

# 天量社融可持续存疑，短期债市承压

——2019年一季度金融数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

郑嘉伟（联系人）证书编号：S0280118070016

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

事件：2019年4月12日，央行公布2019年3月份及一季度金融数据显示，3月份新增人民币贷款1.69万亿元，同比多增5700亿元；3月份社会融资规模增量为2.86万亿元，同比增长10.7%，较上个月回升0.6个百分点，同比多增1.26万亿元；3月末，广义货币(M2)余额188.94万亿元，同比增长8.6%，增速比上月末和去年同期高0.6个和0.4个百分点；狭义货币(M1)同比增长4.6%，增速比上月末高2.6个百分点；M0同比增长3.1%。当月实现净回笼现金4584.72亿元。非标萎缩拖累2月份社融增速回落。

## ● 短贷投放力度加大，推动信贷大超预期

**短贷投放力度加大，推动信贷大超预期**。3月份新增人民币贷款1.69万亿，同比多增5700亿元，单月增量主要来自于居民短期贷款、企业短期贷款和票据融资，分别新增4294亿元、3101亿元、978亿元，是信贷超预期的主要贡献。分部门来看，新增票据融资大幅放缓，仅为978亿元，随着票据套利模式受监管影响，票据融资可持续存疑，新增票据融资未来可能进一步下滑，更多转变为短期贷款。剔除季节性因素和春节效应后，金融对实体经济支持增强。剔除季节性因素和春节因素后，综合一季度信贷投放情况来看，一季度人民币贷款增加5.8万亿元，同比多增9465亿元，从投放结构来看，一季度企业贷款增加4.48万亿元，同比多增9600亿元，其中，企业短期贷款增加较为显著，同比多增4513亿元，但中长期贷款也同比多增3400亿元，显示金融对实体经济支持在增强；一季度居民部门贷款增加1.81万亿元，同比多增600亿元；票据融资增加7833亿元，同比多增8379亿元，但是低于2018年同期增量的10285亿元；非银新增贷款下降4879亿元。总体来看，信贷投放偏好短期贷款，但金融对实体经济的支持也确实在增强。

## ● 信贷、非标及地方债发行加速助推社融明显回升

**缘何3月份社融再创天量？**一是人民币信贷贡献最大，社融口径下的3月人民币新增贷款对天量社融贡献达到68%，是拉动社融增速回升的主要动力；二是非标融资得到改善，对社融的贡献由负转正，非标融资变化将成为未来社融增速回升新增亮点；三是地方债发行提前也是助推天量社融的主要原因。信贷回升、非标融资改善及地方债发行加速助推社融显著超于市场预期。

**天量社融可持续增长存疑。**第一，银行早放贷早受益，一季度信贷投放往往比较大，二季度信贷投放可能季节性收缩（同比无法完全消除季节性）；第二，地方债发行前置在上半年能够支撑社融增速，但随着下半年发行结束，将会显著下降，将会重新拖累社融增长；第三，二季度非标到期规模较大，委托贷款等通道业务到期后无法续作，对社融的贡献将会再次由正转负；第四，票据融资的可持续性不强；第五，随着监管加强审核商业银行信贷违规进入资本市场和房地产市场，居民通过短期贷款进入资本市场和房地产市场难度增加，短贷对社融的边际贡献下降。

## ● 宽信用效果显现，M2增速大幅上升

3月末，M2余额同比增长8.6%，增速较上月回升0.6个百分点，高于市场预期的8.2%。从信用创造角度来看，影响M2同比增速的有信贷、金融机构口径外汇占款、银行自有资金债券和非标投资，以及财政存款变动等，3月信用扩张效果逐渐显现，多项信用创造过程对M2增速上升有贡献。M1同比增速回升至4.6%，较上月增加2.6个百分点，这意味着企业生产经营更加活跃，宽信用效果已经很明显。

## ● 天量社融制约货币政策宽松，短期债市承压

4月受1.18万亿MLF到期、地方政府债券发行和财政缴款等因素影响，短期资金缺口较大，但是银行间流动性总量处于合理充裕，叠加4月初央行表态，为了避免大水漫灌，央行4月降准的概率会进一步下降。对于股票市场而言，天量社融有助于支撑市场的进一步反弹，尤其是受益的相关板块值得重点关注。对于债市而言，4月中下旬流动性冲击增加，短期债市调整压力不容小觑。长期来看，由于天量社融可持续性存疑，随着后续金融数据回落，未来债券收益率在短期回升之后或将再度下行，反而近期债券市场的调整为后续迎来不错的配置和交易性机会。

