

## 社融整体企稳，信用逐步修复

### 基本结论

- 结合前两个月社融数据整体来看，信用确实逐步修复。2月社融由于受到季节性因素、春节错位以及地方政府专项债提前发行的影响，社融数据存在一定扰动，但通过将前两个月社融数据结合起来看，社融存量同比10.2%高出12月0.4个百分点；而剔除地方政府专项债后，社融存量同比为9.43%依然高出12月份0.4个百分点，说明剔除季节性因素以及地方政府专项债的影响后，社融边际仍有所改善。从信贷结构上分析，剔除季节性因素影响后，前两个月信贷结构开始改善，新增短期贷款占比减少，中长期贷款占比上升。新增短期贷款占比由12月份38%下降至35%，其中企业短贷和票据较为温和，而居民短贷下滑是主要贡献新增中长期贷款占比由12月份47%上升至69%，其中企业中长期贷款上升是中长期贷款占比回升的主要因素。这说明企业风险偏好确实在政策的帮助下有所回升。前两个月非标融资收缩力度进一步放缓，未来将继续缓慢收缩。从2019年前两个月金融数据来看，非标融资收缩力度开始有所放缓，央行官员也公开发表讲话表示影子银行也是金融市场的重要组成部分。未来看，政府对于非标融资的态度大概率还是窗口指导和口径放松，不会正式修改已经出台的一系列法规，非标融资有可能以一个缓慢的降速逐步收缩。此外，今年地方政府专项债扩容提速以及直接融资改善都将对社融形成明显支撑。今年地方政府专项债预计发行2.15万亿（去年为1.79万亿），高出去年20%，今年将进一步提升。央行“三支箭”全力支持民企融资有助于推升市场风险偏好。民企信用利差是社融的领先指标，领先社融半年左右。目前，民企信用利差持续收窄，但受到地方政府专项债扩容支撑，预计社融存量同比增速短期小幅下探后企稳回升。
- 中观层面，高频数据显示，3月需求进一步走弱。从需求来看，3月固定资产投资需求有所下滑，其中基建和制造业需求下滑，房地产投资需求依然偏低。3月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅扩大，100大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比跌幅收窄。乘联会数据显示，3月第二周汽车零售同比跌幅扩大，对消费的拖累作用加大。从供给来看，3月以来高炉开工率同比涨幅收窄，六大发电集团日均煤耗同比由跌转涨。从价格角度来看，3月以来原油、钢铁、有色价格均值上涨，水泥价格均值下跌，预计3月PPI环比为正，PPI同比小幅回升；3月以来猪肉价格均值均上升，蔬菜和水果价格均值下降，季节性因素带动下CPI环比为负，但基数下降，CPI当月同比或重回2%以上。
- 金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下降，人民币兑美元升值，全球股市分化，国内工业品价格分化。货币市场方面，上周央行净投放资金900亿，其中7天逆回购1100亿元，7天逆回购到期200亿元。资金价格下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率下降，期限利差、信用利差分化。外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数微涨，即期市场交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格上涨，原油价格下跌，国内工业品价格分化。
- 风险提示：1.名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2.金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3.内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

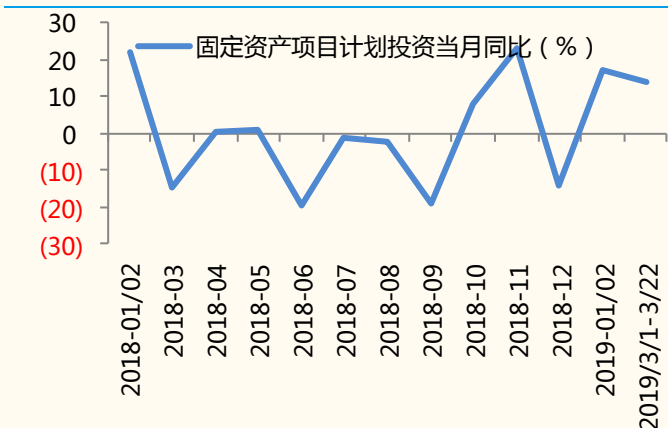
段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人  
linling1@gjzq.com.cn

