

宏观点评

社融大超预期，经济和政策的节奏将怎么走？—3月金融数据点评

事件：3月新增信贷1.69万亿元，预期1.25万亿，前值8858亿元；3月新增社融2.86万亿，预期1.85万亿，前值7030亿元；3月M2同比8.6%，预期8.2%，前值8.0%；M1同比4.6%，前值2.0%。

核心结论：

1、3月信贷和社融双双超预期大增，1-3月累计增量亦超季节性，信贷结构也有所改善，指向社融大概率就此企稳；但分结构看，社融喜忧并存。

- 3月新增信贷超季节性走高，主因季节因素退潮叠加逆周期调节加码初显成效。3月居民和企业贷款大增，中长贷同比多增，非银机构存款减少，指向信贷对实体经济的支持增强。此外，严管之下票据大落。预计后续信贷将继续沿“票据不再高增-短贷企稳-中长贷企稳”的链条演化。
- 3月新增社融大超市场预期，存量增速创近7月新高，且连续三个月高于2018年底，社融大概率就此企稳。结构看喜忧并存：喜在3月投入实体经济的贷款有所增加，企业债券和地方政府专项债增幅较高；忧在表外融资仍未显著企稳，表内贷款依旧担当主力。
- M1、M2同比均大幅提升，M1-M2剪刀差连续14个月为负但缺口继续缩窄。M1底部已在1月份确认，未来企业存款的改善将逐步传导至实体经济层面，即改善企业盈利情况。

2、经济节奏：2019年中国宏观大势取决于“基本面（下行）VS政策面（放松）”两股力量孰强孰弱。倾向于认为，中国经济下行压力仍然较大，但政策会把下行的坡度托平。具体看，信用底向经济底传导可期，全年GDP增速先下后平，有望在二季度企稳。

- 前期报告中我们提出社融底向经济底传导的基本框架，即社融存量增速领先实际GDP约半年，领先名义GDP约1-3个季度；M1-M2剪刀差领先名义GDP增速3-8个月。
- 当前看，我国处于2017年1月开启的第五轮信贷周期，节奏上正由紧变松。维持此前判断，2019年中国GDP增速将先下后平，上半年回落、下半年走平，其中，一季度6.3-6.4%，三个季度连续走平至6.2-6.3%。

3、政策节奏：我们预计，二三季度总体无大忧，四季度可能需谨慎；短期降准可能性再次变小，但最晚6月大概率还是会降准，降息可能继续延后。

- 站在当前时点，对经济面的确可以乐观一些，但经济基本面尚不足以让政策宽松的总基调“踩刹车”。
- 我国政策一贯以来都是强调要相机抉择，要适时微调预调。换言之，鉴于短期经济有企稳迹象，意味着短期内不会出台更大力度的宽松举措，但年初以来已经制定的各项宽松政策大概率还是会执行。
- 分季看，二三季度大概率无忧（不会转向），四季度可能需谨慎。
 - 1季度：政策释放期（2019年政府工作报告已公布全年的主要政策）
 - 2季度：政策观察期（核心是地方政府和金融机构积极性是否回升）
 - 3季度：政策可能继续偏友好（内外经济压力、建国70周年）
 - 4季度：政策可能偏谨慎（民企股权质押和就业问题有望阶段性缓解）

风险提示：经济失速下滑；监管力度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 王梅邨

邮箱：wangmei@gszq.com

相关研究

- 1、《3月通胀如期反弹，全年有惊无险——兼看减税是否拉低通胀？》2019-04-11
- 2、《3月PMI喜忧并存，经济仍将先下后平，二季度降准“降息”可期》2019-03-31
- 3、《社融大概率就此企稳，经济底何时出现？——兼评2月金融数据》2019-03-10
- 4、《央行四季度货币政策报告的8大信号，关注我国信用自主创造》2019-02-22
- 5、《关注巨量社融两细节，继续跟踪信用拐点四线索——1月金融数据点评》2019-02-17
- 6、《信用拐点将至，可跟踪4条线索——2018年金融数据点评》2019-01-16