## ● 风险提示：通胀大幅上行、海外市场不确定性增强

## 相关报告

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局  
——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

## 目 录

1、 短贷投放力度加大，推动社融大超预期.....	3
2、 信贷、非标及地方债发行加速助推社融明显回升.....	5
3、 宽信用效果显现，M2 增速大幅上升.....	7
4、 天量社融制约了货币政策宽松，短期债市承压.....	7

## 图表目录

图 1: 3 月份新增人民币贷款同比多增 5700 亿元.....	4
图 2: 新增短期贷款与票据融资占比显著回升.....	4
图 3: 单月新增居民短贷规模创历史新高 (亿元).....	4
图 4: 企业融资需求旺盛 (亿元).....	5
图 5: 社融增量分解 (亿元).....	6
图 6: 非标融资拆解 (亿元).....	6
图 7: 社融存量同比增速回升 (%).....	6
图 8: M2 同比增速大幅上升 (%).....	7

**事件：**2019年4月12日，央行公布2019年3月份及一季度金融数据显示，3月份新增人民币贷款1.69万亿元，同比多增5700亿元；3月份社会融资规模增量为2.86万亿元，同比增长10.7%，较上个月回升0.6个百分点，同比多增1.26万亿元；3月末，广义货币(M2)余额188.94万亿元，同比增长8.6%，增速比上月末和去年同期高0.6个和0.4个百分点；狭义货币(M1)同比增长4.6%，增速比上月末高2.6个百分点；M0同比增长3.1%。当月实现净回笼现金4584.72亿元。

## 1、短贷投放力度加大，推动信贷大超预期

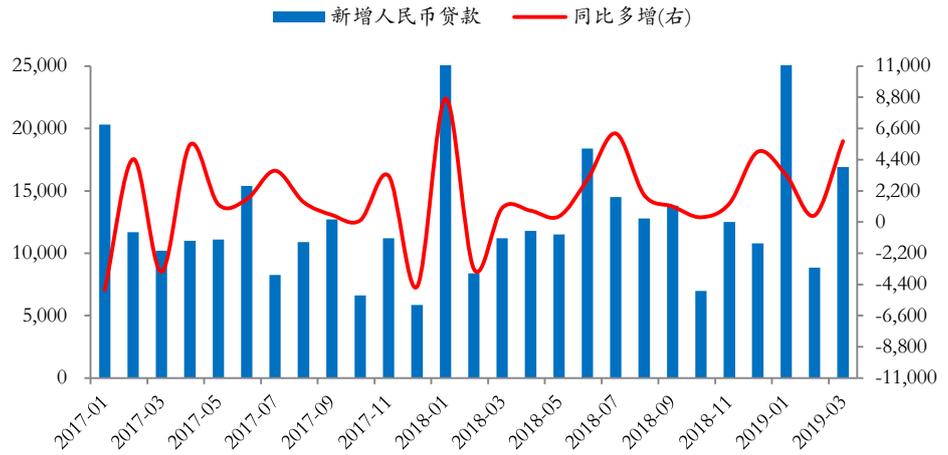
**短贷投放力度加大。**3月份新增人民币贷款1.69万亿，同比多增5700亿元，单月增量主要来自于居民短期贷款、企业短期贷款和票据融资，分别新增4294亿元、3101亿元、978亿元，是信贷超预期的主要贡献。从历史数据来看，一是有季节性因素影响，春节后新开工进度加快，3月份历来比2月份信贷投放增速加快；二是季末商业银行冲量影响。由于票据融资套利模式受监管影响，商业银行为满足监管要求，季末加大居民和企业短期贷款投放力度，其中居民和企业的中长期贷款并未显著增加。