## 一、中观市场方面，3月需求进一步走弱

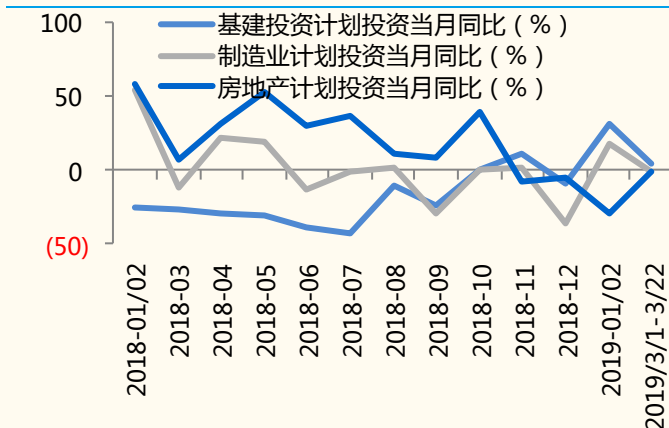
- 3月前三周固定资产投资需求有所下滑，其中基建投资需求同比涨幅收窄，制造业和房地产投资需求较差。3月前三周固定资产项目计划投资金额同比为14.1%，比1-2月低2.9个百分点，表明固定资产投资需求有所下滑。内部结构上看，基建投资、制造业投资需求有所下滑，房地产投资需求依然偏弱。具体数据来看，3月基建计划投资金额同比为4.1%，同比增速下滑；3月制造业计划投资金额同比为-0.8%，同比增速下滑；3月房地产计划投资金额同比为-0.6%，同比增速跌幅收窄。

图表 1：3月固定资产投资需求有所下滑



来源：全国投资项目在线审批监管平台，国金证券研究所

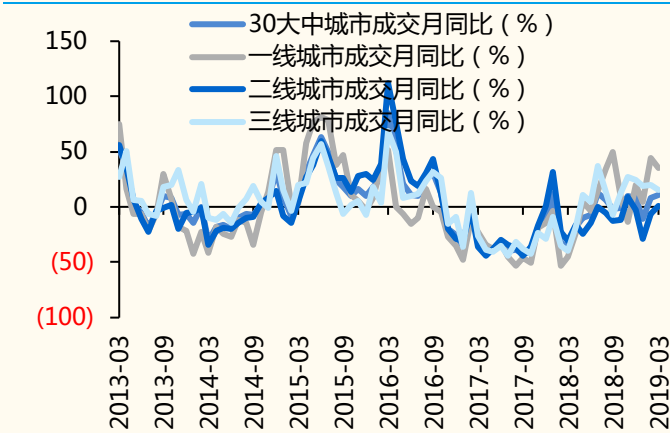
图表 2：3月基建投资需求下滑



来源：全国投资项目在线审批监管平台，国金证券研究所

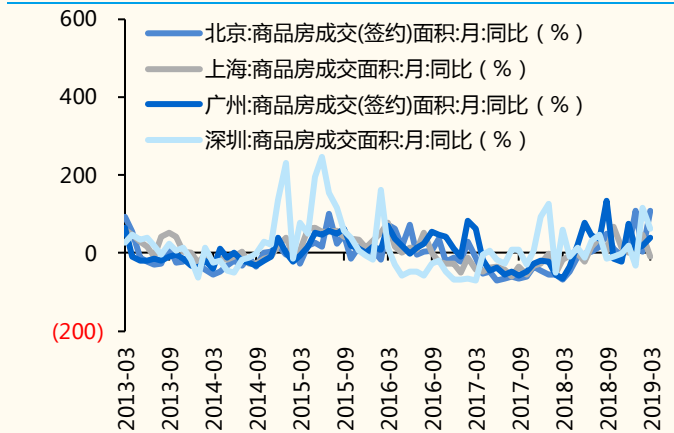
- 3月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅扩大。内部结构上，一线城市同比涨幅收窄，二线城市同比由负转正，三线城市同比涨幅收窄。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为11.2%（前值8.3%）。一线城市同比35.5%（前值44.6%）、二线城市同比0.8%（前值-6.1%），三线城市同比15.4%（前值19.5%）。北京房地产销售涨幅大幅扩大，上海房地产销售由涨转跌，广州房地产销售保持增长，深圳房地产销售涨幅大幅收窄。
- 3月以来土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比跌幅均收窄。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-28.9%（前值-19.7%），土地成交总价同比为-20.0%（前值为-30.4%）。
- 截止3月第二周汽车零售跌幅扩大。3月1-15日，乘联会车市零售同比较2月跌幅大幅扩大（-21.0%，前值-17.0%），批发同比跌幅扩大（-25.0%，前值-17.0%）。3月汽车零售跌幅扩大，其对消费的拖累作用加深。前一周，电影票房收入、观影人次下降，电影放映场次上升。

