

社融和信贷数据超出市场预期，货币政策进入观察期

2019 年 3 月金融数据点评

2019 年 04 月 13 日

点评部门

联系方式：025-86775792

同业市场研究部

联系邮箱：biyp@njcb.com.cn

事件：

2019 年 3 月 M2 同比增速为 8.6%，前值 8.0%；M1 同比增长 4.6%，前值 2.0%；新增人民币贷款 1.69 万亿元，前值 8858 亿元，去年同期值 1.12 万亿元。新口径下，3 月新增社会融资规模 2.86 万亿元，前值 7030 亿元，去年同期值 1.58 万亿元。

点评要点：

- 1、预期改善和财政投放加速，M1 和 M2 剪刀差明显收窄
- 2、企业和居民贷款均明显增长，信贷结构改善，票据回归季节性规律
- 3、社融筑底企稳、超出市场预期，表内外和直接融资均有改善；贷款是社融增长绝对主力，表外融资出现小幅改善，地方债前置发行推动直接融资反弹

总体来说，3 月金融数据明显超出市场预期，社融表内、表外和直接融资均有改善，居民和企业中长期贷款增长，信贷结构性问题向好。表明去年 10 月以来的系列宽信用政策已经产生效应，实体经济的金融条件明显修复。不过，一季度数据受到春节错位导致低基数、基建节奏前移、市场预期转好使得前期受抑需求释放等因素扰动，仍需留意二季度末上述因素消退之后，经济金融数据是否具有可持续性，实体经济融资需求是否改善也需要得到进一步数据的验证。

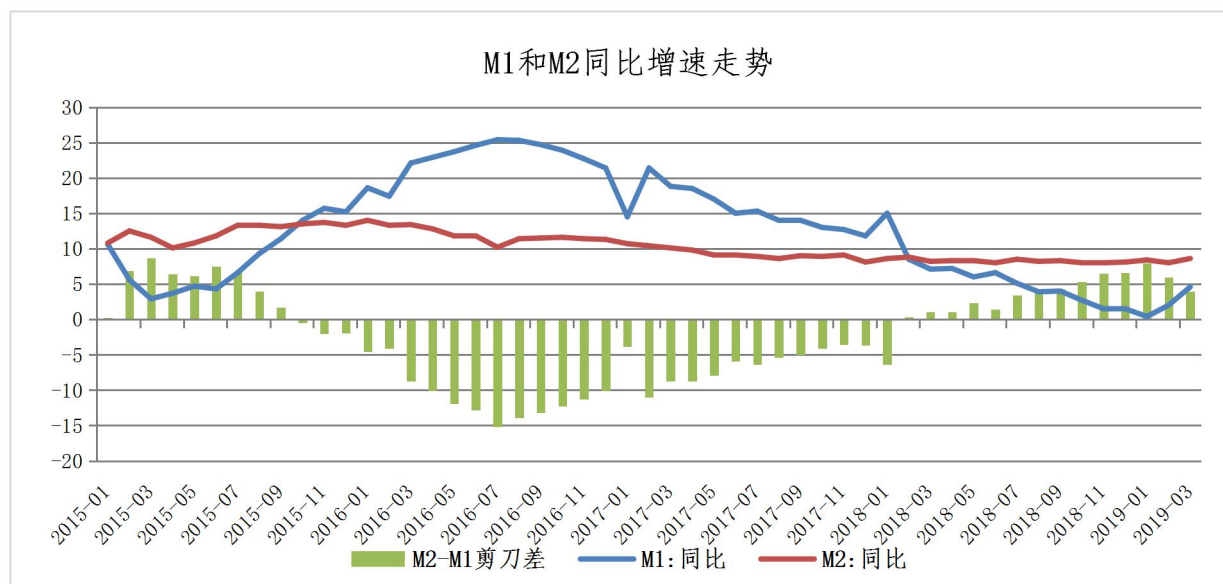
展望后市，货币政策进入观察期，总量上进一步放松的必要性下降，但引导实际利率下降仍需有效推进。一方面，宽货币向宽信用传导已经释放出乐观信号；且在宽松的货币环境中，类似于票据冲量、信贷资金违规进股市、资金涌入房市等问题陆续显现，防风险的必要性提高。另一方面，全球经济放缓，国内基本面虽然存在好转迹象，但远未到可以确认经济企稳回升的时候，且本轮经济面临周期与结构交织的复杂背景；从中长期看，房地产和地方政府债务政策并没有实质性放松，决定了总需求较难扩张，对经济的制约效应或在下半年逐步体现；叠加政府工作报告首次提出“降低实际利率”，均需要稳定的流动性与低利率环境作为支撑。预计央行仍将维持流动性合理充裕，但更加注重平衡防风险与稳增长。

