

证券研究报告 / 宏观数据

## 社融大超市场预期，短期降准必要性下降 ——3月金融数据点评

报告摘要：

社融增量大幅回升，信贷、债券、表外融资齐回暖。3月社会融资规模增量为2.86万亿元，较去年同期多增12752亿元，需求回暖、实际融资成本下行叠加银行超储率高企，在各积极因素合力下社融增量大幅改善。从存量水平来看，3月社融存量同比增速跳升至10.6%，创去年8月份以来新高。

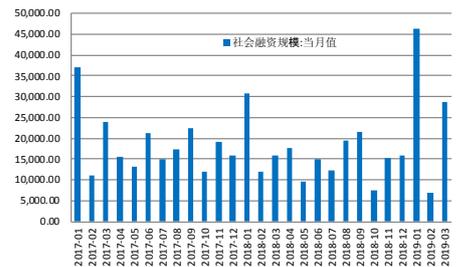
新增人民币贷款大幅放量。3月新增人民币贷款为1.69万亿元，较去年同期增加5700亿元，结构上看，企业部门增量仍以短期贷款与票据融资为主，而居民部门亦受益于短期贷款的明显放量。考虑到近两年贷款投放按6:5:5:3的比例逐季分配，若规律维持不变，则年内贷款增速将达13.5%，叠加企业债与专项债放量，即使表外融资维持去年的收紧力度，社融也将回升至11.5%以上，与名义GDP增速显著背离。预计后续贷款投放将逐渐收紧，全年呈较明显的“前高后低”形态。

3月M2、M1、M0均大幅回升。受财政存款投放、外储回升影响，3月M2同比增速录得8.6%并创去年2月以来新高，高于前值8.0%及去年同期的8.2%。M2同比增速回升是多因素作用的结果，包括银行加大表内信贷债券和其他投资等资金运用、需求回暖、财政性存款同比多减2125亿元及外储增加85.81亿美元。同时，M1同比录得4.6%，较前值大幅回升2.6个百分点，企业现金流状况显著回暖，一定程度上意味着融资环境的好转及企业盈利的边际改善。

总体上一季度新增贷款大超市场预期，叠加债券融资改善、表外融资实现净增长，使社融增速重返10.5%以上区间。尽管前2月受春节效应影响，部分经济数据表现疲弱，但积极信号在持续显现，投资稳增，消费企稳，3月PMI、外贸表现齐超预期，同时股市一路飘红，楼市春意渐显，均昭示一季度经济颇有韧性。

我们预计3月生产、消费同比将上升，一季度GDP增速有望在6.3%以上。考虑到目前银行超储率在1.8%附近，且市场信心回升、外储增长，短期降准必要性下降。

展望来看，年内经济企稳的态势已基本确立，市场分歧主要在于拐点。一季度经济有韧性，但未必已经企稳，我们预计经济仍将于年中探底，同时需要关注来自海外的风险。



### 相关报告

《大放水预期修正，但整体仍将宽松——2月金融数据点评》（20190310）

《金融现驻底态势，政策有望持续放松，经济的滞后企稳可期——1月金融数据点评》（20180216）

《社融增量小幅回升，M2弱势企稳，政策宽松仍可预期——12月金融数据点评》（20190117）

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S055018040001  
18917252281shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022  
13817489814youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010  
18010018933 caozl@nesc.cn

## 目录

1. 主要数据 .....	3
2. 社融增量超预期，信贷、债券、表外融资齐回暖 .....	3
3. 新增信贷超预期，结构上仍以短期贷款为主 .....	5
4. M2、M1、M0 显著回升 .....	5
5. 一季度经济显韧性，短期降准必要性下降 .....	6

图 1: 社融增量超预期 .....	3
图 2: 新增人民币贷款大增 .....	3
图 3: 新增社融各分项变动情况 .....	4
图 4: 专项债发行情况 .....	4
图 5: 企业债券融资情况 .....	4
图 6: 新增社融各分项季度变动情况 .....	4
图 7: 非金融企业部门新增信贷结构 .....	5
图 8: 居民部门新增信贷结构 .....	5
图 9: M2、M1、M0 同比纷纷回升 .....	6
图 10: 财政性存款与外汇储备 .....	6