图表 3：3 月以来商品房日均销售面积同比涨幅扩大



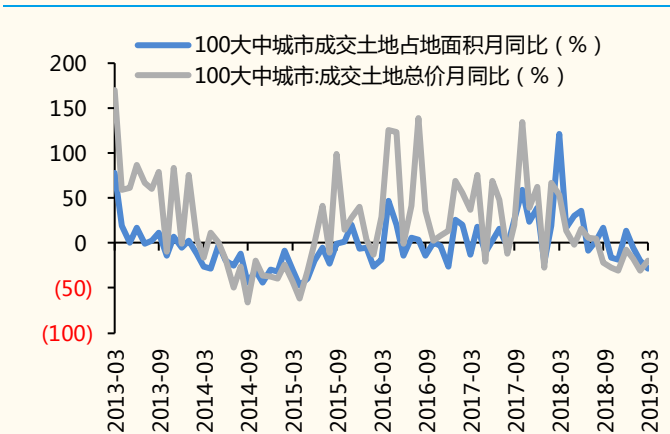
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 4：3 月以来上海地产销售表现较差



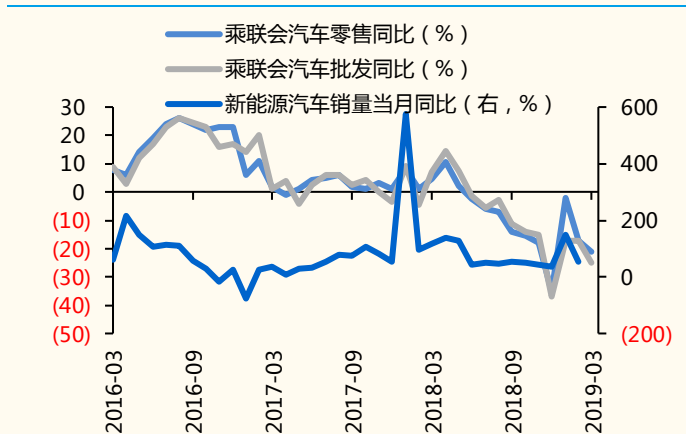
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 5：3 月以来土地成交总价同比跌幅收窄