内容目录

3月信贷社融大超预期，社融大概率就此企稳，M1-M2剪刀差负缺口连续2个月收窄	3
3月新增信贷大超预期，一季度累计增量超越季节性，结构有所改善	3
一季度新增社融超越季节性，社融增速大概率就此企稳，结构上喜忧并存	4
M1、M2同比均大升，M1-M2剪刀差负缺口连续两个月收窄	6
经济节奏：信用底向经济底传导可期，GDP增速有望在二季度企稳，全年先下后平	8
政策节奏：二三季度总体无大忧，四季度可能需谨慎	9
风险提示	10

图表目录

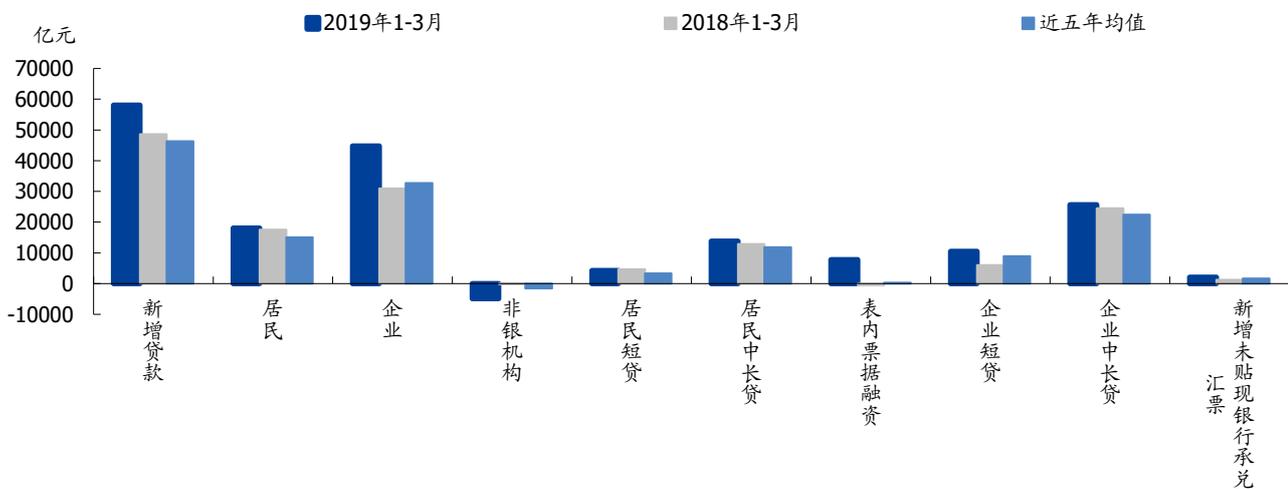
图表 1: 2019年1-3月累计新增信贷大超预期	3
图表 2: 企业表内票据融资连续2个月环比走低	4
图表 3: 3月对非银机构贷款下降	4
图表 4: 社融存量增速大概率就此企稳	4
图表 5: 2008年以来与2019年社融变化走势相近年份梳理	5
图表 6: 2019年一季度社融新增量大幅高于季节性	5
图表 7: 表外融资企稳仍需更多数据的印证	6
图表 8: 1996年以来，M1-M2“剪刀差”为负的情形统计，当前已14个月连负	7
图表 9: M1-M2剪刀差连续两个月收窄	7
图表 10: 企业当前运营情况仍较差	7
图表 11: 3月地方政府专项债加速发行	7
图表 12: 社融存量增速领先实际GDP约半年	8
图表 13: 社融存量增速领先名义GDP约1-3个季度	8
图表 14: M1-M2增速差领先名义GDP增速3-8个月	8
图表 15: 全国高炉开工率反弹至去年同期	8
图表 16: 2019年3月MLF到期量较高	10

3月信贷社融大超预期，社融大概率就此企稳，M1-M2剪刀差负缺口连续2个月收窄

3月新增信贷大超预期，一季度累计增量超越季节性，结构有所改善

3月新增信贷超季节性走高。3月新增信贷1.69万亿元，高于预期（1.25万亿）并大幅高于前值（8858亿元），同比多增5700亿元。1-3月新增信贷累计增长5.8万亿元，同比大幅多增9465亿元，且较近五年均值多增1.2万亿元。

