

3 月数据或为恢复性反弹 4 月存在回落可能

(一) 社融、M2 大幅回升 新增信贷创历史新高

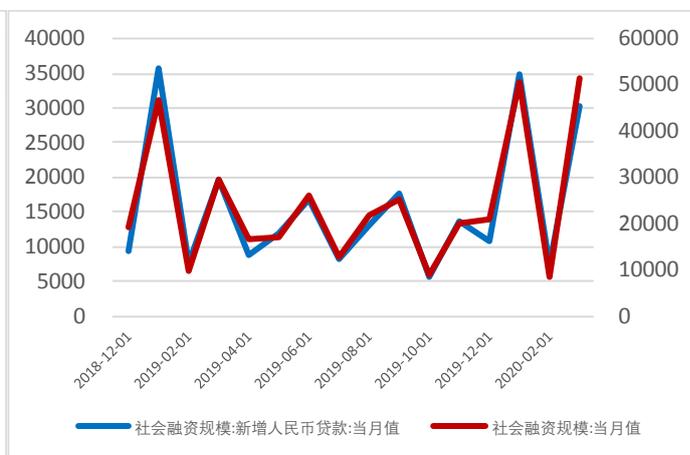
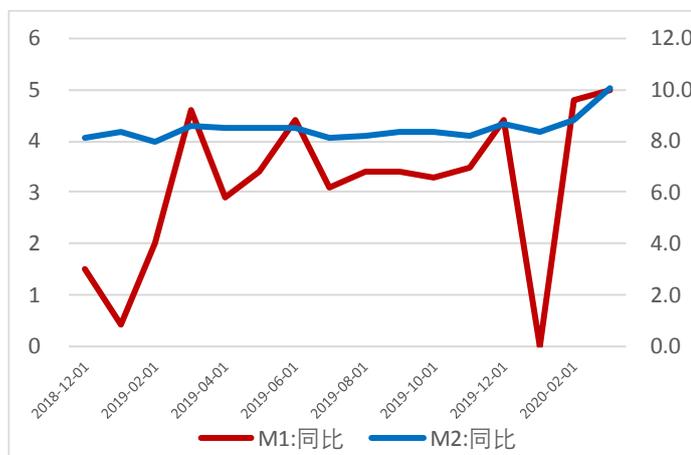
3 月，M2 同比增长 10.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1.3 个百分点和 1.5 个百分点；M1 为 5%，M1 和 M2 的倒挂幅度急剧缩小到-5.1%；社会融资规模同比增长 11.5%，增速比上年末和上年同期分别高 0.8 个百分点和 0.3 个百分点。人民币贷款、外币贷款、表外业务和直接融资与政府债券共同推动了社融规模的回升。除了非银金融存款外的各项存款的回升则推动了 M2 的回升。这显示出货币政策逆周期调节加力。

从结构来看，期限结构依旧为短期贷款为主，中长期贷款占比下降；新增直接投资比重也出现了明显的回落，并表现出债券热和股票冷的特点。3 月金融数据显示，信贷恢复性反弹，对公与零售信贷均有所改善。新增人民币贷款同比多增 1.16 万亿元，超市场预期。从结构来看，依然以对公为主，新增企业信贷同比多增 9841 亿元，其中，短期和中长期信贷分别同比多增 5651 亿元、3070 亿元，这或与基建、防疫相关领域为主要对公信贷投向有关。从居民端看，前期遏制的的需求也有所修复，3 月居民信贷新增 9892 亿元，同比多增 984 亿元。

除了信贷放量，企业债和地方政府债是社会融资规模的主要增量。企业债的高增主要与流动性充裕、前期搁置的项目陆续启动有关。在地方债方面，为缓解疫情对经济的冲击，政府带动基建补短板扩内需。在财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债券额度 1.29 万亿元，并鼓励各地尽快发行地方债的情况下，地方政府债净融资规模同比多增了 2951 亿元。3 月表外融资规模也有所增长，未贴现承兑汇票、信托贷款和委托贷款三者合计比 2019 年同期多增 823 亿元，与 2 月相比，表外融资有所改善反映出实体经济信贷需求的边际修复。

图1：基础货币投放增速 (%)