## 1. 主要数据

3月新增人民币贷款 1.69 万亿人民币，预期 1.25 万亿人民币，前值 8858 亿人民币。

3月社会融资规模增量 2.86 万亿人民币，预期 1.85 万亿人民币，前值 7030 亿人民币。

3月 M2 货币供应同比 8.6%，预期 8.2%，前值 8%。

3月 M1 货币供应同比 4.6%，预期 3%，前值 2%。

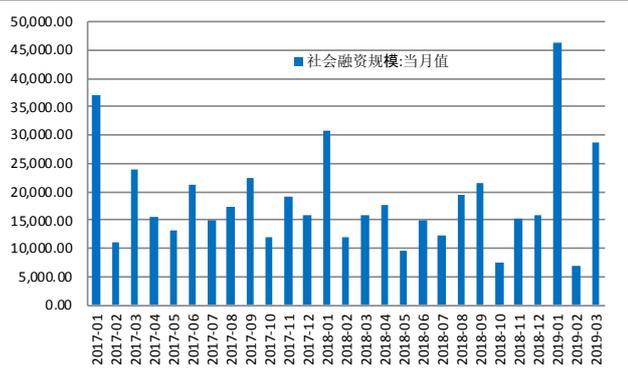
3月 M0 货币供应同比 3.1%，预期 3.5%，前值 -2.4%。

## 2. 社融增量大幅超预期，信贷、债券、表外融资齐回暖

社融增量大幅回升，信贷、债券、表外融资齐回暖。3月社会融资规模增量为 2.86 万亿元，较去年同期多增 12752 亿元，较 2 月回升 21570 亿元，需求回暖、实际融资成本下行叠加银行超储率高企，在各积极因素合力下社融增量大幅改善。从存量水平来看，3 月社融存量同比增速跳升至 10.6%，创去年 8 月份以来新高。

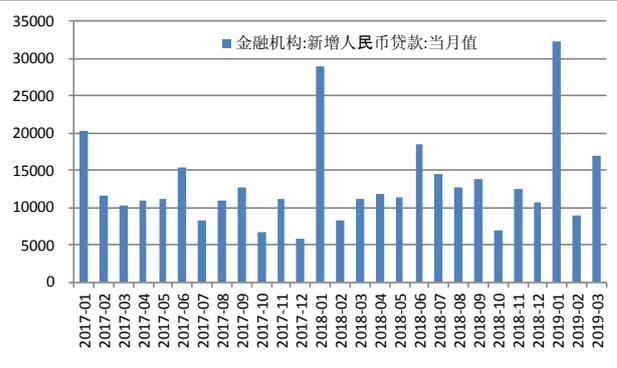
结构上看，新增表外融资 824 亿元，同比多增 3324 亿元。人民币贷款增加 1.96 万亿元，同比多增 8166 亿元。地方政府专项债券净融资 2532 亿元，按照前期政策安排，全年新增专项债额度为 2.15 万亿元，截至 1 季度末已发行完毕 5391 亿元，若 2 季度经济下行压力未见明显加大，则预计 2 季度专项债发行规模将与 1 季度持平。3 月企业债券融资录得 3276 亿元，政策对企业融资的支持效果继续显现。

图 1: 社融增量大幅超预期



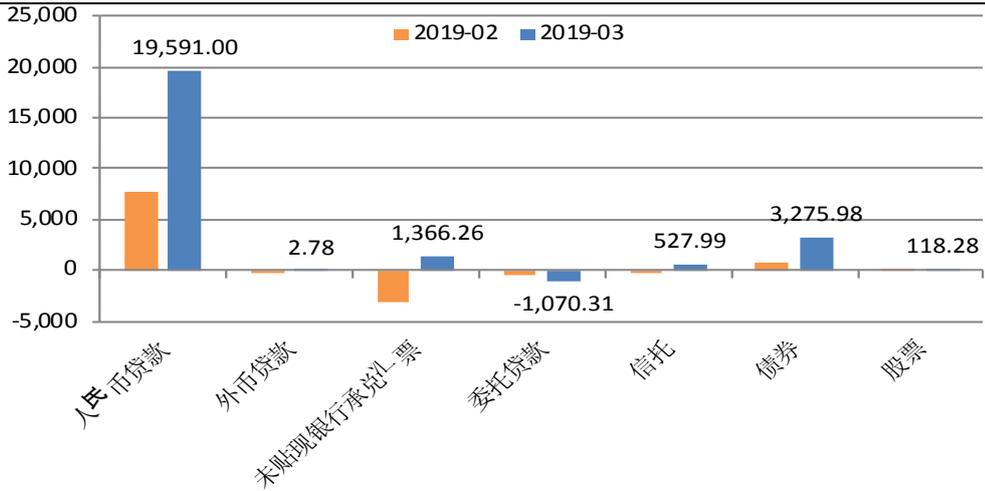
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 新增人民币贷款大增



