

日期：2019 年 4 月 15 日



分析师：胡月晓

TEL: 021-53686171

huyuxiao@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《非降准不能缓解资金紧张》

(2016 年 12 月 15 日)

季节波动加剧 “双降” 仍是选择

——2019 年 3 月金融数据点评

主要观点：

信贷、货币双超预期回升

正如 1 月份的超预期回升是季节性现象，我们认为 3 月份的超预期双回升格局，同样不具有持续性。1 月份回升的首月效应过去后，2 月份的信贷和货币增长如期所回落。3 月份超预期的金融数据，主要是受 3 月居民户贷款季节性回升的影响——春节后次月，同样是居民短期贷款的集中发放期。

货币、信贷季节性回升不改平稳格局

“首月效应”和“次月效应”后，货币、信贷市场上又迎来了 3 月效应。每年的 3 月份，居民短期贷款都会有大幅回升的现象。如果说企业部门 3 月份的新增信贷规模回升，还是政策放松和鼓励的结果，那么居民部门新增信贷的回升，则主要是季节性回升规律作用的结果。居民部门 3 月信贷回升，显然和楼市回暖有较强联系。

流动性环境趋改善，融资难约束得缓解

自货币政策实际基调由“稳中偏紧”转向“稳中偏松”以来，中国的货币环境明显改善，流动性紧张局面有效缓解。2018 年底和 2019 年初的降准、降息，迅速扭转了中国货币环境，资金紧张局面得到缓解。2019 年后，中国外汇占款重现了持续小幅回升的态势，加上 PSL 等持续的投放，货币市场呈现了持续的宽松局面，央行时不时持续多天暂停公开市场投放。

货币、信贷增长仍将回归平稳

虽然政策放松货币的迹象比较明显，市场也存在普遍的放松预期，但正如我们之前一直预期的，在季节性波动过去后，信贷、货币快速回升的势头不会延续。1 月份的创纪录信贷和社融增长，不是政策放松加码，而是银行体系经营中季节性现象带来的首月效应；3 月信贷、货币的超预期回升，同样是季节性现象，是政策偏松倾向下，季节性波动程度加大的结果。进入 2 季度后，商业银行等金融机构于年初的经营集中扩张等季节性消退，未来信贷、货币的增长将重趋平稳！

事件： 3 月份金融数据公布

广义货币增长 8.6%。2018 年 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；狭义货币(M1)余额 54.76 万亿元,同比增长 4.6%，增速比上月末高 2.6 个百分点，比上年同期低 2.5 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.49 万亿元,同比增长 3.1%。一季度净投放现金 1733 亿元。

人民币各项贷款增长 13.7%。2018 年 3 月末，人民币贷款余额 142.11 万亿元，同比增长 13.7%，分别比上月末和上年同期高 0.3 个和 0.9 个百分点。一季度人民币贷款增加 5.81 万亿元，同比多增 9526 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 1.81 万亿元，其中，短期贷款增加 4292 亿元，中长期贷款增加 1.38 万亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 4.48 万亿元，其中，短期贷款增加 1.05 万亿元，中长期贷款增加 2.57 万亿元，票据融资增加 7833 亿元；非银行业金融机构贷款减少 4879 亿元。3 月份，人民币贷款增加 1.69 万亿元，同比多增 5777 亿元。

人民币各项存款增长 8.7%。2018 年 3 月末，人民币存款余额 183.82 万亿元，同比增长 8.7%，增速比上月末高 0.1 个百分点，与上年同期持平。一季度人民币存款增加 6.31 万亿元，同比多增 1.24 万亿元。其中，住户存款增加 6.07 万亿元，非金融企业存款增加 3328 亿元，财政性存款增加 1651 亿元，非银行业金融机构存款减少 9671 亿元。3 月份，人民币存款增加 1.72 万亿元，同比多增 2133 亿元。