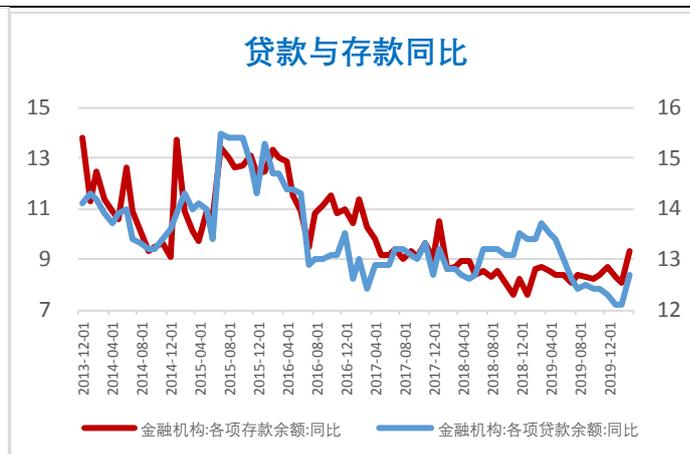
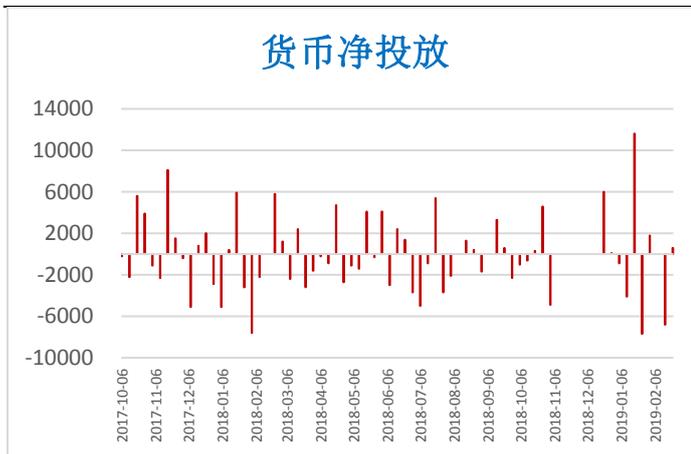
图2：社会融资规模和新加人民币贷款



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

图3：货币净投放 (亿元)

图4：金融机构存贷款同比 (%)



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

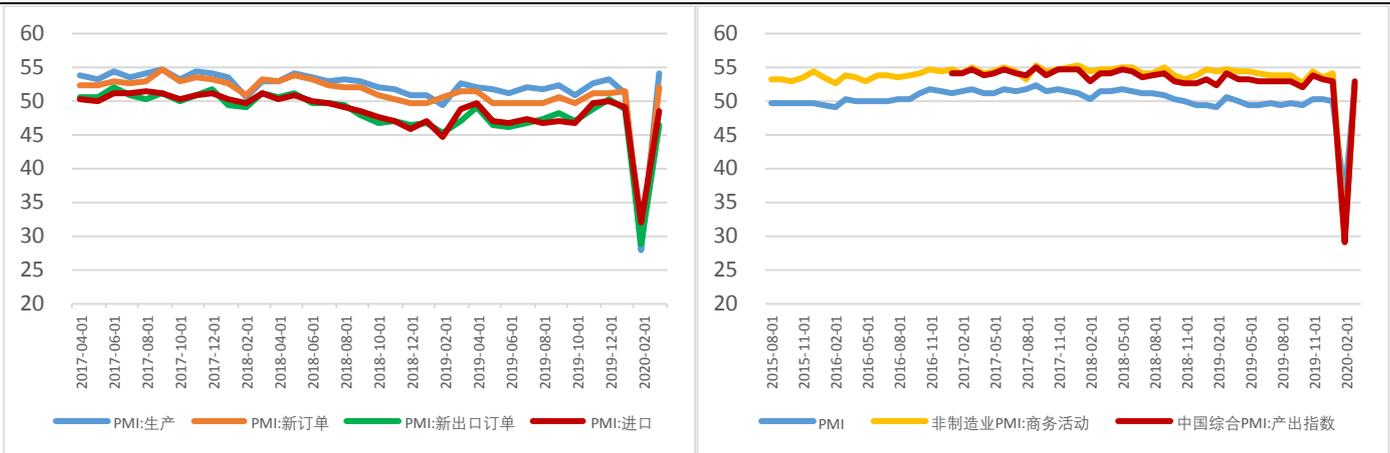
(二) 3月PMI大幅反弹 4月公布值或不及3月

受低基数效应的影响，3月中国制造业采购经理指数（PMI）比上月回升16.3个百分点，升至52%，但不能说中国经济已经完全得到修复。PMI作为环比指标，反映的是本月较上月的变化，2月春节叠加疫情的停工停产，是3月数据大幅反弹的基础；此外，从PMI的统计样本来看，或主要以主营业务收入占比较高的大中型企业为调查对象，而受本次疫情负面影响较大的小微企业情况未能完全反应在调查数据内。