**票据融资增速放缓。**分部门来看，节后企业开工进度加快，贷款需求旺盛，非金融企业贷款增加10659亿元，其中中长期贷款占全部贷款的比重达到61.67%，比重较上月继续回升3.77个百分点；受资本市场和房地产市场回暖，居民部门贷款新增8908亿元，其中短期贷款4294亿元，不排除个别信贷资金违规入市或成为地产加杠杆的工具。新增票据融资大幅放缓，仅为978亿元，随着票据套利模式受监管影响，票据融资可持续存疑，新增票据融资未来可能进一步下滑，更多转变为短期贷款。

**剔除季节性因素和春节效应后，金融对实体经济支持增强。**由于3月信贷数据存在季节性和春节效应，剔除季节性因素和春节因素后，综合一季度信贷投放情况来看，一季度人民币贷款增加5.8万亿元，同比多增9465亿元，从投放结构来看，一季度企业贷款增加4.48万亿元，同比多增9600亿元，其中，企业短期贷款增加较为显著，同比多增4513亿元，但中长期贷款也同比多增3400亿元，显示**金融对实体经济支持在增强**；一季度居民部门贷款增加1.81万亿元，同比多增600亿元，其中，短期贷款同比少增377亿元，中长期贷款同比增加900万亿元；票据融资增加7833亿元，同比多增8379亿元，但是低于2018年同期增量的10285亿元；非银新增贷款下降4879亿元。

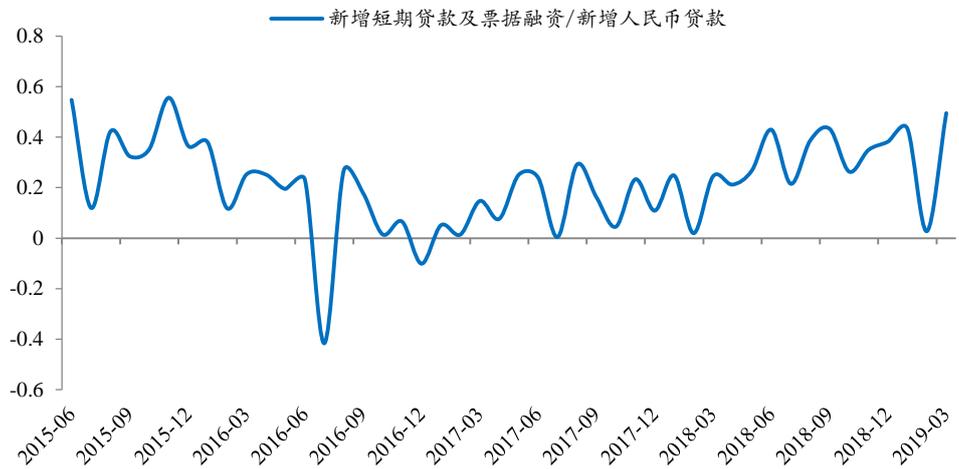
总体来看，**信贷投放偏好短期贷款，但金融对实体经济的支持也确实在增强。**无论是3月还是一季度信贷结构都表明，商业银行依靠短期信贷投放偏好明显，一方面来自于商业银行自身风险偏好有待提升；另一方面从企业角度预期未来融资成本还有进一步下降空间，短期偏好短贷和票据，等待融资成本进一步下降之后逐步增加中长期贷款比重。随着宽信用政策的稳步推进，商业银行加大了对中小微企业投放力度，短期表现为短期贷款上升，随着普惠金融持续发力，信贷投放将会逐步从依靠票据和短贷向中长期信贷投放转变，从而推动整个信贷结构改善，更好地满足实体经济融资需求。整体来看，传统信贷增量在2019年将会显著回升，信贷结构的改善将推动宽信用进程，有效填补非标融资萎缩产生的融资缺口，推动金融供给侧结构性改革，更好服务经济高质量发展。