图表1：2019年1-3月累计新增信贷大超预期



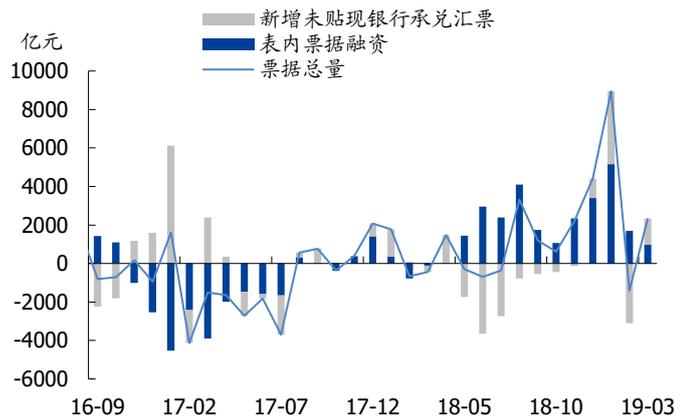
资料来源：Wind，国盛证券研究所

结构有所改善，居民和企业贷款大增，非银机构存款和票据融资减少，信贷结构显示对实体经济融资支持增强。

一方面，3月信贷对实体经济支持力度加大。3月居民贷款新增8908亿元，其中居民短贷新增4294亿元，同比多增2262亿元；3月企业贷款新增10659亿元，其中企业短贷和企业中长贷分别新增3101亿元和6573亿元，均高于去年同期。值得关注是，3月表内票据新增978亿元，较2月少增717亿元，已经连续2个月增幅缩窄，应是监管当局加强对票据贴现的监管，防止套利行为有关。企业贷款的结构变化也印证了我们此前提到的流动性改善始于企业短贷和票据融资高增。同时，3月数据显示对非银机构贷款减少2714亿元，同比多减2506亿元，也侧面反映了对实体经济支持增强。

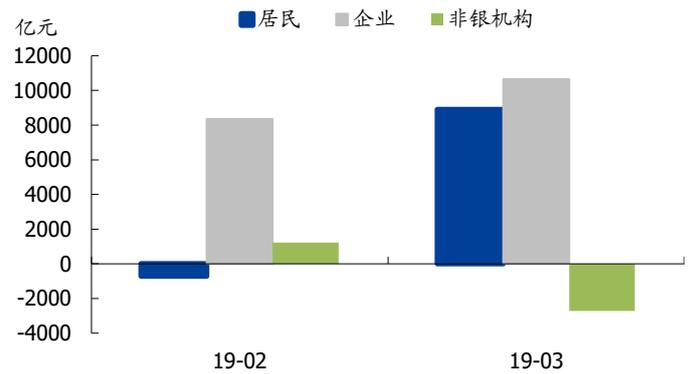
1-3月累计看，各类贷款均不同程度地超越季节性高增，反映信贷情况走好。1-3月居民贷款累计增加1.8万亿元，较近五年均值多增3022亿元；企业贷款累计新增4.5万亿元，较近五年均值多增1.2万亿元。虽然1-3月累计看，企业的表内票据融资仍大幅超越季节性，但与2月相比，居民和企业中长贷也一定程度有了超季节高增迹象。维持此前判断，企业短期融资企稳回升是企业贷款、乃至信用环境改善的重要信号。往后看，随着央行加大宏观逆周期调节力度，定向降准、定向降息等一系列政策组合拳的出台和实施，居民和企业中长贷有望随之企稳。

图表 2: 企业表内票据融资连续 2 个月环比走低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 3 月对非银机构贷款下降



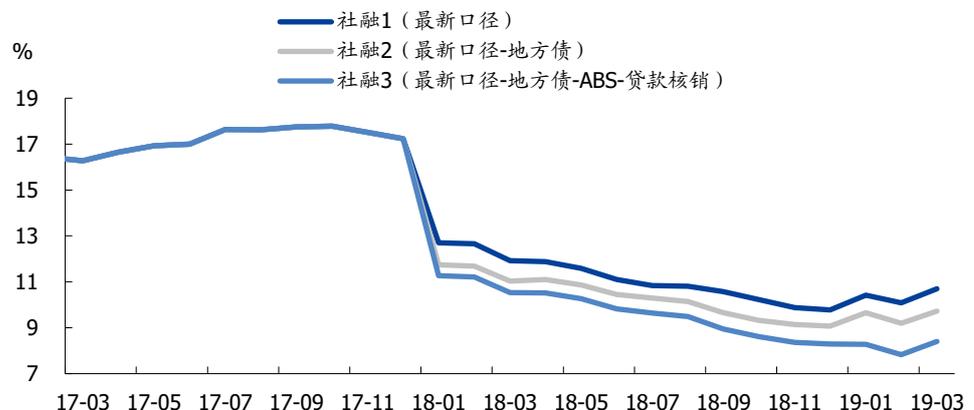
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上所述,我们认为 3 月信贷大幅增加意味着我国央行的逆周期调节取得了一定的成效,信用环境总体改善。1-3 月累计数据超越季节性。结构上 3 月票据融资增量继续下降,居民和企业中长贷也有了不同程度的改善,印证了我们上个月的判断。随着货币政策“逆周期调节”的加码,预计后续信贷将继续围绕“票据不再高增-短贷企稳-中长贷企稳”的传导链条发酵,银行风险偏好的提升也可期待。