但对于4月PMI数据显然并不那么乐观。从3月新出口订单反弹幅度较小且绝对值位处荣枯线下来看，海外疫情扩散对我国经济的影响已经开始显现。此前，因疫情停工停产，导致内部供需不足的问题，将变为受国外疫情扩散，多国大面积停工等影响导致的外部需求下降。因此，新出口订单与进口分项的下行风险尤其值得关注。

图5: 制造业PMI分项数据

图6: PMI数据（制造业、非制造业和综合）



资料来源: WIND 资讯 银河期货研究中心

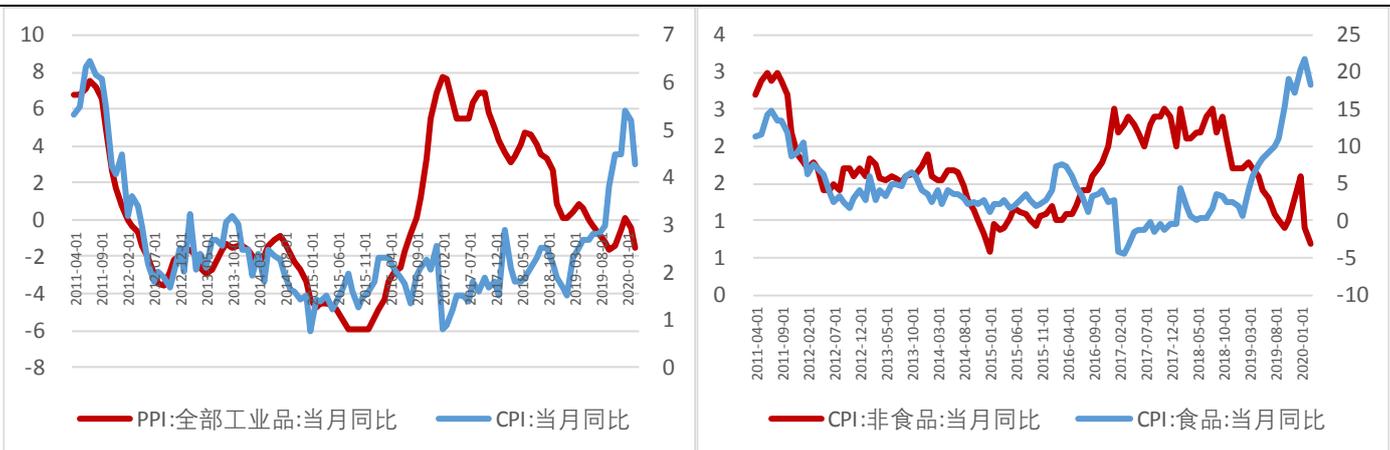
(三) CPI、PPI 进一步收缩

3月CPI与PPI同步回落。隔离措施逐渐解除后，物流畅通带来供给回升，猪肉、蔬菜价格大幅下跌，加上，油价下行导致燃油价格下跌，因此，3月CPI当月同比回落至4.3%。3月PPI同比增长-1.5%，前值-0.4%，受到全球疫情扩散、景气度下降，以及国际油价下降的影响，价格下行压力逐渐增加，尤其是工业品通缩压力较为强烈。

从CPI数据看，食品CPI和非食品CPI均出现了回落，核心CPI继2月创下历史新低后。3月因为油价大跌和猪价回落，新涨价因素回落明显，创下2019年1月以来的新低。从生猪存栏与能繁母猪存栏看，依旧下跌，但跌幅继续收窄，特别是能繁母猪存栏跌幅大幅收窄。PPI同比回落主要是因为生产资料PPI同比回落所致，生产资料PPI同比较二月-1%跌幅继续扩大，而生活资料PPI涨幅有所回落。生产资料中，上游的原材料和采掘业出现了大幅下滑，下游加工业跌幅也出现扩大

图7: CPI与PPI同比走势

图8: CPI分项当月同比 (%)