图1： 3月份新增人民币贷款同比多增5700亿元



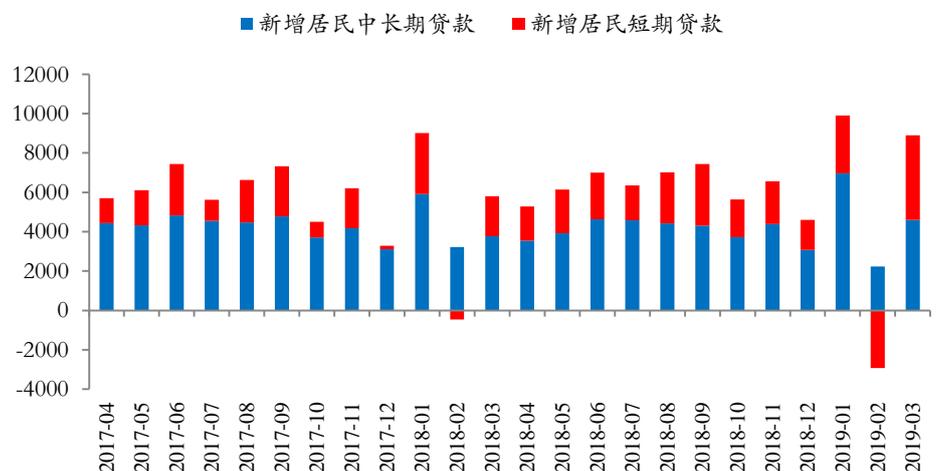
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 新增短期贷款与票据融资占比显著回升

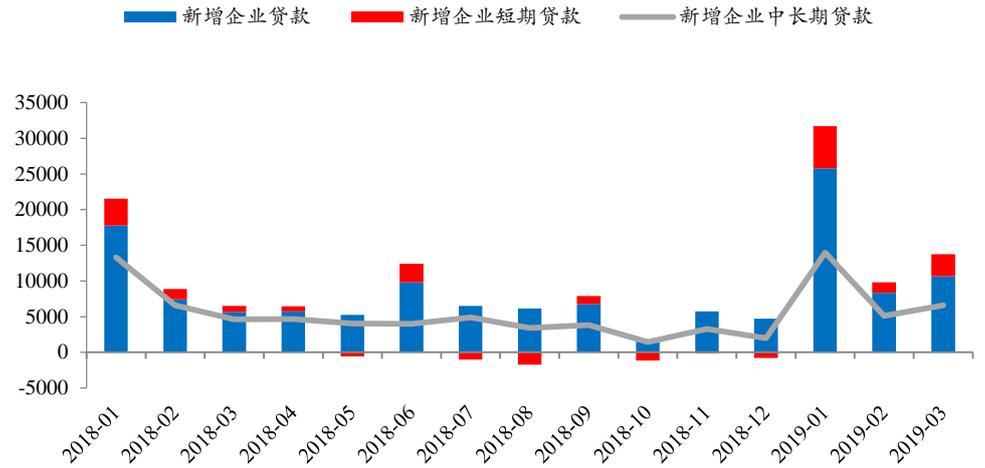


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 单月新增居民短贷规模创历史新高（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图4： 企业融资需求旺盛（亿元）**

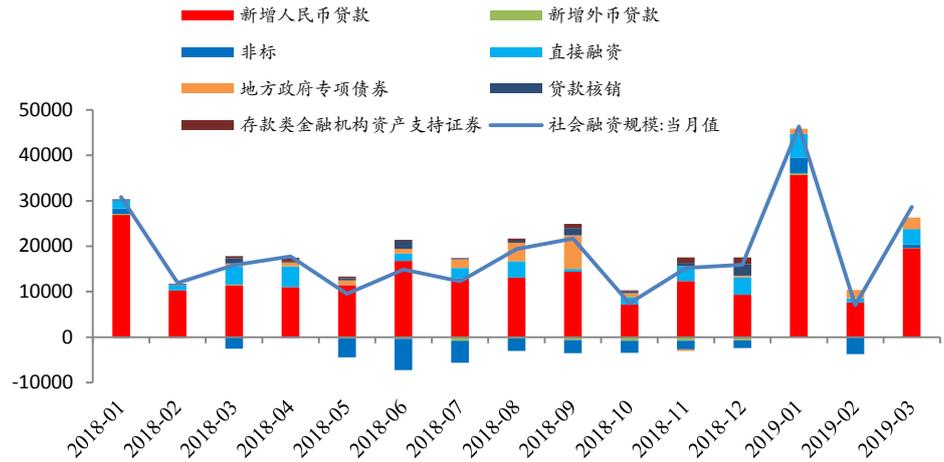
资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、 信贷、非标及地方债发行加速助推社融明显回升