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

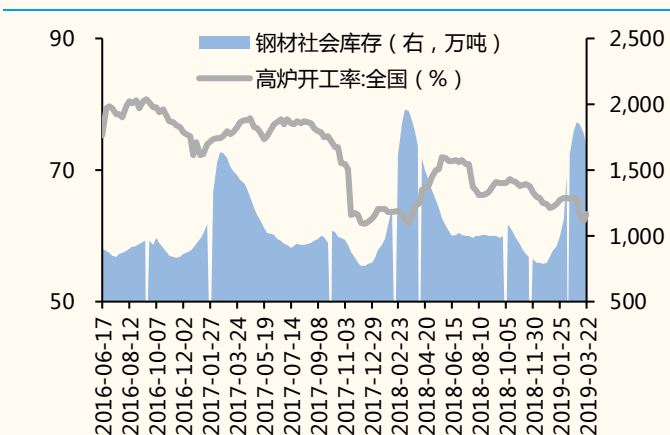
图表 6：3 月第二周汽车零售同比跌幅扩大



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

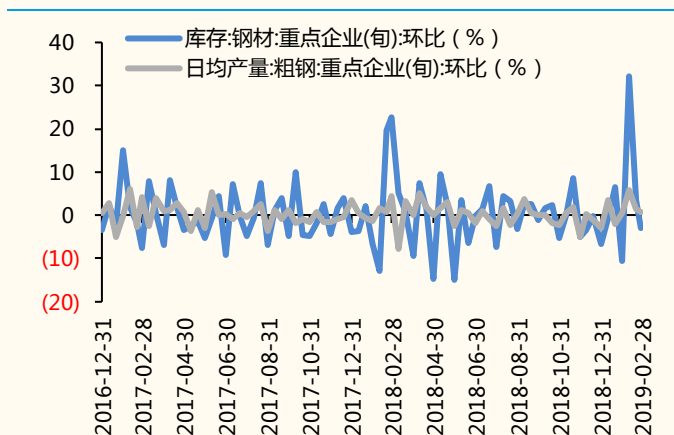
- 上周高炉开工率上升，钢铁社会库存下降。具体来看，上周高炉开工率上升为 63.4%。上周钢铁库存下降至 1681.3 万吨。
- 3 月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比由跌转涨。具体来看，上周六大发电集团日均煤上升 4.8%，至 65.7 万吨。3 月以来六大发电集团日均耗煤同比由跌转涨 (3.2%，前值-14.9%)。

图表 7：上周高炉开工率上升，钢铁社会库存下降



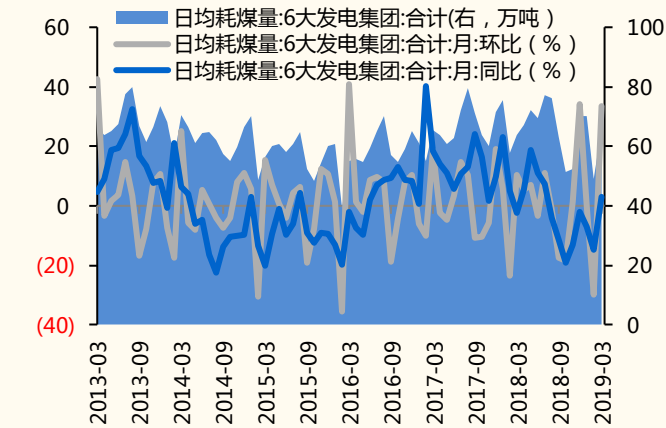
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 8：2 月下旬重点钢铁企业生产上升，库存下降



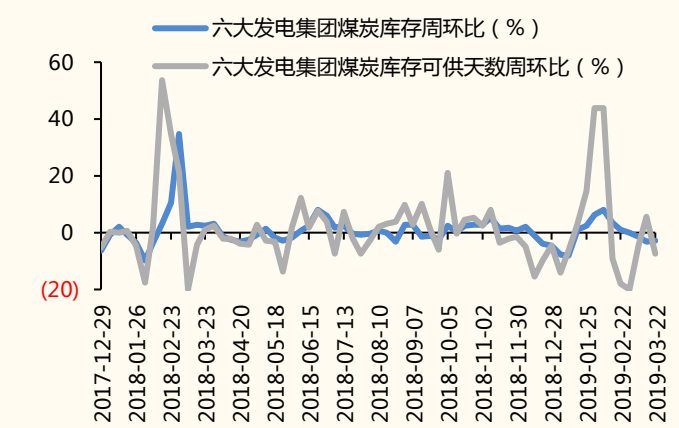
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 9：3 月以来发电集团日均煤耗同比由跌转涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

