

又是一片艳阳天

——3月金融数据点评

报告摘要

● 3月金融数据显著超预期的点主要在于：

- 新口径社融各个分项全线反弹，而且是在没有看到金融监管大幅松动迹象的背景下。贷款投放的结构也在企业部门与居民部门之间均衡分布，表内和表外票据并未超季节性地发力。社融是全面而健康地超预期。
- 居民短期贷款创下4290亿的历史最高，反映出融资环境松动后，居民消费贷、以及借道流入房地产部门的资金活跃度上升。结合后续增值税率下调对终端消费品价格的传导，对今年消费增长可以乐观一些。
- 市场针对3月信贷增长的草根调研在月末前后出现较大反差。我们认为，基建项目贷款投放的节奏变化是个重要因素。可能3月下旬地方政府资金到位速度加快，带动企业部门贷款增长出现了明显提速。
- M1同比继续显著回升至4.6%，体现实体经济、尤其是企业部门的现金流状况出现明显好转。M1增速显著回升超出我们此前预期，其原因可能在于决定M1的三方面因素：房地产销售、地方政府卖地收入、以及工业企业利润，都出现一定改观。

- 目前看来，中国经济运行状况好于预期，经济企稳尚难证伪。但考虑到其中存在：春节错位导致低基数、基建节奏前移、市场预期转好使得前期受抑需求释放、以及部分企业赶在4月增值税下调之前订货等因素，仍需留意二季度末上述因素消退之后，经济增长出现反复的可能性。在此过程中，也需留意政策层面反向微调的可能及其影响。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

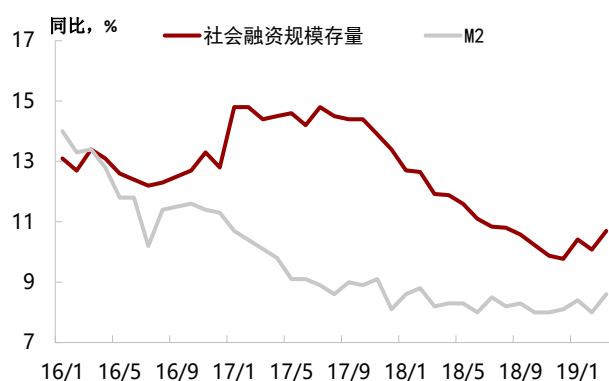
2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



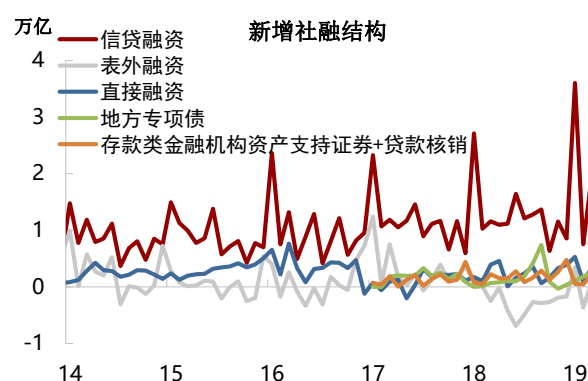
1、社融巩固企稳势头

3月新增社融2.86万亿，大幅超出市场预期，新口径社融存量同比反弹0.6个百分点，至10.7%（图表1）。结构上，表内、表外、直接融资，以及存款类金融机构资产支持证券和贷款核销，均全线反弹（图表2）。3月社融口径新增贷款（包含人民币和外币）显著回升至1.95万亿高位，为历史同期最高。表外融资新增823.9亿，较上月负值显著回升。其中，银行未贴现承兑汇票是主要带动因素，增长1366亿；信托贷款延续震荡上行，增长528亿，金融监管呈现边际缓和的迹象主要体现在这里；而委托贷款因依然受监管限制较多而再度回落，增长-1070亿。直接融资回升至3394亿元，主要是企业债券融资恢复。此外3月地方政府专项债券贡献了2532亿，较上月进一步多增，存款类金融机构资产支持证券和贷款核销合计贡献了2255.9亿，同样显著上升。

图表 1：3 月社融增速进一步回升



图表 2：3 月社融各分项全线多增



来源：Wind，莫尼塔研究

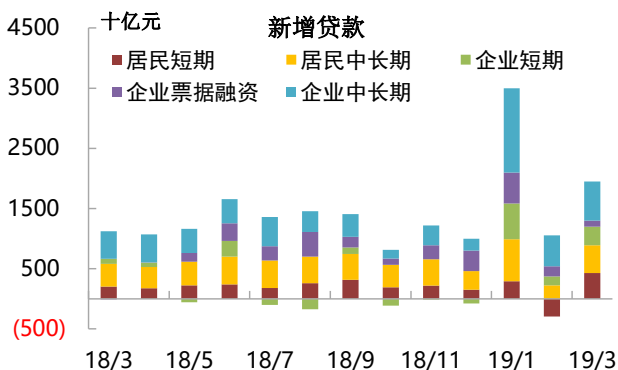
2、信贷投放结构健康

3月新增人民币贷款1.69万亿，加上外币贷款1.73万亿，同比显著多增7525亿元；贷款余额同比进一步上扬至13.7%。结构上，居民部门贷款8908亿，企业部门贷款1.07万亿，贷款仍然向企业部门倾斜，但居民部门占比显著提升（图表3）。