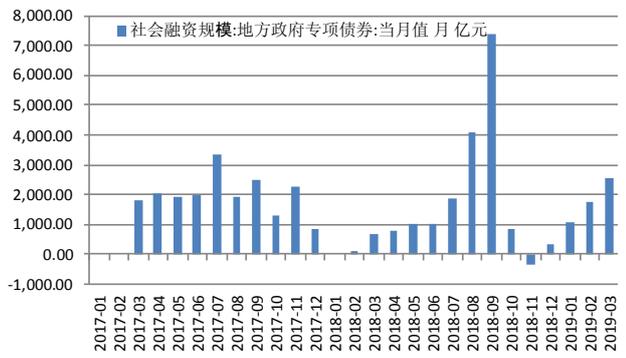
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 新增社融各分项变动情况



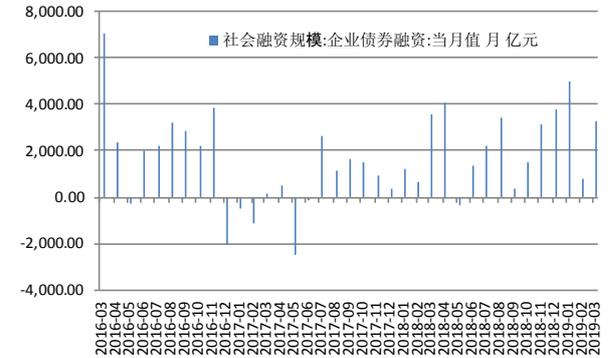
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 专项债发行情况



数据来源: 东北证券, Wind

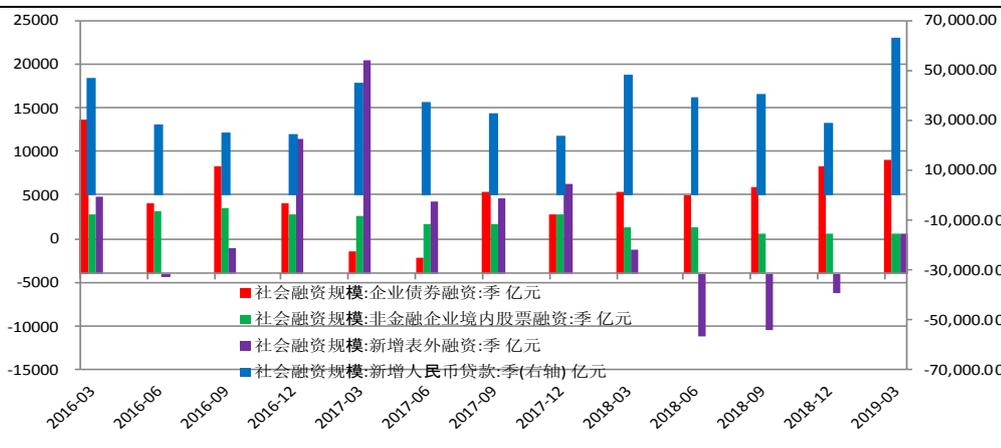
图 5: 企业债券融资情况



数据来源: 东北证券, Wind

一季度新增社融 8.20 万亿元, 创历史新高, 而其中最主要的贡献为信贷, 一季度新增人民币贷款 6.29 万亿元。另外, 在逆周期调控政策的发力下, 自去年二季度以来企业债券融资及表外融资逐季回升, 也对一季度社融形成支撑。

图 6: 新增社融各分项季度变动情况

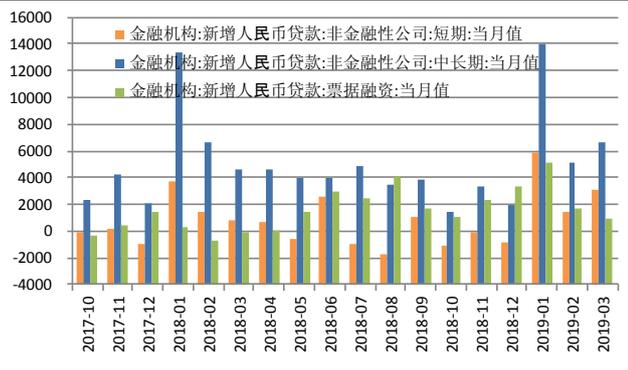


数据来源: 东北证券, Wind

### 3. 信贷大增，结构上仍以短期贷款为主

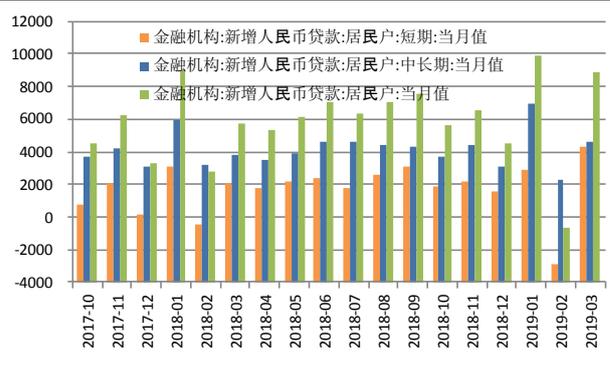
新增人民币贷款大幅放量。3月新增人民币贷款为1.69万亿元，较去年同期增加5700亿元，结构上看，企业部门增量仍以短期贷款与票据融资为主，而居民部门亦受益于短期贷款的明显放量。