3 月份社会融资规模增量为 2.86 万亿元,比上年同期多 1.28 万亿元。2019 年一季度社会融资规模增量累计为 8.18 万亿元，比上年同期多 2.34 万亿元。对实体经济发放的人民币贷款增加 6.29 万亿元，同比多增 1.44 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 241 亿元，同比少增 251 亿元；委托贷款减少 2278 亿元，同比少减 1031 亿元；信托贷款增加 836 亿元，同比多增 109 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 2049 亿元，同比多增 829 亿元；企业债券净融资 9071 亿元，同比多 3801 亿元；地方政府专项债券净融资 5391 亿元，同比多 4622 亿元；非金融企业境内股票融资 531 亿元，同比少 752 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷、货币双超预期回升

2019 年虽然市场普遍预期货币政策将由“中性偏紧”转向“中性偏松”，但对货币、信贷边际放松的幅度，普遍预期有限。即使 1 月份超预期回升金融数据公布后，市场仍对快速回升持保留态度，2 月份偏保守的数据更是加深了市场对货币有限放松的主流预期。市场预期央行趋于放松的货币政策导向，在 2 月数据公布后已得到修正，机构普遍预期未来货币政策导向重新转向了平稳。

正如 1 月份的超预期回升是季节性现象，我们认为 3 月份的超预期双回升格局，同样不具有持续性。1 月份回升的首月效应过去后，2 月份的信贷和货币增长如期所回落。3 月份超预期的金融数据，主要是受 3 月居民户贷款季节性回升的影响——春节后次月，同样是居民短期贷款的集中发放期。

中国 3 月广义货币供应量(M2)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，路透调查中值和均值分别为 8.2% 和 8.1%，最大值为 8.5%；实际增长不仅超过了市场主体预期较多，而且落在了市场预期范围之外，说明回升程度超出了市场所有预期。中国 3 月人民币贷款增加 16900 亿元，同比多增 577 亿元，路透调查中值为 12500 亿元、均值为 12137 亿元，预期分布为（10000,15000）亿，实际增长同样落在了市场预期之外，说明回升力度远超市场预期。中国 3 月人民币贷款余额 142.11 万亿元，同比增长 13.7%，分别比上月末和上年同期高 0.3 个和 0.9 个百分点。

表 1 2019 年 3 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	12500	8.2	13.4
Average	12137	8.1	12.9
High	15000	8.5	13.5
Low	10000	8.4	12.2
No of Forecasts	23	23	12
SHSC	13000	8.0	13.4

数据来源：Reuters，上海证券研究所

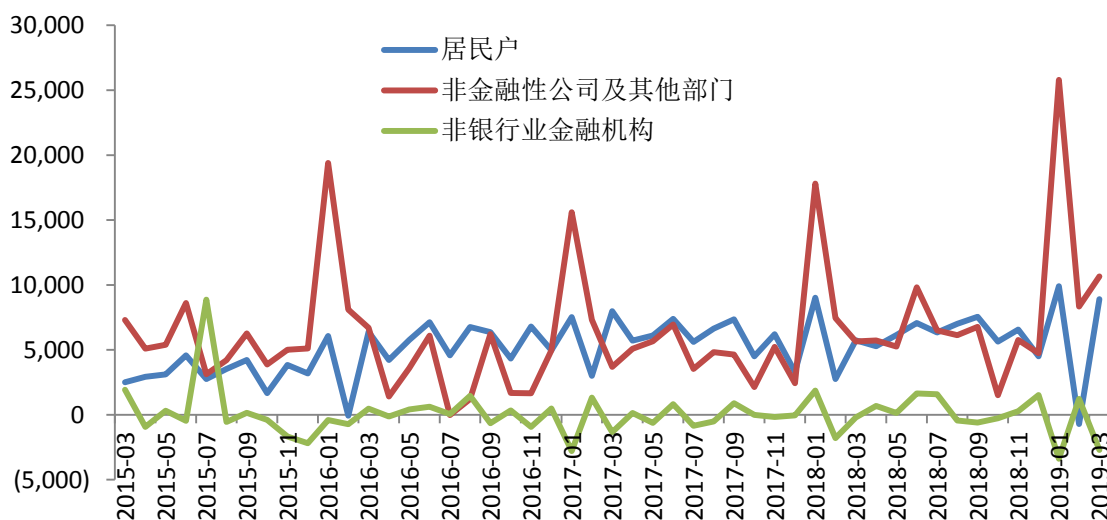
整体而言，再度超预期的货币、信贷回升状况，并未让市场对货币环境的预期趋于集中，机构间对货币边际放松的预期分歧仍然差异较大。我们仍然坚持认为，“松”的主流预期方向仍能保持，毕竟货币当局已释放了明确的信号，货币将在平稳中兼顾经济运行和风险控制需要。由于货币政策是在保持中性基调下，在坚持“去杠杆”的政策核心下，实行边际放松，实际放松的程度难以有事先的明确界定。加之前期货币、信贷增长的波动表现，使得机构间对货币、信贷增长前景，看法