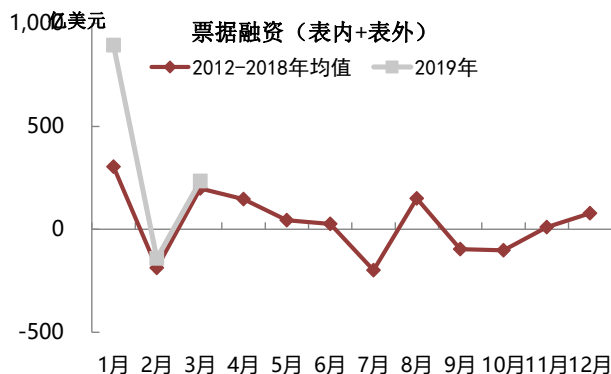
居民部门贷款中，中长期贷款回升至4605亿，与1、2月平均水平相当，反映房地产销售状况总体稳健；短期贷款创下4290亿的历史最高，3月是居民短期贷款的季节性高点，今年表现强于季节性，一方面与2月显著弱于季节性有关，另一方面可能也反映出融资环境松动后居民消费贷、以及借道流入房地产部门的资金活跃度上升。从这个角度来看，结合后续增值税率下调对终端消费品价格的传导，对今年消费增长可以乐观一些。

企业部门贷款中，新增中长期贷款进一步上扬至6500亿元的高位，短期贷款也回升至3101亿，票据融资进一步降至978亿，表现都不算差。尽管表外票据投放较多，但表外与表内票据加总来看，票据融资与近年来的季节性规律基本匹配，已不复1月大幅高增的状况。在票据套利问题受到高层领导关注之后，票据并不是3月社融大超预期的主要原因（图表4）。针对3月信贷增长的草根调研在月末前后出现了较大反差，我们认为，基建项目贷款投放的节奏变化是个重要因素。基建项目贷款到位快慢需取决于地方政府资本金到位的快慢，可能3月下旬地方政府资金到位加快，带动企业部门贷款增长提速。

图表 3：3 月信贷流向居民部门的比例显著提升



图表 4：3 月票据融资增长并未显著强于季节性



来源：Wind，莫尼塔研究

3、实体现金流显著改善

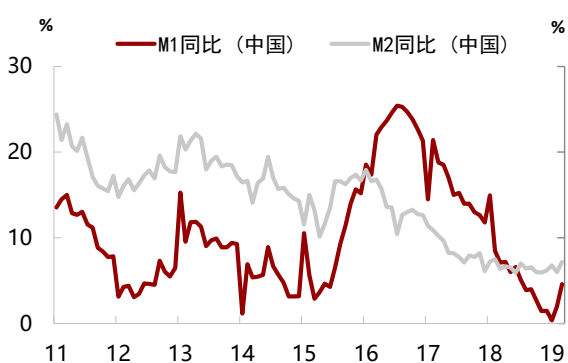
3月M2同比回升0.6个百分点，至8.6%，与社融超预期增长相匹配；M1同比继续显著回升至4.6%，环比出现翻倍，体现实体经济的现金流状况出现明显好转；M0同比增长3.1%，与翘尾因素的大幅回升相伴（图表5）。从新增存款的结构来看，企业部门存款增幅显著高于去年同期，也高于去年全年，企业部门的现金流状况得到改观（图表6）。

M1增速显著回升超出我们此前预期，其原因可能在于决定M1的三方面因素都出现一定改观：

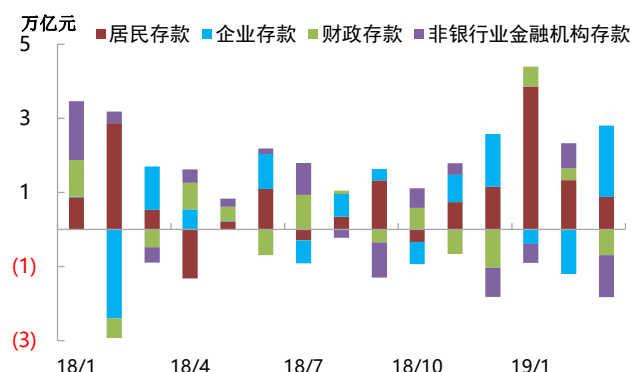
1) 房地产销售方面，从居民部门贷款一季度高位增长的情况来看，三四线城市销售没有想象中弱、一二线城市销售回升比预想中强；2) 地方政府现金流方面，近期土地市场呈现回暖迹象，尤其3月最后一周100大中城市成交土地楼面均价创2016年10月以来新高，显示地方政府通过推出优质地块、适当收缩供给，可能令其卖地收入得到改观；再加上地方专项债发行的支持，地方政府现金流状况有所好转；3) 工业企业利润方面，3月PPI尽管仍弱势运行，但相比去年底出现了一定改观，带动工业企业盈利状况有所改善。

目前看来，中国经济运行状况好于预期，经济企稳尚难证伪。但考虑到其中存在春节错位导致低基数、基建节奏前移、市场预期转好使得前期受抑需求释放、以及部分企业赶在4月增值税下调之前订货等因素，仍需留意二季度末上述因素消退之后，经济增长出现反复的可能性。

图表 5：3 月 M1 进一步反弹，M2 显著回升



图表 6：3 月企业存款大幅增长，企业现金流改善



来源：Wind，莫尼塔研究

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

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_13147