图 7: 非金融企业部门新增信贷结构



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 居民部门新增信贷结构



数据来源：东北证券，Wind

分部门来看，3月非金融企业部门贷款同比多增5006亿元，中长期贷款同比多增1958亿元，企业贷款融资状况逐步改善，尽管如此，企业部门增量依然主要由票据融资和短期贷款构成，两者合计同比多增3369亿元；居民贷款同比多增3175亿元，增量主要来自于短期贷款，后者同比多增2262亿元。

一季度人民币贷款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。

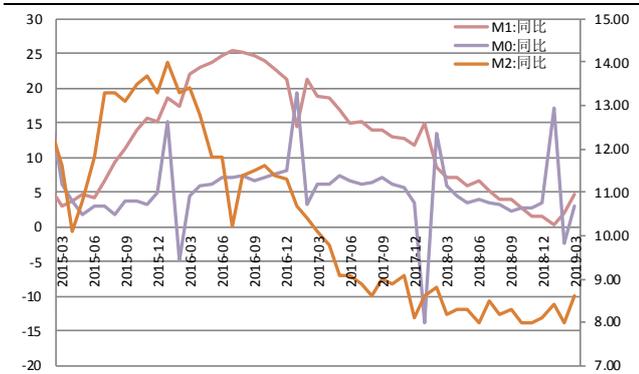
考虑到近两年贷款投放按6:5:5:3的比例逐季分配，若规律维持不变，则年内贷款增速将达13.5%，叠加企业债与专项债放量，即使表外融资维持去年的收紧力度，社融也将回升至11.5%以上，与名义GDP增速显著背离。因此，我们认为后续贷款投放将逐渐收紧，全年呈现出较明显的“前高后低”形态。

### 4. M2、M1、M0显著回升

3月M2、M1、M0均大幅回升。受财政存款投放、外储回升影响，3月M2同比增速录得8.6%并创去年2月以来新高，高于前值8.0%及去年同期的8.2%。M2同比增速回升是多因素作用的结果，包括银行加大表内信贷债券和其他投资等资金运用、需求回暖、财政性存款同比多减2125亿元及外储增加85.81亿美元。同时，M1同比录得4.6%，较前值大幅回升2.6个百分点，企业现金流状况显著回暖，一定程度上意味着融资环境的好转及企业盈利的边际改善。

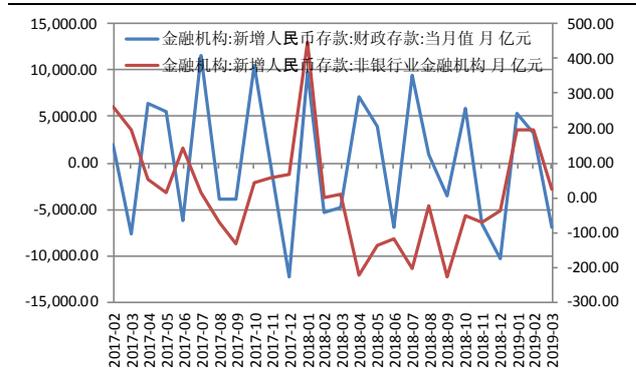
M0 同比录得 3.1%,前值为-2.4%。一季度净投放现金 1733 亿元。

图 9: M2、M1、M0 同比纷纷回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 财政性存款与外汇储备



数据来源: 东北证券, Wind

## 5. 一季度经济显韧性，短期降准必要性下降

总体上一季度新增贷款大超市场预期，叠加债券融资改善、表外融资实现净增长，使社融增速重返 10.5%以上区间。尽管前 2 月受春节效应影响，部分经济数据表现疲弱，但积极信号在持续显现，投资稳增，消费企稳，3 月 PMI、外贸表现齐超预期，同时股市一路飘红，楼市春意渐显，均昭示一季度经济颇有韧性。

我们预计 3 月生产、消费同比将上升，一季度 GDP 增速有望在 6.3%以上。考虑到目前银行超储率在 1.8%附近，且市场信心回升并带动外储增长，短期降准的必要性趋于下降。

展望来看，年内经济企稳的态势已基本确立，市场分歧主要在于拐点。尽管一季度经济有韧性，但未必已经企稳，我们预计经济仍将于年中探底，同时需要关注来自海外的风险。

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\\_13210](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13210)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn