融存量整体走稳

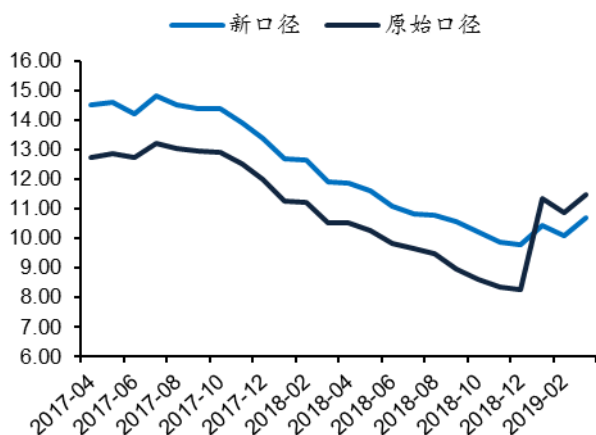
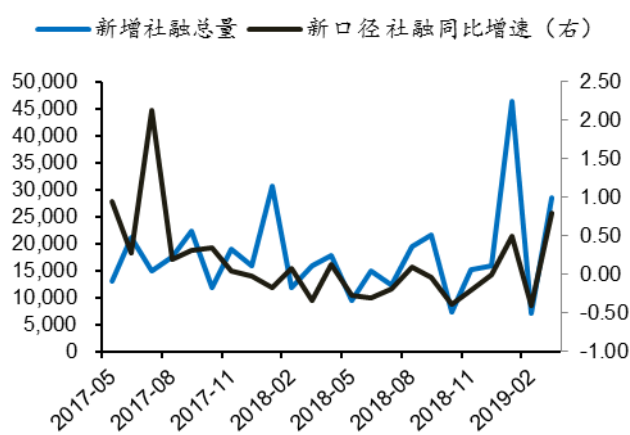
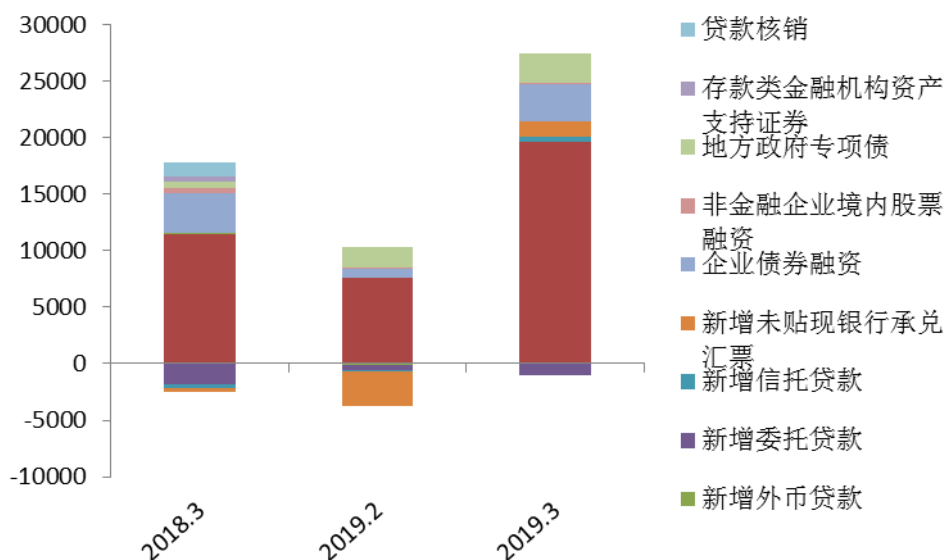


图2：新增社融同比大幅回升



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图3: 表内表外齐改善, 地方债发行提前贡献明显

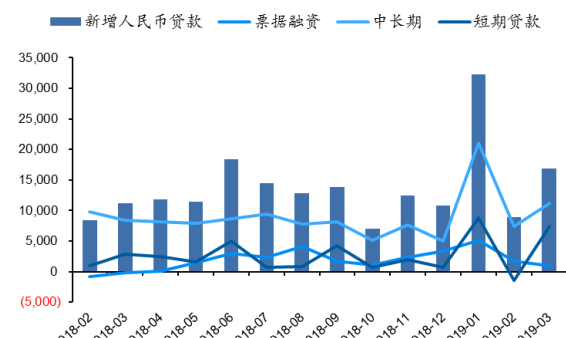
数据来源: Wind, 建信期货研发中心

二、新增信贷: 短贷仍是主要贡献, 长贷改善程度一般

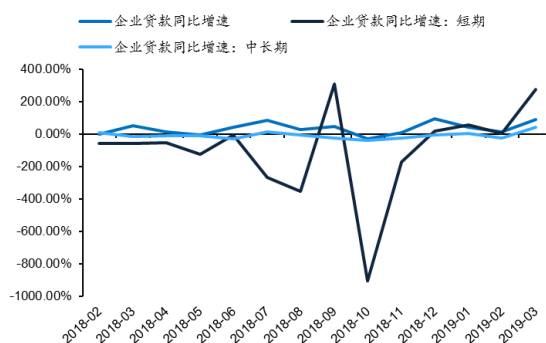
3月新增人民币贷款1.69万亿元,较去年同期多增5700亿元,同比增长51%,一季度共计新增人民币贷款5.8万亿元,较去年同期增长0.95万亿元,同比多增19%。分品种来看,中长期贷款有所改善,短贷大幅回升且大大超出季节性。再分贷款主体来看,企业户及居民户短期贷款贡献了主要增量,企业中长贷持续回升但改善幅度一般。3月居民户和企业户新增短期贷款分别较去年同期多增2262亿元和2272亿元,同比分别增长111%和274%是边际主要贡献量,居民户和企业户新增中长期贷款分别为较去年同期增长1958亿元和835亿元,3月中长期贷款改善幅度较为一般。

