

# 比融资回暖更重要的，是新旧动能开始接力

## ——3月金融数据点评

宏观数据点评

2019年4月15日

### 报告摘要：

3月信贷和社融数据全线回暖，但比现象更重要的，是数据背后反映出的，中国经济新旧动能开始接力。

#### ● 数据表现：融资总量和结构全线回暖

**现象一：居民短期贷款和中长期贷款均创历年同期新高。**居民短期贷款增加近4300亿元，创有数据以来之最，同比多增近2300亿元，可能有部分违规流入股市和房市。居民中长期贷款（主要是房贷）增加约4600亿元，创历年同期新高，同比多增约800亿元，体现了楼市“小阳春”的影响。

**现象二：企业贷款分项全部改善。**企业短期贷款同比多增近2300亿元，指向政策激励下民企信贷融资出现改善；中长期贷款同比多增近2000亿元，指向基建融资持续发力；票据融资虽较上月收缩，但同比仍多增近1000亿元，仍构成信贷正贡献。

**现象三：社融结构也整体向好，表内融资高企、表外融资回暖、直接融资平稳。**表内本外币贷款同比多增约8000亿元；表外委托贷款、信托贷款、未贴现票据分别同比多增近800亿元、近900亿元和近1700亿元；直接融资中企业债券融资保持在近3300亿元的较高规模，总体平稳。社融存量增速较前值回升0.6个百分点至10.7%，创7个月新高。

#### ● 我们的判断：当前中国经济正处于新旧动能接力期

**短期经济增长仍依赖房地产和基建，内生动能正在准备接力。**制造业生产和需求存在不同步，生产已经发力，而需求还未跟上。3月出口大幅回升而进口降幅扩大，也显示内需尚未真正企稳。这些现象看似与信贷社融全面向好矛盾，其实反映的是中国经济正处于新旧动能接力期，短期内地产和基建仍是经济增长的主要驱动力，内生动能正在准备接力。

**私人部门广义信贷企稳，内生动能有望接力而上。**我们前期曾经指出，只有信贷、债券、表外三方面宽信用同时发力，私人部门广义信贷才能真正和尽快企稳。3月这三个方面已同时发力，私人部门广义信贷如期企稳，意味着经济内生力量已经获得较强融资支持，下半年内生动能接力地产和基建可期。

**增值税减税落地，为内生动能企稳保驾护航。**增值税减税，既对制造业构成明确利好，又有利于促进消费扩大内需，对内生动能企稳形成有力保障。我们测算，一万亿增值税减税将降低增值税加权实际税率0.78个百分点，实际生效为三个季度，预计可提高GDP增速0.27个百分点。

#### ● 未来展望：政策呵护仍有必要，下半年经济内生企稳

**二季度定向降准或TMLF重启仍可期待，下半年经济内生企稳。**为保障新旧动能平稳接力，进一步的政策呵护仍有必要。我们判断上半年经济看房地产和基建，下半年看制造业投资、民间投资和消费，二至三季度为新旧动能接力期，维持下半年经济内生企稳判断。

#### ● 风险提示：

政策推进不及预期，宽信用和经济企稳不及预期。

### 民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：[yangliu\\_yjs@mszq.com](mailto:yangliu_yjs@mszq.com)

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：[maojian@mszq.com](mailto:maojian@mszq.com)

**事件：**

4月12日，央行公布3月金融数据：

3月新增人民币贷款16900亿人民币，预期12500亿人民币，前值8858亿人民币。

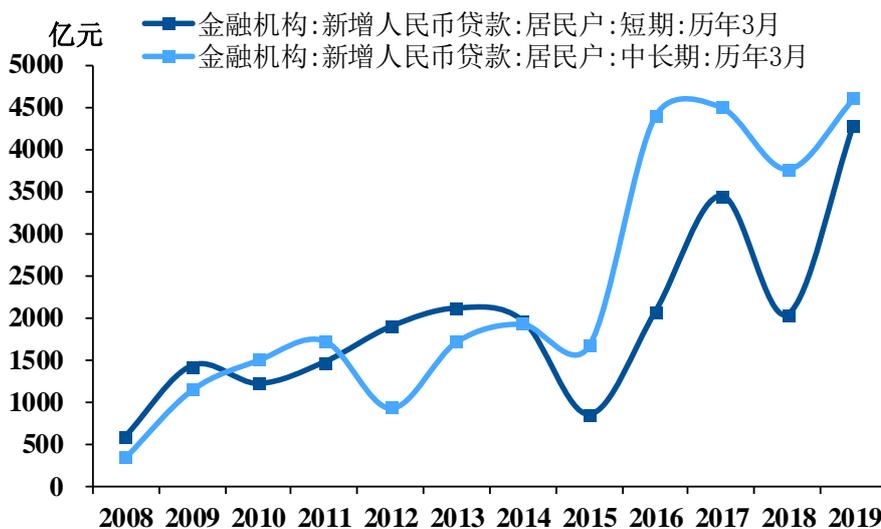
3月社会融资规模增量2.86万亿元人民币，预期18500亿元，前值7030亿元。