利率方面，标准类资产大概率仍在积极的财政政策和相对宽松的货币环境之间来回摇摆，呈现区间震荡格局，不具备逆转回升的条件；非标类资产今年以来缓慢下降，随着地方政府债务政策不断明朗，以及央行两轨并一轨推动实际利率下降，信用利差收窄还将继续。

正文：

1、预期改善和财政投放加速，M1 和 M2 剪刀差明显收窄。3 月 M1 同比增长 4.6%，增速环比增加 2.6 个百分点，同比下降 2.5 个百分点；M2 同比增长 8.6%，增速由降转升环比增加 0.6 个百分点，同比上升 0.4 个百分点。M1 增速超预期回升，一是地方债提前发行后，财政投放提前发力；二是减税降费等政策落地，企业预期转好；三是一二线城市房地产销售回暖，带动企业现金流改善。3 月 M2-M1 剪刀差大幅收窄 2 个百分点至 4%，未来企业经营状况或有改善。M0 同比增长 3.1%，

增速环比增加 5.5 个百分点，同比下降 2.9 个百分点。M0 环比大幅增长主要是春节因素消退，3 月央行连续 17 个交易日暂停逆回购操作，净回笼资金 6915 亿元，央行货币政策并未超预期宽松。



存款增速继续回升，企业存款由负转正，财政和非银存款大幅减少。3 月新增人民币存款为 1.72 万亿元，同比多增 2100 亿元，环比多增 4100 亿元；月末人民币存款余额为 183.82 万亿元，同比增长 8.70%，增速与去年同期持平。

分项来看，3 月居民存款平稳增长 8800 亿元，从 1-3 月数据来看，居民依然是存款增长绝对主力。3 月企业存款由负转正增长 1.92 万亿元，同比多增 7560 亿元，一是系列宽信用政策下，企业融资环境改善，现金流转好；二是 PPI 自去年 12 月连续回暖，企业需求修复，盈利预期向好。由于财政投放力度加大，3 月财政存款减少 6928 亿元，同比多减 2126 亿元。非银存款大幅减少 1.13 万亿元，同比多减 7224 亿元。从 1-3 月数据看，主要拖累项也是非银存款，年初以来股市快速上涨、资金利率处于低位，货币基金赎回增加，非银存款增长乏力。

存款项目	2019 年 3 月	同比	2019 年 1-3 月	同比
新增人民币存款	17,200	2,100	63,000	12,311

其中：居民户	8,800	3,476	60,700	18,000
非金融性公司（企业）	19,239	7,560	3,328	15,428
财政存款	-6,928	-2,126	1,651	1,931
非银行业金融机构	-11,349	-7,224	-9,671	-24,571

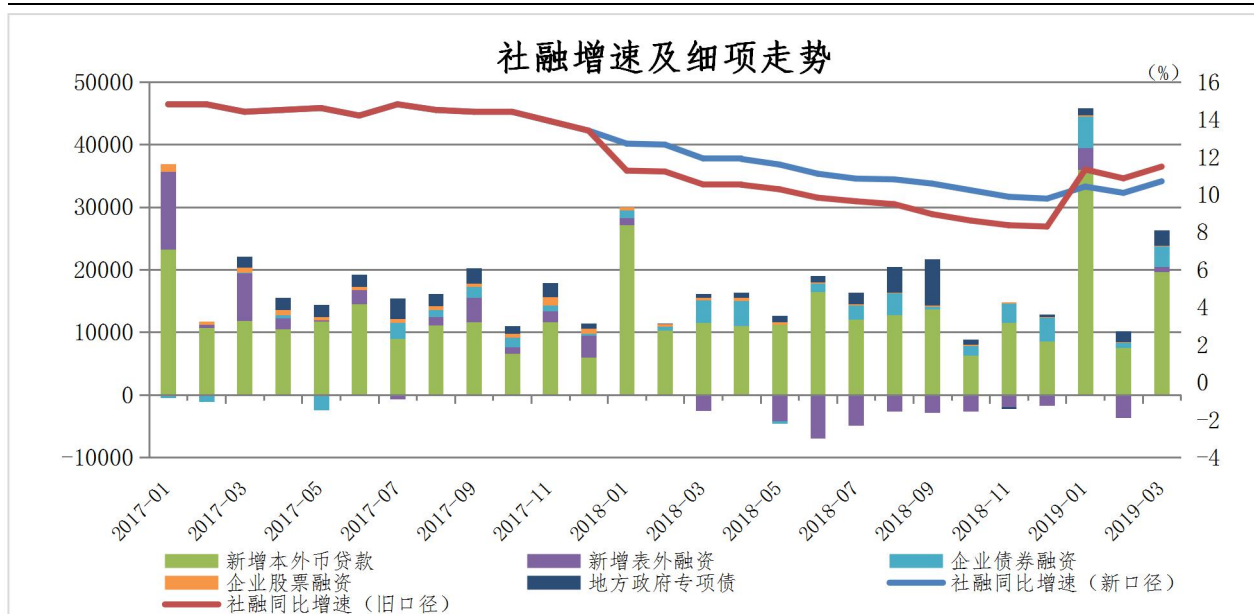
2、企业和居民贷款均明显增长，信贷结构改善，票据回归季节性规律。3 月新增人民币贷款 1.69 万亿元，同比多增 5700 亿元，环比多增 8042 亿元。