**缘何3月份社融再创天量？**3月社融新增2.86万亿，同比增长1.28万亿，继1月份后再次创出天量，远远高于市场预期，社融增速大幅回升至10.7%，继续保持回升态势，一季度社融增量合计为8.18万亿元，比上年同期多2.34万亿元。从结构上来看，一是人民币信贷贡献最大，社融口径下的3月人民币新增贷款达到1.96万亿元，对天量社融贡献达到68%，是拉动社融增速回升的主要动力；二是非标融资得到改善，整体增加824亿元，对社融的贡献由负转正。其中，新增委托贷款继续下滑，信托贷款和银行承兑汇票显著回升；非标融资变化将成为未来社融增速回升新增亮点；三是地方债发行提前也是助推天量社融的主要原因。按照财政部整体部署，2019年地方债专项债发行提前加快进度，3月地方政府专项债发行规模达到2532亿元，一季度总计发行5391亿元，同比多增4622亿元。信贷回升、非标融资改善及地方债发行加速助推社融显著超于市场预期。

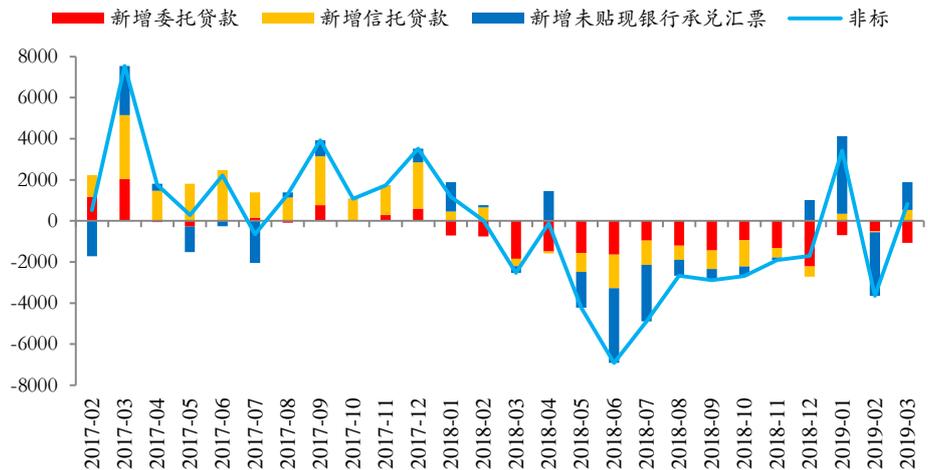
**天量社融可持续增长存疑。**商业银行加大信贷投放力度、票据融资回升、非标因监管放松融资有所改善和地方债发行前置等原因，导致一季度社融增量远远高于市场预期，那么二季度支撑社融保持较快增速的这些因素已经在逐步弱化。第一，银行早放贷早受益，一季度信贷投放往往比较大，二季度信贷投放可能季节性收缩（同比无法完全消除季节性）；第二，地方债的前置在上半年能够支撑社融增速，但随着下半年发行结束，地方债发行将会显著下降，将会重新拖累社融增长；第三，二季度非标到期规模较大，委托贷款等通道业务到期后无法续作，要么回归表内，要么到期偿还，对社融的贡献将会再次由正转负；第四，票据融资的可持续性不强，目前票据融资监管套利模式已经收到监管层的高度关注，未来票据融资规模将会进一步下降，会进一步转为短期信贷；第五，随着监管加强审核商业银行信贷违规进入资本市场和房地产市场，居民通过短期贷款进入资本市场和房地产市场难度增加，对社融的边际贡献下降。因此，整体来看，二季度社融保持天量的可持续存疑。

图5： 社融增量分解 (亿元)