资料来源: WIND 资讯 银河期货研究中心

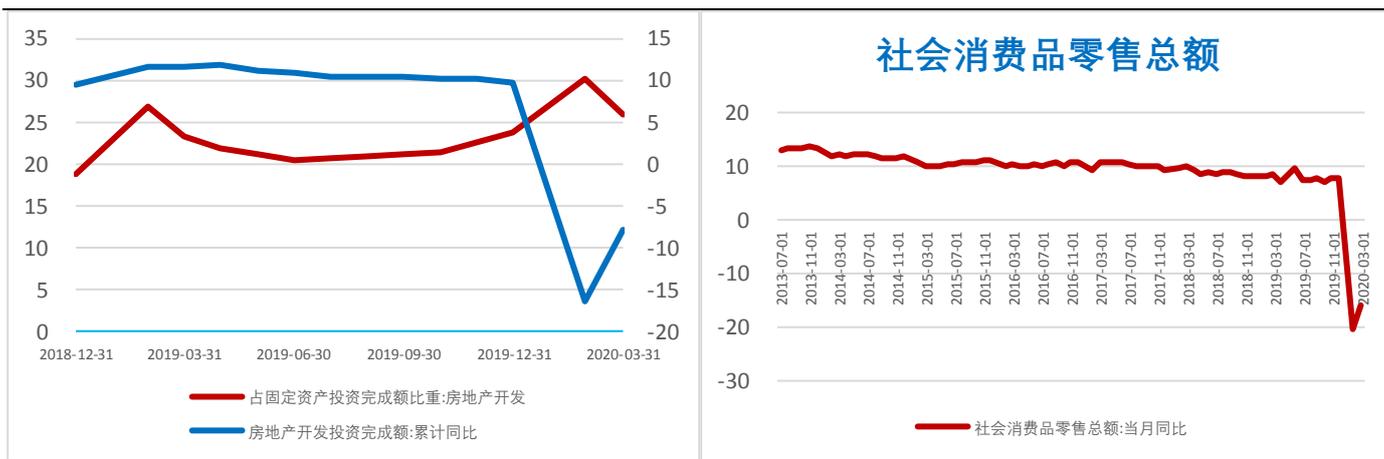
(四) 需求与固定资产投资大幅下降

3 月份，社会消费品零售总额同比下降 15.8%（扣除价格因素实际下降 18.1%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比 1—2 月份收窄 4.7 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额下降 15.6%。1—3 月份，社会消费品零售总额同比名义下降 19.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额下降 17.7%。全国固定资产投资（不含农户）同比下降 16.1%，降幅比 1-2 月份收窄 8.4 个百分点。

按消费类型分，受疫情影响，餐饮收入下降明显，为 44.3%；商品零售下降 15.8%。与居民生活密切相关商品呈现增长态势，限额以上单位粮油、食品类，饮料类和中西药品类商品分别增长 12.6%、4.1%和 2.9%，比 1-2 月份分别加快 2.9、1.0 和 2.7 个百分点。全国网上零售额同比下降 0.8%。其中，实物商品网上零售额增长 5.9%，比 1-2 月份加快 2.9 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 23.6%，比 1-2 月份提高 2.1 个百分点。

图9：固定资产投资相关数据

图10：消费品零售总额



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

固定资产投资方面，基础设施投资下降 19.7%，制造业投资下降 25.2%，房地产开发投资下降 7.7%，降幅分别比 1-2 月份收窄 10.6、6.3 和 8.6 个百分点。全国商品房销售面积和销售额分别下降 26.3%和 24.7%，降幅分别比 1-2 月份收窄 13.6 和 11.2 个百分点。分产业看，第一、第二、第三产业以及民间投资降幅分别比 1-2 月份收窄 11.8、6.3、9.5 和 7.6 个百分点。高技术产业投资下降 12.1%，降幅小于全部投资 4.0 个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别下降 13.5%和 9.0%。社会领域投资下降 8.8%，其中卫生领域投资下降 0.9%，降幅低于全部投资 15.2 个百分点，生物药品制品制造业等与抗疫相关行业投资保持增长，重点防疫工程建设快速推进。从环比看，3 月份固定资产投资（不含农户）比上月增长 6.05%。

虽然 4 月国内疫情已经得到控制，且开始逐步复工复产，但外围环境依然较为严峻，从而影响外部需求。与外部需求相关的数据或将回落，而内部供需相关的数据则存在进一步回升的可能。预计目前尚不是经济面临最大困境的时刻。外部需求的减弱以及民粹主义抬头的影响或在一季度逐步显现。

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_5539