一季度新增社融超越季节性, 社融增速大概率就此企稳, 结构上喜忧并存

社融存量增速明显企稳, 新口径社融存量增速创近 7 个月新高, 且连续三个月高于 2018 年四季度。在 2018 年 7 月和 9 月央行两次调整社融口径之后, 可比口径下, 新老口径社融存量增速在 2018 年连续 12 个月下行。2019 年以来社融企稳迹象明显 (新口径社融存量增速 1-3 月为 10.4%、10.1%、10.7%), 此前我们分析 2 月存量增速较 1 月回落大概率源于季节性因素, 当前看 1-3 月已经连续三个月明显高于 2018 年 11-12 月的个位数增速, 表明社融存量由此企稳。

图表 4: 社融存量增速大概率就此企稳



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 由于 2019 年 1-3 月央行未公布 ABS 和贷款核销具体数值, 因此社融 3 估算方式与往期, 及社融 1 和 2 有别

3 月新增社融超预期大幅走高, 其中表内贷款是主支撑, 企业债券和地方政府专项债增

幅较高，表外企稳尚需等待。

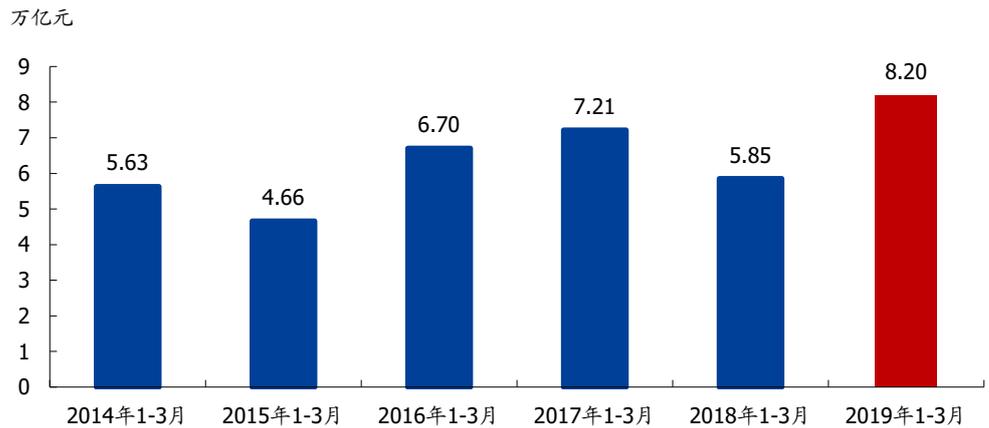
3月新增社融2.86万亿元，同比多增1.28万亿元，较春节时间较为相近的2016年3月多增4669亿元，较近五年均值多增7637亿元。一季度社融累计新增8.2万亿元，同比多增2.3万亿元，较近五年均值多增1.7万亿元。一方面，单月看2019年1-3月新增社融的月度变化呈现“V”字形，或与季节性因素存在一定关系，即在2月初过春节，信贷可能集中在1月和3月释放，这也与历史上相近春节日期的年份信贷走势相类似。另一方面，不论是3月单月社融还是一季度累计社融均大幅高于季节性，表明去年下半年以来我国的货币政策宽松取得了良好的成效，社融大概率就此企稳。

