2019 年 4 月 12 日

宏观经济

结构影响节奏

——2019 年 3 月金融数据点评

宏观简报

要点：

3 月新增人民币信贷 1.69 万亿，远超预期，3 月高增、2 月低增部分由于春节错位。但首季总体看，投放节奏仍快。信贷结构方面，企业部门仍是主力，居民部门较 2 月反弹，短期化现象明显。从趋势看，企业和居民中长期贷款增速温和企稳，票据和短贷增长较快，或表明银行虽信贷冲量但对实体仍存谨慎。非标社融止跌反弹，专项债加快，企业债净融资向好（城投是主力），3 月社融存量同比反弹至 10.7%。

货币政策难言转向,但未来货币宽松与信贷投放的节奏可能有变化。4 月来央行暂停公开市场操作，大额 MLF 将到期，叠加缴税大月，市场流动性面临一定压力。金融数据超预期或降低 4 月降准的必要性，而改为成本略高、期限略短操作的可能性加大。**鉴于信用大幅反弹主要源于票据和短贷的显著增长，不排除相关措施可能边际收紧，信用投放节奏可能会出现调整。**

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebscn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebscn.com

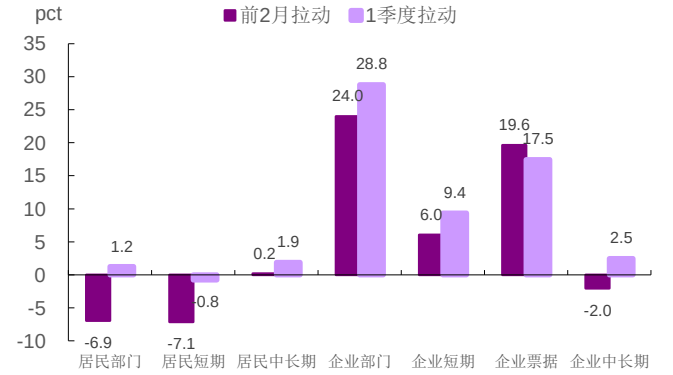
邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebscn.com

新增人民币信贷大超市场预期。2019 年 3 月新增人民币信贷 1.69 万亿（同比多增 5777 亿），远超市场预期（1.25 万亿）和我们的预期（1.3-1.4 万亿）。3 月末人民币贷款余额同比增速反弹至 13.7%（2 月 13.4%）。3 月高增、2 月低增（同比仅增 465 亿），部分由于春节错位。但 1 季度整体看，新增人民币信贷 5.8 万亿（同比多增 9526 亿），投放节奏仍较快（去年同期增幅为 6393 亿）。

信贷结构方面，企业部门仍是主力，居民部门较 2 月反弹，短期化现象明显。3 月新增贷款同比高达 20%，分项拉动看，企业贷款拉动从上月的 24pct 上升至 28.9pct，其中票据拉动虽较上月微降，但仍有 17.5pct 企业，短贷拉动上升至 9.4pct，企业中长期贷款拉动微升至 2.5pct；居民贷款拉动从-7pct 上升至 1.2pct，主要跟春节错位、现金使用多、信贷使用少有关，其中短贷拉动大幅反弹（-7.1pct 反弹至-0.8pct），居民中长贷拉动小幅反弹（从 0.2pct 反弹至 1.9pct）（图 1）。**从趋势看，企业和居民中长期贷款增速仅温和企稳，票据和短贷增长较快，或表明银行虽冲量，对实体信贷仍存谨慎。**

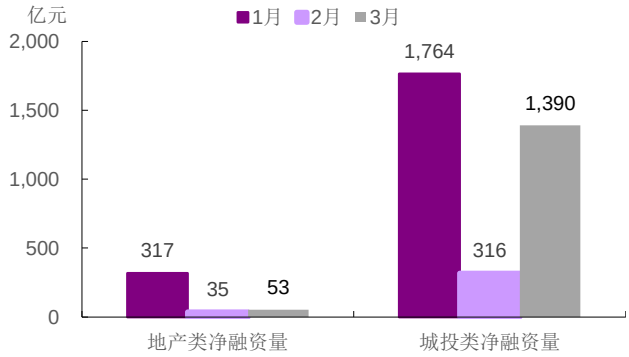
3 月新增社融大增至 2.86 万亿，社融存量同比大幅反弹至 10.7%（上月 10.1%）。其中非标社融止跌反弹至 823.9 亿，政府专项债净融资 2532 亿，企业债净融资 3276 亿，其中城投债券仍是主力，3 月净融资量为 1390 亿，但地产类公司净融资量较低（仅为 53 亿，4 月有所加快，上旬净融资 93 亿）（图 2）。

图 1：新增人民币信贷的增速拆分



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 2：今年以来城投和地产类公司债券净融资量



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

3 月货币增速亦企稳反弹。M2 增速反弹至 8.6%（前值 8.0%），M1 同比增速反弹至 4.6%（前值 2.0%），部分体现基数效应，同时信贷社融好转也带动了企业现金流改善。

往前看，2018 年影子银行规模显著收敛带来社融增速大幅下滑，今年对社融增速的拖累减弱，今年以来社融增速处于修复性行情。今年以来（截至 4 月 12 日）已有 5 家银行发行资本补充工具 1995 亿，提交发行计划合计 2200 亿，信贷回表对资本的压力有所减弱（我们预计银行今年发行约 1.2-1.5 万亿资本补充工具），**预计全年信贷增速不会显著低于去年人民币信贷增速（13.5%）。**

货币政策难言转向,但未来货币宽松与信贷投放的节奏可能有变化。4 月以来央行暂停公开市场操作，11 日 DR007 上行至 2.7%，一改上旬与政策利率倒挂情形。考虑到 4 月 17 日有 3665 亿 MLF 到期，叠加缴税大月，市场流动性面临一定压力。金融数据超预期或降低 4 月降准的必要性，而改为成本略高、期限略短的 OMO 和 MLF 续作等的可能性加大。**鉴于信用大幅反弹主要源于票据和短贷的显著增长，不排除相关措施可能边际收紧，信用投放节奏可能会出现调整。**

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_13213