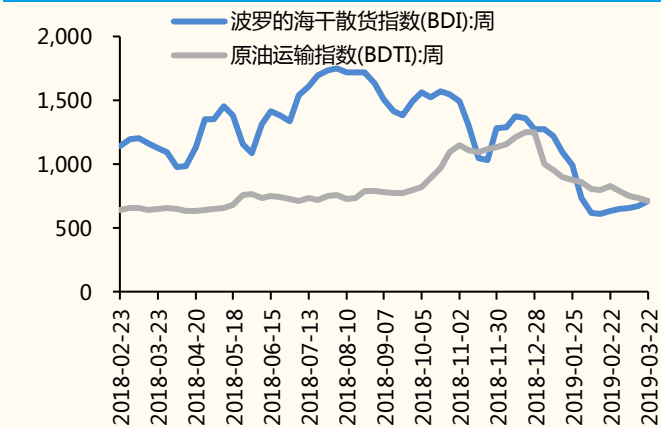
图表 10：上周发电集团煤炭库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

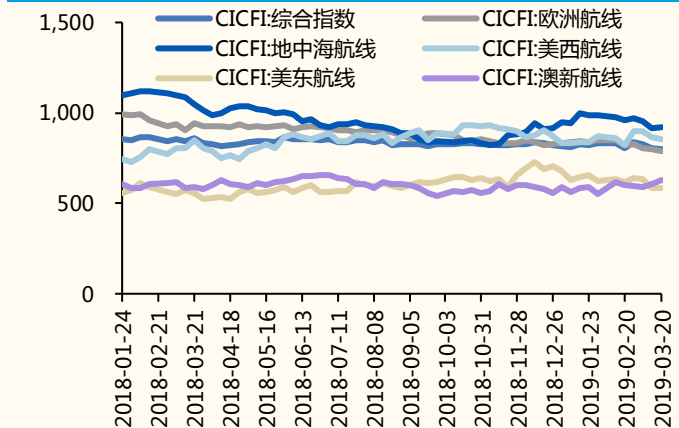
- 上周 BDI 上升，BDTI 下降；上周 CICFI 下降，CCFI 下降。
- 上周铁矿石日均疏港量上升 17.7%，至 292.8 万吨，港口库存上升。上周焦炭港口库存下降 2.1%，焦炭企业库存上升 22.6%。

图表 11：上周 BDI 上升，BDTI 下降



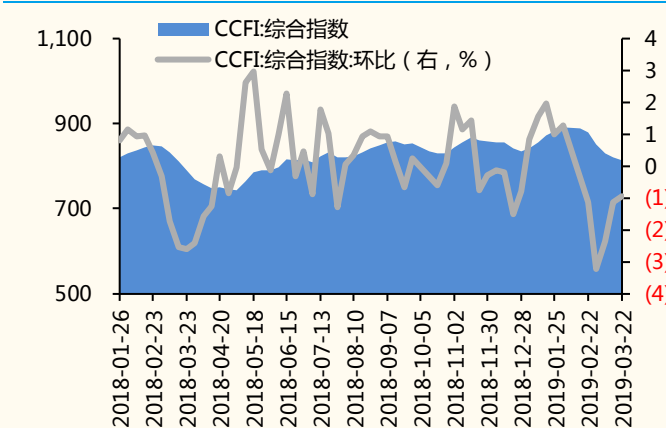
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周 CICFI 下降



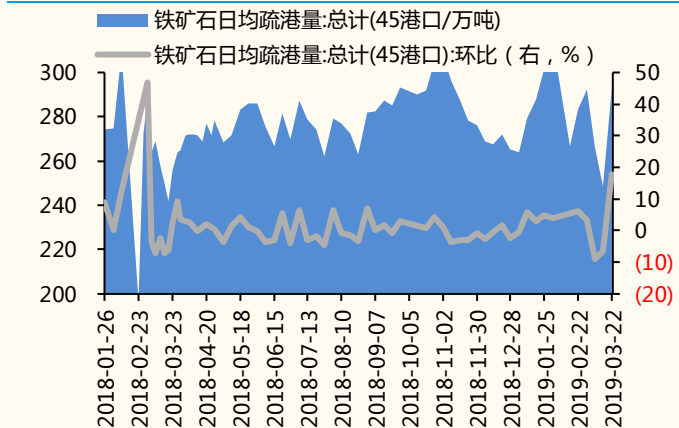
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周 CCFI 下降