图表5: 2008年以来与2019年社融变化走势相近年份梳理

	2011年	2013年	2014年	2016年	2017年	2019年
春节时间	2月3日	2月10日	1月31日	2月8日	1月28日	2月5日
1月新增社融(亿元)	17,560	25,446	26,004	34,758	37,095	46,352
2月新增社融(亿元)	6,468	10,705	9,370	8,312	11,046	7,029
3月新增社融(亿元)	18,212	25,503	20,934	23,931	24,001	28,600

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 2019年一季度社融新增量大幅高于季节性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

结构看喜忧并存，喜大于忧，其中“喜”在3月投入实体经济的贷款有所增加，企业债券和地方政府专项债增幅较高；忧在表外融资仍未显著企稳，表内贷款仍担当绝对主力。

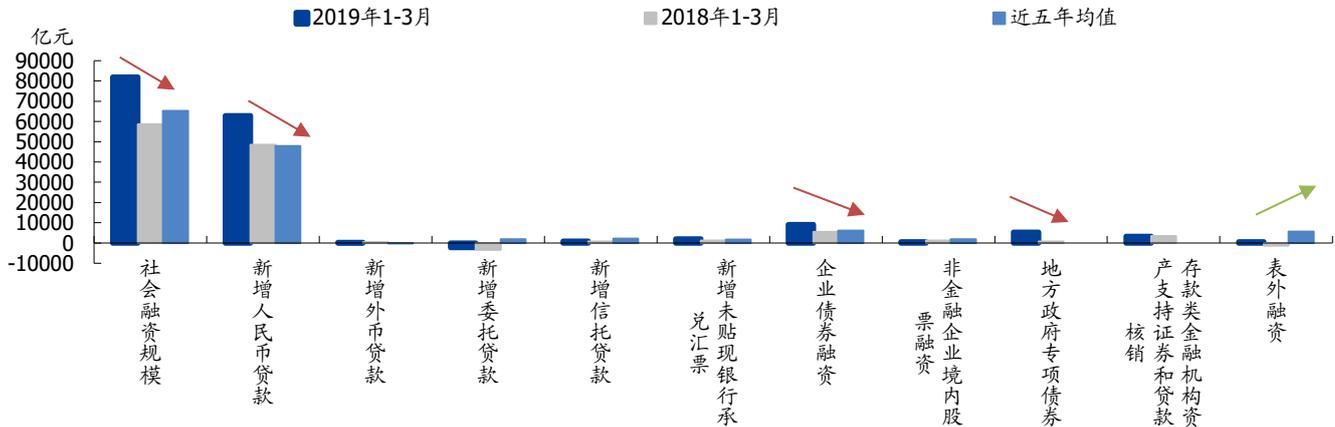
第一，新增贷款对实体经济支持加大，企业债券和地方政府专项债大幅放量。延续我们在此前点评报告中的分析逻辑，即新增信贷超出社融信贷的部分表征对金融机构的贷款。3月数据显示新增信贷较社融信贷少2691亿元，指向信贷超越季节性的表现应是主要流入了实体经济。此外，3月新增企业债券融资3276亿元，较近五年均值多增3073亿元，意味着直接融资规模有所提高；新增地方政府专项债券2532亿元，同比多增1870亿元，与今年新增地方政府专项债额度提升至2.15万亿，且提前至上半年下放有关，预计将加大在“三农”建设、重大基础设施建设等领域的支出力度。

第二，新增表外融资由负转正但增幅低于季节性，持续性仍待观察。3月新增委托贷款-1070亿元（降幅扩大），新增信托贷款528亿元（由负转正），新增未贴现银行承兑汇票1366亿元（2月为-3103亿元，3月大幅提升），非标融资合计新增824亿元，同比

多增 3353 亿元，但仍较近五年同期均值少增 881 亿元。从累计值来看，1-3 月新增表外融资累计 607 亿元，较近五年均值少增 5061 亿元。因此，综合来看，表外融资的企稳尚需更多数据的印证。

综合看，社融存量增速大概率已经企稳，新增社融超季节性走高，指向我国信用环境的总体改善，社融底向经济底的传导可期。结构上企业债券、地方政府专项债增幅较大，表外融资企稳仍需等待。