3月M2货币供应同比8.6%，预期8.2%，前值8%。

## 一、数据表现：融资总量和结构全线回暖

**现象一：居民短期贷款和中长期贷款均创历年同期新高。**3月人民币贷款1.69万亿元，大幅高于市场预期的1.25万亿元，同比多增近5800亿元。其中居民部门贷款同比多增近3200亿元。具体来看，居民短期贷款增加近4300亿元，创有数据以来之最，同比多增近2300亿元，可能有部分违规流入股市和房市，目前已有个别银行因此遭到处罚；居民中长期贷款（主要是房贷）增加约4600亿元，创历年同期新高（图1），同比多增约800亿元，体现了楼市“小阳春”的影响。我们此前微观调研显示，一、二线城市楼市回暖明显。

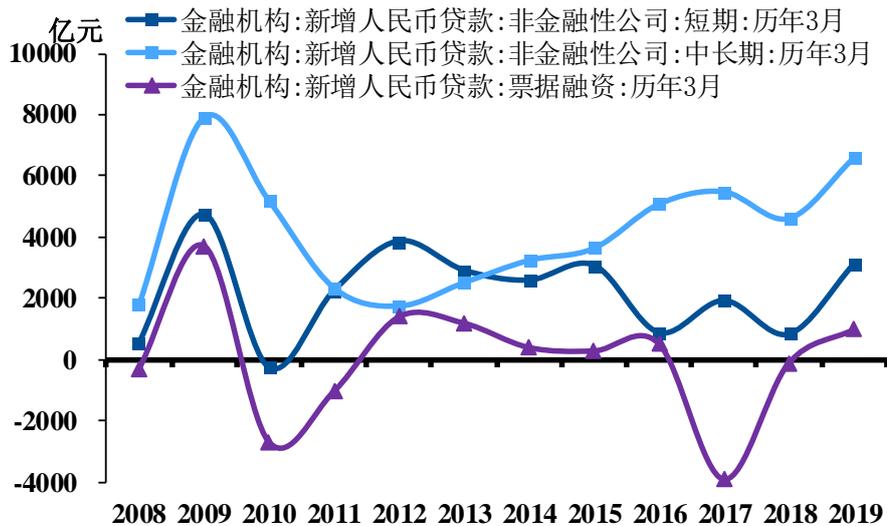
图1：居民短期贷款和中长期贷款均创历年同期新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

**现象二：企业贷款分项全部改善。**3月企业部门贷款同比多增约5000亿元，各分项都不同程度改善。具体来看，企业短期贷款增加约3100亿元，同比多增近2300亿元，考虑到民企贷款多为短期贷款，指向政策激励下民企信贷融资出现改善；企业中长期贷款增加近6600亿元，同比多增近2000亿元，或指向基建融资持续发力；票据融资较上月继续收缩至不到1000亿元，显示套利疑虑下，监管部门和商业银行对票据的态度仍然相对谨慎，但由于去年同期为小幅负增长，同比仍多增近1100亿元，仍构成信贷正贡献（图2）。

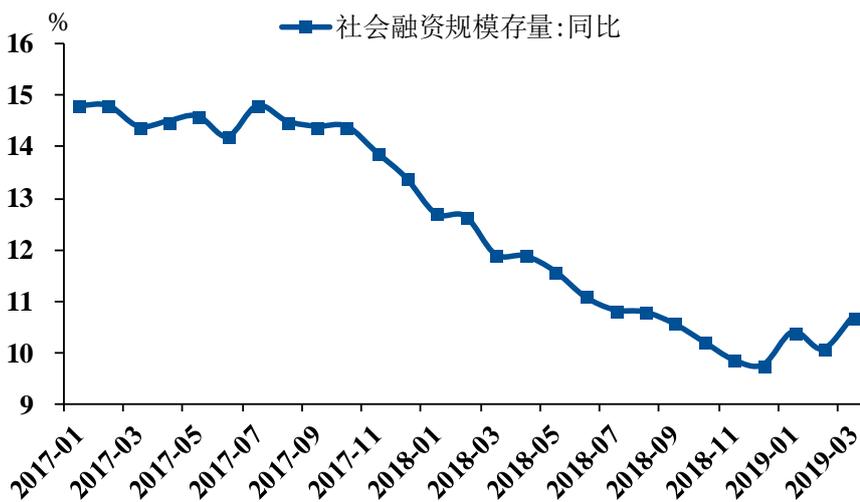
图 2：企业贷款分项全部改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

**现象三：社融结构也整体向好，表内融资高企、表外融资回暖、直接融资平稳。**3月社融增量为 2.86 万亿元，大幅高于市场预期的 1.85 万亿元，同比多增 1.28 万亿元。分结构来看，表内本外币贷款同比多增约 8000 亿元。表外融资中，新增委托贷款环比继续减少，但同比多增近 800 亿元；新增信托贷款环比明显回升，同比多增近 900 亿元；未贴现票据在上月大幅减少后出现修复性回升，同比多增近 1700 亿。直接融资中，企业债券融资保持在近 3300 亿元的较高规模，总体平稳。社融存量增速较前值回升 0.6 个百分点至 10.7%，创 7 个月新高(图 3)。

图 3：社融存量增速创 7 个月新高

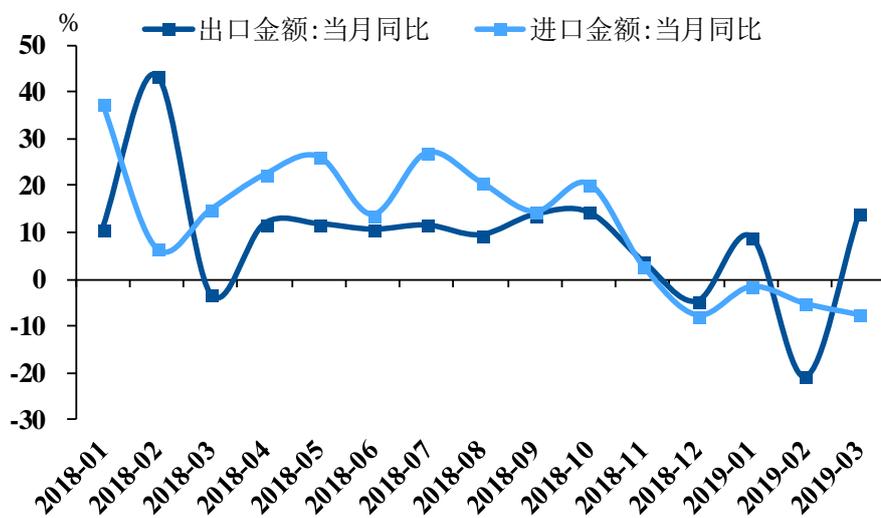


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、我们的判断：当前中国经济正处于新旧动能接力期

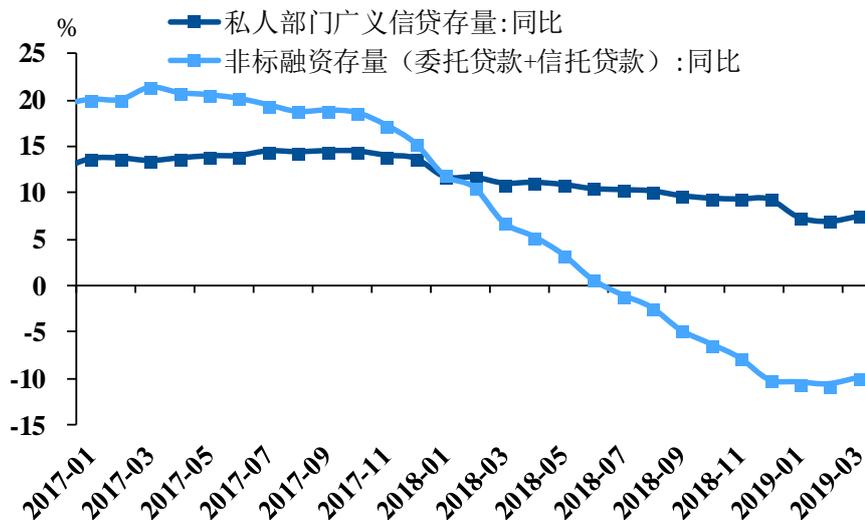
短期经济增长仍依赖房地产和基建，内生动能还未真正企稳。3月PMI点评中，我们已经指出，生产指数强劲而新订单指数一般，显示制造业生产和需求存在不同步，生产已经发力，而需求还未跟上。3月出口大幅回升而进口降幅扩大，也显示内需尚未到真正企稳的时候（图4）。前述3月信贷社融数据则显示，总体融资需求向好。这些现象看似矛盾，其实反映的是中国经济正处于新旧动能接力期，短期内地产和基建仍是经济增长的主要驱动力，制造业投资、民间投资、消费等内生动能正在准备接力。

图4：3月进口降幅扩大，内需尚未真正企稳



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：私人部门广义信贷企稳，经济内生动能有望接力而上

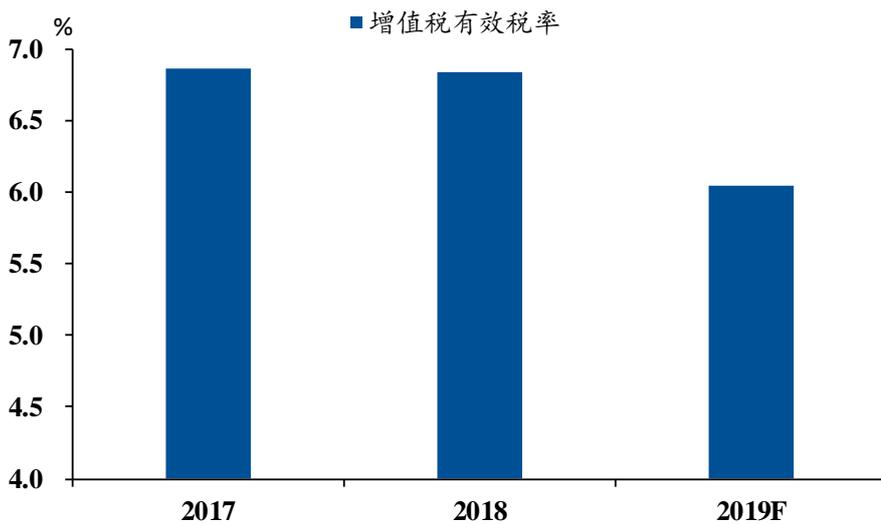


资料来源：Wind，民生证券研究院

**私人部门广义信贷企稳，内生动能有望接力而上。**我们在前期报告《论宽信用的“三板斧”》中，在社融中剔除股票融资和地方专项债，构建了“私人部门广义信贷”指标，作为衡量经济内生力量信用发力的指标。我们还指出，只有信贷、债券、表外三方面宽信用同时发力，私人部门广义信贷才能真正和尽快企稳。3月非标融资和私人部门广义信贷存量增速分别较前值回升了0.7个和0.5个百分点，我们的判断完全得到验证（图5）。私人部门广义信贷企稳，意味着经济内生力量已经获得较强融资支持，下半年内生动能接力地产和基建可期。

**增值税减税落地，为内生动能企稳保驾护航。**4月1日起，深化增值税改革的具体措施开始落地实施，据财政部披露，增值税改革减税降负规模超过一万亿元，占全年减税降费两万亿元的一半。增值税减税，既对制造业构成明确利好，又有利于促进消费扩大内需，对内生动能企稳形成有力保障。从严格的学术角度，减税对经济增长的促进作用是通过降低经济主体真正承担的实际税率来的。我们测算，一万亿增值税减税将降低增值税加权实际税率0.78个百分点（图6），实际生效为三个季度，预计可提高GDP增速0.27个百分点。

图6：2019年增值税减税可明显降低增值税有效税率



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、未来展望：政策呵护仍有必要，下半年经济内生企稳

**定向降准或TMLF重启仍可期待。**以房地产和基建为代表的传统动能，和以制造业投资、民间投资、消费等为代表的内生动能，能否平稳接力关系到中国经济是否能够真正企稳。尽管目前我们已看到曙光，但对这一关键过程仍不能掉以轻心。我们认为，为保障新旧动能平稳接力，进一步的政策呵护仍有必要，结合考虑MLF到期和税期因素，二季度定向降准或TMLF重启仍可期待。

**维持下半年经济内生企稳判断。**3月私人部门广义信贷始见企稳，考虑到信用企稳通常领先于经济企稳半年左右，新旧动能能否成功接力也需要一两个季度确认，我们认为目

前判断经济已经企稳是失之草率和不负责的。给定政策持续呵护的假设，我们判断上半年经济看房地产和基建，下半年看制造业投资、民间投资和消费，二至三季度为新旧动能接力期，我们维持下半年经济内生企稳判断。

## 风险提示：

政策推进不及预期，宽信用和经济企稳不及预期。

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\\_13203](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13203)