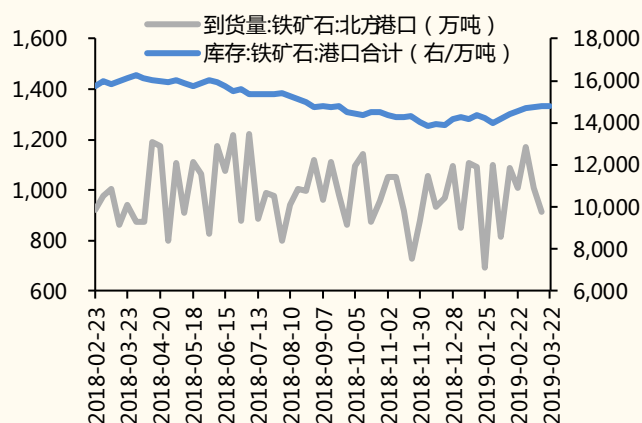
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 14：上周铁矿石日均疏港量上升



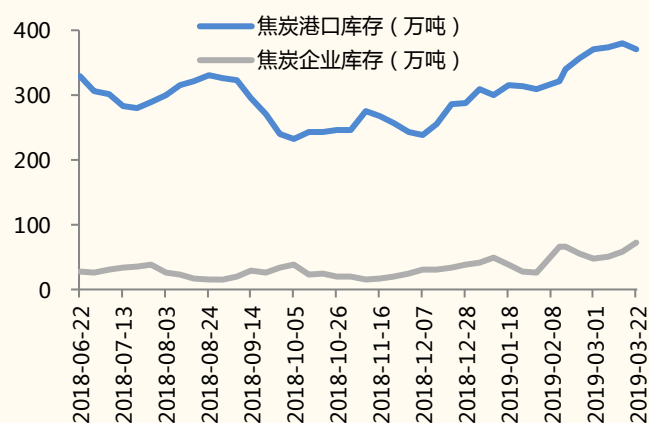
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 15: 上周铁矿石港口库存上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

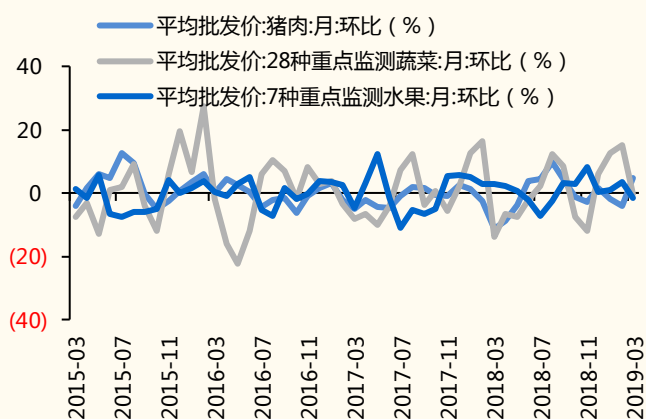
图表 16: 上周焦炭企业库存上升, 港口库存下降



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

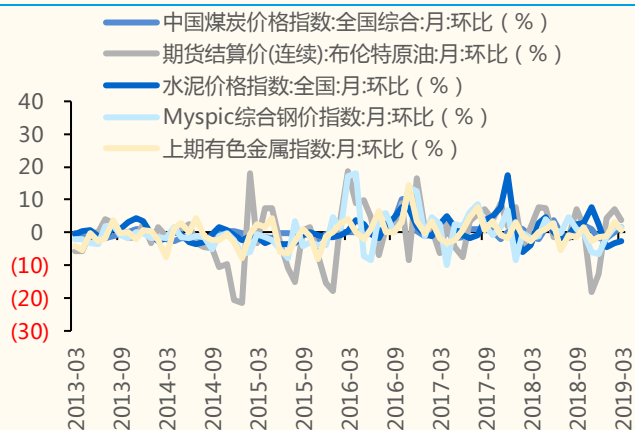
- 3 月以来农产品价格涨跌互现, 工业品价格涨跌互现。农产品方面, 3 月以来猪肉价格均值上升 (5.0%, 前值-4.1%), 蔬菜价格均值下降 (-0.3%, 前值 15.2%), 鲜果价格均值下降 (-1.4%, 前值 3.6%); 工业品方面, 煤炭价格均值上升 (1.5%, 前值 0.2%), 原油价格均值继续上升 (3.6%, 前值 7.0%), 水泥价格均值继续下降 (-2.7%, 前值-3.3%), 钢铁价格均值上升 (1.6%, 前值 1.6%), 有色价格均值上升 (0.8%, 前值 3.1%)。