图表 7: 表外融资企稳仍需更多数据的印证



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

M1、M2 同比均大升，M1-M2 剪刀差负缺口连续两个月收窄

3 月 M2 同比 8.6%，显著高于预期的 8.2% 和前值 8.0%；M1 同比 4.6%，高于前值 2.0%。M1-M2 剪刀差自 2018 年 2 月以来连续 14 个月为负，不过缺口连续 2 个月收窄。此前我们提到，1 月份 M1 创新低与春节效应有关，2-3 月 M1 同比的稳步提升源于春节效应的减弱，也体现出企业现金流情况有所改善。

往后看，企业存款的改善有望逐步传导至实体经济层面，即支撑企业盈利向好。2019 年 1-2 月工业企业利润下滑 14%，较去年同期大幅下降 30.1 个百分点，创 2009 年以来新低；应收账款净额同比大幅增长 12.2%，较去年同期上升 2.5 个百分点。利润（下降）与应收账款（增速大幅上升）的背离，整体反映了企业运营状况较为负面。再结合应收账款回收期为 57.5 天，较去年同期拉长 10.1 天，除了口径调整的因素之外，也反映了企业金融风险加大，现金流紧张。预计随着 M1 同比的企稳回升，企业现金流状况的改善，企业盈利和财务状况也有望得到好转。

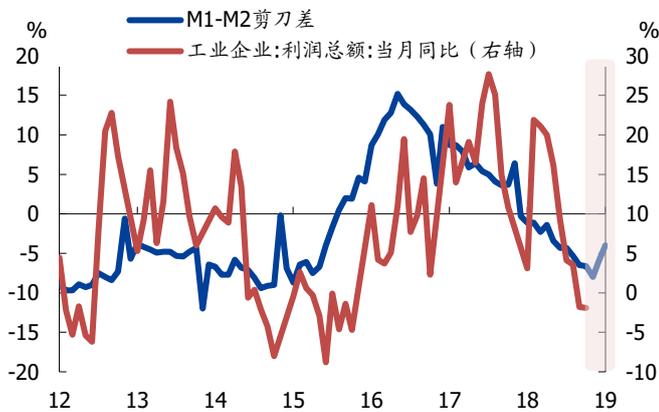
维持此前判断，M1 底部已在 1 月份确认，未来 M1-M2 剪刀差缺口有可能继续缩窄，“宽货币”向“宽信用”的传导将进一步疏通。

图表8: 1996年以来, M1-M2“剪刀差”为负的情形统计, 当前已14个月连负

时间段	持续月份	M1-M2 剪刀差均值
1996年1月-1997年5月	17个月	-9.0%
1997年10月-1999年9月	24个月	-3.0%
2001年7月-2002年9月(期间有3个月为正)	15个月	-1.3%
2003年4月-2004年1月	10个月	-1.5%
2004年7月-2006年10月(期间有1个月为正)	28个月	-3.5%
2008年5月-2009年8月	16个月	-5.7%
2011年1月-2015年9月	57个月	-6.0%
2018年2月-至今	14个月或更长?	-3.9%

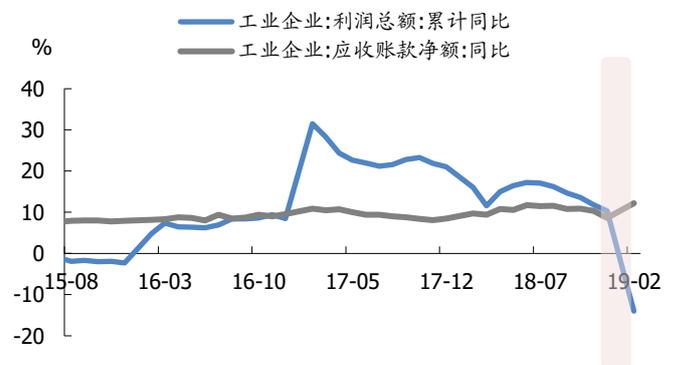
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: M1-M2剪刀差连续两个月收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 企业当前运营情况仍较差



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

财政存款方面, 3月新增财政存款-6928亿元, 同比多减2126亿元, 环比少增10170亿元, 符合财政存款季初高季末低的季节效应。财政存款同比的大幅走低预计与地方专项债加速发行, 资金落实到项目和企业的节奏加快有关。数据显示3月新增地方专项债为3582亿元, 显著高于1月和2月的发行量。预计随着积极财政政策的进一步落地, 财政存款有望降低, 同时为M2的增长释放活力。

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_13184



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>