整体来看,今年3月人民币信贷增幅较大,其中非银金融机构存款减少较大有一定拖累,但企业贷款和居民贷款均有所改善,分别较去年同期增长5006亿元和3175亿元,不过仍以短期贷款为主要增长点,中长期贷款增幅则较为一般。结合一季度整体情况来看,人民币信贷增量还是集中在企业短期贷款,中长期贷款仅多增1200亿元远低于新增企业短期贷款4513亿元,居民户长期贷款仅多增900亿元,居民户短期贷款因二月出现大幅下滑而拖累一季度整体水平,较去年同期少增377亿元,但三月则出现了较大幅度的回升。

图4: 短期贷款仍是信贷回升的主要驱动**图5: 企业中长贷持续改善但幅度较小**



数据来源：Wind，建信期货研发中心

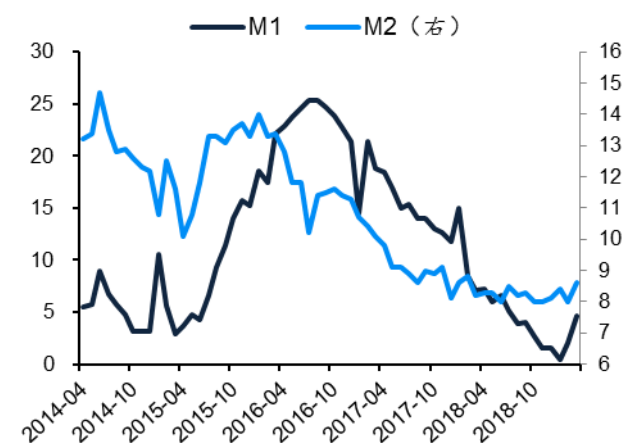


数据来源：Wind，建信期货研发中心

三、M1 连续两个月大幅反弹，M2 稳步回升

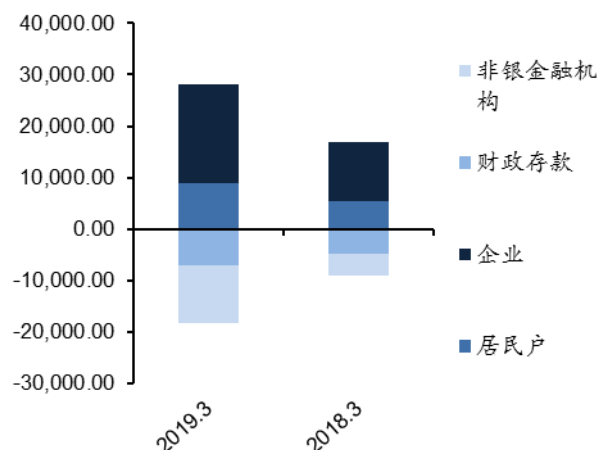
3月M1、M2增速均大幅回升，其中M1同比多增4.6%较上月加快2.6个百分点，M2同比多增8.6%较上月加快0.6个百分点。从新增存款来看，3月新增企业存款1.92万亿元较去年同期增长7560亿元，改善幅度最大，财政存款则减少6928亿元较去年同期少增2126亿元，财政支出力度加大也加速了实体流动性的回升。

图6：M1回升M2回落



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图7：企业存款大幅增长



数据来源：Wind，建信期货研发中心

结论：

3月新增社融大超预期，主要由人民币信贷大增、票据融资回暖、非标改善及地方债发行提前所贡献，而其中新增信贷天量回升大超预期水平，不过具体来看企业中长期信贷在3月和一季度分别仅较去年同期多增1958亿元和1200亿元，远不及企业短期贷款的2272亿元和4513亿元，显示今年一季度银行对于信贷投放的风险偏好依旧较低，企业中长期贷款并未得到大幅提振而集中于增加短期贷款的供给，从而才拉高了新增信贷的规模。

整体来看，企业长期贷款改善有限，显示银行风险偏好未明显抬升，宽信用扩张趋于缓慢，货币宽松环境应会继续维持，但金融数据的超预期将给债市带来

较大冲击，预计二季度加大波动可重点关注期债的基差交易和跨期交易机会。此外，一季度地方债提前发行将拉低三季度地方专项债对于社融增量的贡献，而中长期贷款改善有限，后期短贷持续冲量能否继续维持从而保证社融的超预期增长存疑，重点在于关注非标和地产融资边际改善的持续性。

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_13131