图表 17: 3 月以来蔬菜鲜果价格均值环比下降



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 18: 3 月以来水泥价格均值环比下降



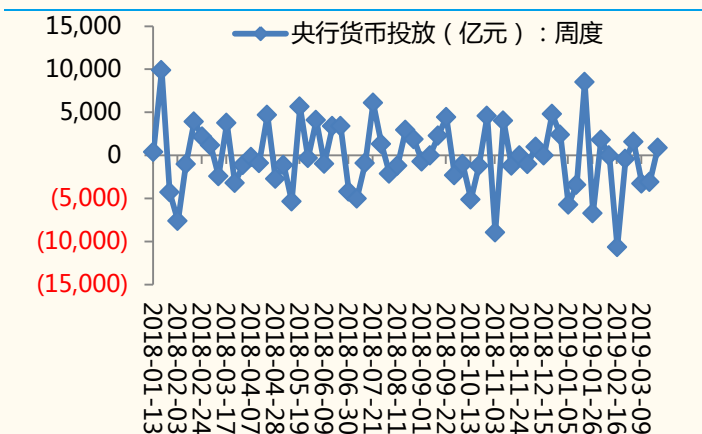
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所



二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下降，人民币兑美元升值，全球股市分化，国内工业品价格分化。

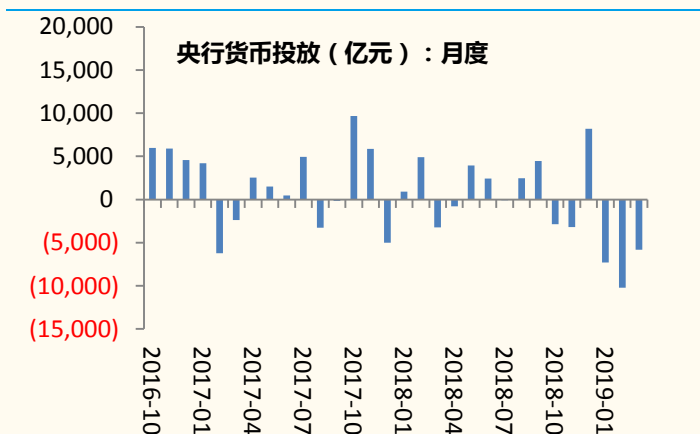
- 货币市场方面，上周央行净投放资金 900 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。从资金投放量来看，上周央行净投放资金 900 亿，其中 7 天逆回购 1100 亿元，7 天逆回购到期 200 亿元。资金价格下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下降 8bp，R007 下降 14bp；DR001 下降 4bp，DR007 下降 11bp。R001-DR001 下降 4bp，R007-DR007 下降 4bp，说明银行融出资金意愿有所上升，非银行金融机构融资成本下降。
- 债券市场方面，到期收益率下降，期限利差、信用利差分化。具体来看，1Y 国债到期收益率持平前置，1Y 国开债到期收益率下降 1bp；10Y 国债到期收益率下降 3bp，10Y 国开债到期收益率持平前置；1YAAA 企业债到期收益率下行 2bp、1YAA 企业债到期收益率下行 5bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 1bp、10YAA 到期收益率下行 1bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数微涨，即期市场量上升。上周，在岸人民币兑美元汇率升值。美元指数微涨，美元兑日元贬值，兑欧元、英镑升值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格上涨，原油价格下跌，国内工业品价格分化。国内股市方面，上证综指上涨 2.7%；创业板指上涨 1.9%。国外股市方面，道琼斯工业指数下跌 1.3%，纳斯达克指数下跌 0.6%，德国 DAX 下跌 2.8%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 0.1%，铁矿石价格下跌 1.8%，焦炭价格上涨 0.3%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 1.3%；ICE 布油价格下跌 0.2%，LME 铜下跌 1.7%。