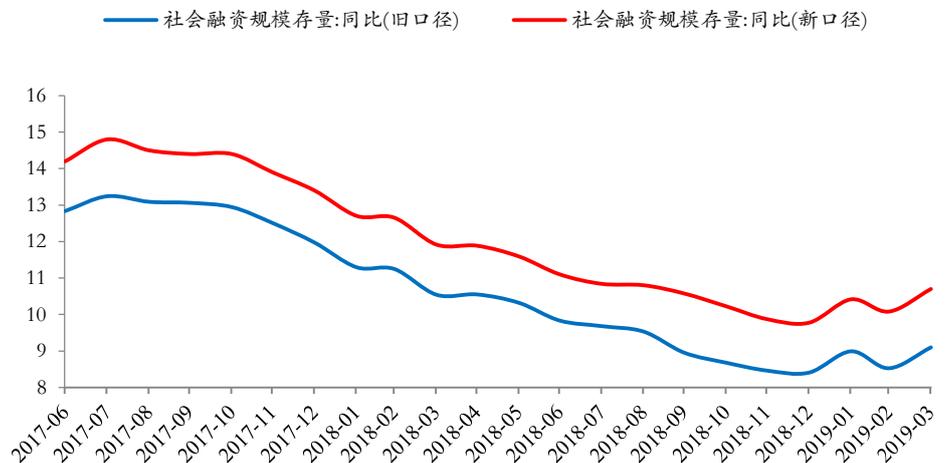
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 非标融资拆解 (亿元)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 社融存量同比增速回升 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

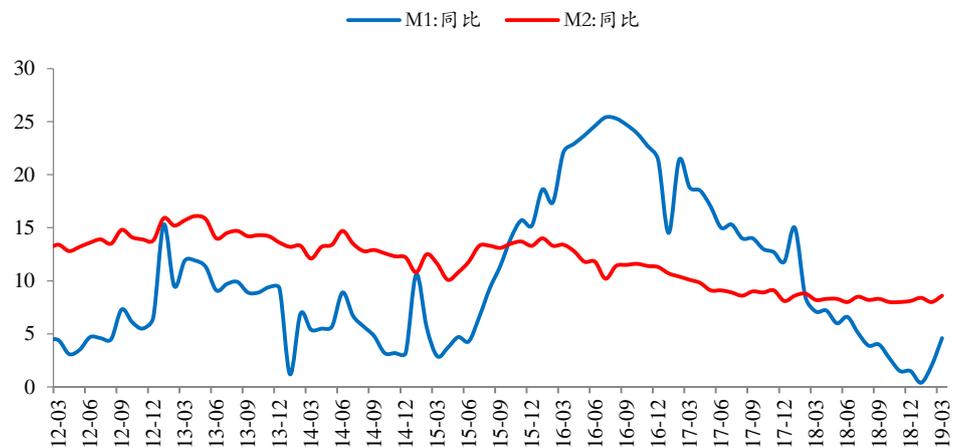
### 3、宽信用效果显现，M2 增速大幅上升

3 月末，M2 余额同比增长 8.6%，增速较上月回升 0.6 个百分点，高于 Wind 统计的市场预测均值 8.2%。从信用创造角度来看，影响 M2 同比增速的有信贷、金融机构口径外汇占款、银行自有资金债券和非标投资，以及财政存款变动等，3 月信用扩张效果逐渐显现，多项信用创造过程对 M2 增速上升有贡献。

3 月信贷同比多增 5700 亿元，拉升 M2 同比增速约 0.3 个百分点。财政存款减少 6928 亿元，同比多减 2126 亿元，拉升 M2 同比增速约 0.1 个百分点。财政存款超季节性同比多减可能受地方债发行及财政支出节奏影响。前 2 个月财政存款增加 3243 亿元，同比多增 8529 亿元，一个很重要的原因是前 2 月共发行约 7000 亿元，很多财政存款没有及时支出，3 月政府加快支出，财政存款超季节性减少，这和 3 月 PMI 超季节性上升相印证。另外，3 月地方债发行 6245 亿元，同比增加 4335 亿元，在政府支出节奏加快情况下，也会拉升 M2 同比增速。3 月社融口径非标增加 274 亿元，同比多增 1117 亿元，虽然不是所有的非标都会创造 M2，但这至少说明非标有所放松，整体会上会拉升 M2 同比增速。

相应地，从负债端看，企业存款和居民存款分别同比多增了 7560、3476 亿元，特别是，M1 同比增速回升至 4.6%，较上月增加 2.6 个百分点，这意味着企业生产经营更加活跃，也和信贷、社融、M2 增速改善相印证，宽信用效果已经很明显，当然 M1 增速上升也受房地产销售回暖影响。

图8： M2 同比增速大幅上升 (%)



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\\_13187](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13187)