差异扩大。在金融防风险的监管基调下，虽然边际放松的政策微调信号明显，但机构反应整体谨慎，机构间分歧加大。实际上，货币环境的稳中趋松格局，是前期监管收紧冲击过后的市场必然现象。即使没有政策放松，货币环境也会呈现相对前期偏紧局面的边际放松态势。

2. 货币、信贷季节性回升不改平稳格局

“首月效应”和“次月效应”后，货币、信贷市场上又迎来了3月效应。每年的3月份，居民短期贷款都会有大幅回升的现象。如果说企业部门3月份的新增信贷规模回升，还是政策放松和鼓励的结果，那么居民部门新增信贷的回升，则主要是季节性回升规律作用的结果。居民部门3月信贷回升，显然和楼市回暖有较强联系。2019年后，楼市成交呈现了逐渐回暖的态势，成交再现放大态势，这直接激发了家庭部门的各期限信贷需求增长。可见，过去的货币、信贷增长偏软状况，主要是政策向下需求受到限制的结果。2019年，货币环境和信贷政策悄然间转向放松，甚至倾向鼓励，因而企业部门和居民部门的需求满足度都得到提高，两部门的新增信贷都得到了较大程度的回升。

图1 中国企业部门和家庭部门新增信贷双双回升（亿元，月度）

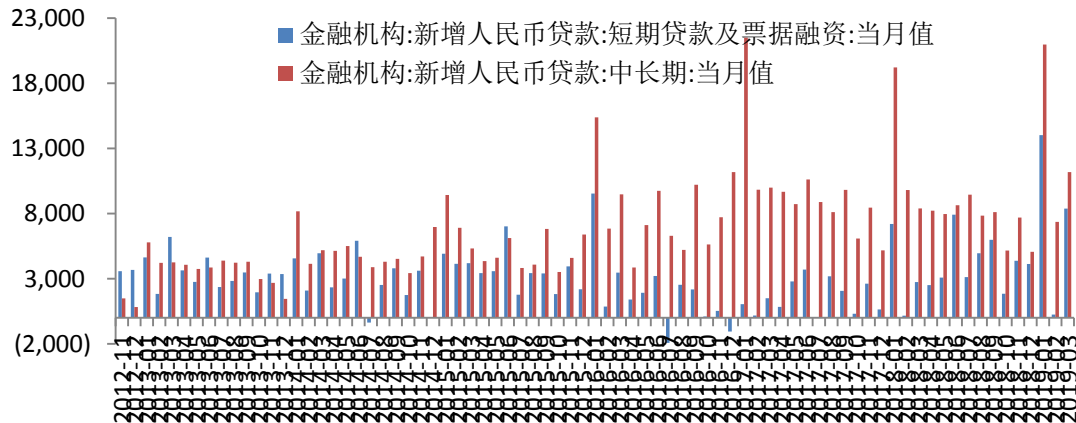


数据来源：Wind，上海证券研究所

经过2018年的监管规范和强化，金融同业投放已得到较大限制，经营持续处于较低位置运行，表明资金空转现象得到较大程度限制，金融“脱实向虚”得到有效治理。政策倾向放松就很快在信贷和货币回升效果上得到体现，表明中国经济运行主体的扩张较为强烈，经济内在增长动力较为强劲，金融环境作为一种外在约束条件，对需求和供给都有直接的影响；另一方面，金融机构的扩张动力也很强劲；表明中国并不存在搞量化宽松和实行超低利率的市场基础。中国的正利率