从部门来看，居民新增贷款 8908 亿元，同比多增 3175 亿元，环比大幅多增 9614 亿元，其中增幅主要来自短期贷款，同比来看短贷多增 2262 亿元，中长期贷款仅多增 835 亿元。主要原因：一是减税降费和融资环境松动刺激居民增加短贷消费，叠加股市行情火爆，居民短期贷款或有部分投向股市；二是年初一二线城市地产销售回暖，多地下调房贷利率上浮比例，刺激居民中长期贷款增长。企业部门新增贷款 10659 亿元，同比多增 5006 亿元，环比多增 2318 亿元。其中，中长期贷款新增至高位 6573 亿元，短期贷款也回升至 3101 亿元，票据融资回落至 978 亿元。企业短期和中长期贷款均有明显改善，央行货币政策强调改善传导机制，通过永续债、TMLF、置换式降准等措施缓解银行资本和中长期流动性约束，信贷投放意愿增强，宽信用政策效果正在显现。受监管关注影响，3 月票据市场明显降温，票据融资回归季节性规律。

从期限来看，中长期贷款新增 1.12 万亿元，中长期贷款同比增幅由负转正为 2793 亿元；短期贷款新增 7395 亿元，同比增幅最大为 4534 亿元。3 月数据显示信贷结构性问题有所改善，但从 1-3 月数据来看，短期贷款和票据融资依然是支撑新增信贷的主力。说明当前尚处于信用修复初期，未来随着经济预期改善、基建项目加速落地，中长期贷款比例有望继续增长。

贷款项目	2019 年 3 月	同比	2019 年 1-3 月	同比
新增人民币贷款	16,900	5,700	58,058	9,465
其中：中长期贷款	11,178	2,793	39,500	2,100
短期贷款	7,395	4,534	14,792	4,136
票据融资	978	1,097	7,833	8,380
其中：居民贷款	8,908	3,175	18,100	600
居民：短期	4,294	2,262	4,292	-377
居民：中长期	4,605	835	13,800	900
企业和其他部门	10,659	5,006	44,800	13,900
企业和其他部门：短期	3,101	2,272	10,500	4,513
企业和其他部门：中长期	6,573	1,958	25,700	1,200
非银行业金融机构	-2,714	-2,506	-4,879	-4,738

3、社融筑底企稳、超出市场预期，表内外和直接融资均有改善。新口径下，3 月社会融资规模增量为 2.86 亿元，环比大幅多增 2.16 万亿元，同比多增 1.28 万亿元；新口径社融同比增速 10.70%，老口径下社融同比增速为 11.48%，均较上月提升 0.62 个百分点。1-3 月新增社融 8.20 万亿元，同比多增 2.34 万亿元，其中主要增项是企业债券 9071 亿元、地方政府专项债 5391 亿元和未贴现银行承兑汇票 2049 亿元。社融同比增速连续三个月高于 2018 年末，表内、表外和直接融资等均有改善，社融企稳势头逐渐稳固。



分项来看，3 月社融创同期历史新高，主要受信贷拉动、表外融资小幅改善和地方债前置发行的影响。

一是贷款是社融增长绝对主力，居民和企业信贷需求修复。3 月新增本外币贷款 1.96 万亿元，同比多增 8166 亿元。1-2 月本外币贷款新增 6.31 万亿元，占新增社融比例 77.02%，是社融增长绝对主力。中美贸易谈判取得进展，新一轮对外开放提振信心；两会减税降费力度超预期，民营、小微支持力度加大，基建项目投资加速；股市和房市回暖，宽信用政策效果显现，信贷投放约束缓解。内外部环境改善，促使企业和居民信贷需求出现明显修复。

二是各项监管政策已经落地，表外融资出现小幅改善。3 月表外融资增加 824

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_13045