图表 19：上周央行净投放资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 20：3 月以来央行净回笼资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 21: 03/18-03/22 周国内货币市场利率变化情况

| 指标                        | 周末值 (%) | 周变动 (bp) | 月变动 (bp) | 年变动 (bp) |
|---------------------------|---------|----------|----------|----------|
| 银行间质押式回购加权利率 : 1天(R001)   | 2.67    | (8)      | 4        | 15       |
| 银行间质押式回购加权利率 : 7天(R007)   | 2.78    | (14)     | (1)      | (36)     |
| 存款类机构质押式回购加权利率 :1天(DR001) | 2.62    | (4)      | 5        | 14       |
| 存款类机构质押式回购加权利率 :7天(DR007) | 2.66    | (11)     | 1        | (38)     |
| R001-DR001(bp)            | 5       | (4)      | (1)      | 0        |
| R007-DR007 (bp)           | 12      | (4)      | (2)      | 3        |
| SHIBOR:隔夜                 | 2.62    | (3)      | 4        | 7        |
| SHIBOR:1周                 | 2.66    | (6)      | 1        | (24)     |
| 7日年化收益率:余额宝               | 2.40    | (1)      | (5)      | (22)     |
| 理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月    | 4.26    | (5)      | (5)      | (13)     |
| 票据直贴利率:6个月:长三角            | 3.54    | 0        | 6        | (19)     |
| 温州指数:温州地区民间融资综合利率         | 16.11   | (3)      | 25       | 96       |

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 22: 03/18-03/22 周国内债券市场收益率变化情况

| 指标                  | 周最高值(%) | 周最低值(%) | 周末值(%) | 周变动(bp) | 月变动 (bp) | 年变动 (bp) |
|---------------------|---------|---------|--------|---------|----------|----------|
| 债券到期收益率             |         |         |        |         |          |          |
| 中债国债到期收益率:1年        | 2.48    | 2.45    | 2.47   | 0       | 6        | (13)     |
| 中债国债到期收益率:10年       | 3.15    | 3.11    | 3.11   | (3)     | (7)      | (12)     |
| 中债国开债到期收益率:1年       | 2.62    | 2.60    | 2.60   | (1)     | 7        | (15)     |
| 中债国开债到期收益率:10年      | 3.65    | 3.62    | 3.62   | (0)     | (6)      | (2)      |
| 中债企业债到期收益率(AAA):1年  | 3.28    | 3.24    | 3.24   | (2)     | 10       | (34)     |
| 中债企业债到期收益率(AAA):10年 | 4.44    | 4.41    | 4.43   | (1)     | 8        | 10       |
| 中债企业债到期收益率(AA):1年   | 3.57    | 3.53    | 3.53   | (5)     | 3        | (59)     |
| 中债企业债到期收益率(AA):10年  | 5.57    | 5.54    | 5.56   | (1)     | 8        | 14       |
| 期限利差(10Y-1Y, bp)    |         |         |        |         |          |          |
| 中债国债期限利差            | 68      | 64      | 64     | (3)     | (13)     | 2        |
| 中债国开债期限利差           | 104     | 100     | 102    | 1       | (13)     | 13       |
| 中债企业债期限利差(AAA)      | 118     | 113     | 118    | 1       | (2)      | 44       |
| 中债企业债期限利差率(AA)      | 202     | 197     | 202    | 4       | 5        | 73       |
| 信用利差(企业债-国债, bp)    |         |         |        |         |          |          |
| 中债企业债信用利差(AAA):1年   | 82      | 78      | 78     | (2)     | 4        | (21)     |

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\\_13541](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13541)