环境格局将延续，中外之间的利率差局面将显性化，各路国际资本包括短期性投机资本，客观上存在着流入中国的“压力差”动力，2019年或再现“双顺差”格局。

图2 各期限新增信贷规模同步回升（亿元，月度）



数据来源：Wind，上海证券研究所

3.社融更快增长，宽信用在路上

2019年以来，市场对货币、信贷趋于放松，有着较为一致的预期：方向一致，差异仅在于放松的程度。但是，对于信贷、货币回升后的流动性环境，是否会全面好转，即宽信用能否发展，机构间预期差异却较大。部分机构认为，宽货币和信贷的回升，难以转化为“宽信用”，全社会的流动性紧张状况将延续。我们一直认为，货币、信贷延续“稳中偏升”的同时，宽信用发展趋势不变。

2019年3月份，当月社会融资规模增量为2.86万亿元，比上年同期多1.28万亿元。2019年一季度社会融资规模增量累计为8.18万亿元，比上年同期多2.34万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加6.29万亿元，同比多增1.44万亿元。可见，社会融资增长相比信贷增长，显著多增，“宽信用”的格局重新呈现。

货币环境由“中性偏紧”转向“中性偏松”，必然带来信用环境的改善，因而“宽货币”向“宽信用”转变也是必然。在资管新规等金融监管规范化进程早已完成的当下，宽信用的倾向性格局呈现，加之中国经济的内生增长动力强劲，因此，在“宽货币”向“宽信用”的转化过程中，并不存在过长时滞。

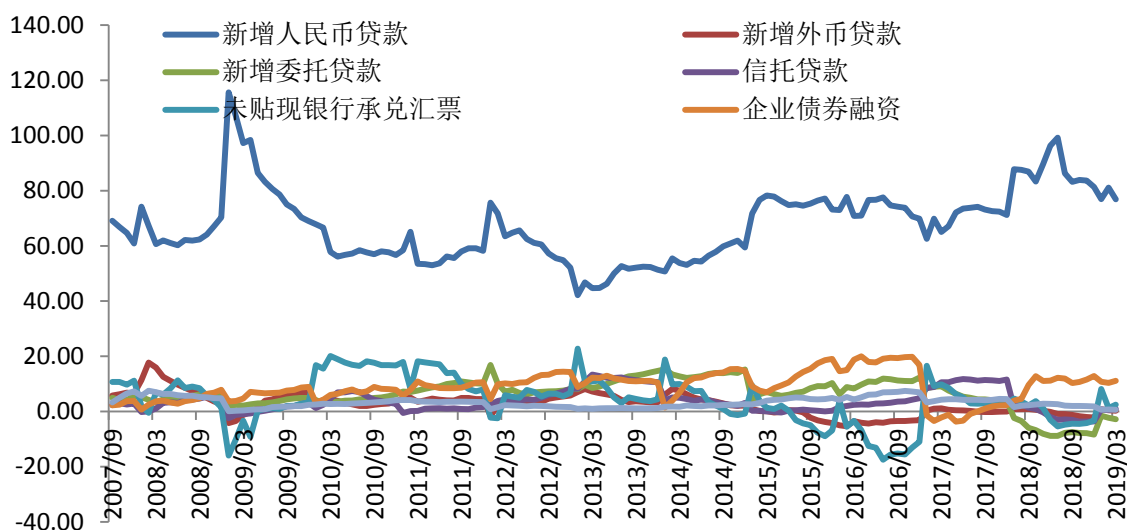
资管新规对金融市场的规范化进程早已完成，金融市场重新进入平稳运行期，市场发展将更规范有序平稳。2018年金融经营规范化后，表外融资野蛮增长的态势改变，增长更为平缓。为防止资金“脱实向虚”，表外融资增长受到了政策的较多关注。1月份企业部门的票据融资增长突破了5000亿元，就不仅引起了货币当局的注意，而且还引发了更高层级管理部门的关注，这直接导致了2月份票据融资的快

速回落，使得社融中表外融资增长重新回到收缩状态。3 月份，企业票据融资规模再度下降至 978 亿元。企业票据融资下降，表明相应票据业务的收缩。

但表外融资的回落，并非表示“宽信用”受到限制。资管新规等金融监管规范后，表内非信贷融资业务将得到发展，金融市场将重新进入多元化发展期，即宽信用将逐渐恢复。

以往基于表外融资的“宽信用”发展，实际上是为房地产融资服务的。在楼市定位重新变化后，借助表外融资的房地产融资将进一步走低，未来的“宽信用”发展，将更多地建立在实体经济之上。基于金融回归实体的宽信用，与以往基于房地产融资的宽信用不同，表外融资的复苏将有限，未来的宽信用发展，将更多地建立在市场型直接融资的发展基础上，如各类债务融资工具的发展，而信托、委贷、票据则不会重现往日辉煌。

图 3 新增社会融资各部分占比的变化（同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

社会融资结构的变化，也体现了“宽信用”的来临之势。一季度对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 76.9%，同比低 6.1 个百分点；对实体经济发放的外币贷款占比 0.3%，同比低 0.5 个百分点；委托贷款占比-2.8%，同比高 2.9 个百分点；信托贷款占比 1%，同比低 0.2 个百分点；未贴现的银行承兑汇票占比 2.5%，同比高 0.4 个百分点；企业债券占比 11.1%，同比高 2.1 个百分点；地方政府专项债券占比 6.6%，同比高 5.3 个百分点；非金融企业境内股票融资占比 0.6%，同比低 1.5 个百分点。

事件影响：对经济和市场

4.流动性环境趋改善，融资难约束得缓解

自货币政策实际基调由“稳中偏紧”转向“稳中偏松”以来，中国的货币环境明显改善，流动性紧张局面有效缓解。2018 年底和 2019 年初的降准、降息，迅速扭转了中国货币环境，资金紧张局面得到缓解。2019 年后，中国外汇占款重现了持续小幅回升的态势，加上 PSL 等持续的投放，货币市场呈现了持续的宽松局面，央行时不时持续多天暂停公开市场投放。

从货币政策效应的角度，中国的货币政策效应 2018 年下半年以来已有中性转向积极。中国经济进入经济转型“底部徘徊”阶段时，货币、信贷扩张对经济的激励作用有限，经济底部运行时期的主要阶段任务是结构调整和产业升级，即结构性任务超过了总量性任务，因而货币政策效应转向中性。随着中国供给侧改革逐渐见效，以及供给侧改革政策重心的变化，货币政策效应重新趋向积极。2018 年 3Q 后，中国供给侧改革重心转向了以基建投资为主要内容的“补短板”，为货币政策效应转向积极奠定了基础。供给侧改革的“补短板”重心在经历了短暂的 3-6 月后，政策重心再度变化，转向供给侧改革内容最后一阶段——“降成本”。在“降成本”的政策引导下，货币的政策效应更趋积极。可见，中国过去货币政策效应呈现中性，是中国经济转型期底部运行阶段的独有表征，当中国货币政策效应重趋积极时，意味着中国经济即将走出底部！

2019 年 3 月份，中国货币和信贷增长双超预期大幅回升，货币对经济回升的支撑作用将进一步体现，前期已呈现见底企稳回升态势的投资，仍将延续平稳回升态势，从而带动经济的进一步回暖。

图 4 中国投资增长在信贷、货币增长（同比，%）



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_13140

