



3月金融数据简评

融资延续改善，静观货币政策指引方向

目前市场对于基本面及货币政策的判断分歧仍大。认为基本面企稳信号已现的投资者更愿意相信出口大增、CPI上行、PMI反弹以及宽信用初见成效；而仍对基本面存在质疑的投资者更倾向于关注进口回落、PPI仍低、社融存在季节性因素及海外的衰退等。从目前各类资产的走势来看，市场对于基本面向好的预期体现的要更强，我们认为在这两者之中最为关键的因素在于内生增长的动力是否已经足够。从目前公布的基本面数据看，3月出口数据虽超预期，但一季度美元计价的出口累计同比仅增长1.4%，仍处于较低水平，而近期IMF再度下调2019年全年经济增速，外需难有改善，对未来出口构成压制；融资数据如前所述，融资虽有明显好转，但实体经济中长期贷款增长依然较慢，局部的融资困境依然需要进一步改善，对货币政策宽松仍存一定依赖。由此看，对内生增长动力仍需谨慎判断。同时，4月份和5月份由于是连续的缴税大月，也将产生规模较大的流动性缺口，不妨静待货币政策在重要窗口中所给出的信号。

- 社融数据在本月高增的主要贡献来自表内贷款、地方债和表外票据，而贷款当中短期贷款较去年同期的改善要更加明显。在这其中地方债的贡献较大主要由于发行时点的提前，而表外票据的增长对实体经济改善有限且依赖于宽松的货币环境和监管政策，非标压缩的幅度尽管持续减小但仍尚未逆转。因此综合来说，我们认为融资的改善的确较为明显，但实体经济中局部的融资困境依然需要进一步改善，同时对货币政策宽松仍存一定依赖。存量社融增速上行至10.70%，年初至今符合我们对全年的判断社融增速在10.0%-11.0%之间波动，在这一区间内尚且处于“宽货币，宽信用”的正常波动。
- 对债券市场来说，一季度融资改善必然是对利率较为负面的因素，在二季度究竟是牛市调整还是牛熊切换仍取决于货币供给是保持在“宽货币”，还是向“稳货币”过渡。对于货币政策的窗口期，我们认为“如果4月下旬降准显示货币政策对冲仍然积极，宽松格局边际未发生变化；5月份降准显示货币政策目前对基本面的审慎程度加大，超储率中枢水平略有下降；如果二季度不再降准，将导致货币供给在数量上收缩，货币政策边际收紧”。在央行传递出明确的信号之前，市场自身仍处在三点不利格局之中：1、目前市场机构杠杆水平高于去年，且CARRY收窄明显，因此对于资金利率的波动必然更加敏感；2、货币政策带给市场的预期差已经不足，除“降息”以外的其他政策，已经很难再带给市场正面的动力，反而如果降准次数偏低会成为市场的“负面”信号；3、资金利率已处于较低区间，市场利率经常位于政策利率的下方，此时更多的数量投放已经难以带动资金利率继续向下突破。综合来说，我们判断债券市场在二季度预计还将维持上有顶，下有底的箱体震荡。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

固定收益研究

崔灼驹

(8610)66229367

zhuoju.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

融资延续改善，静观货币政策指引方向

事件：

央行4月12日公布一季度金融统计数据报告显示，3月人民币贷款增加1.69万亿元（预期1.25万亿元，前值8858亿元）；一季度人民币贷款增加5.81万亿元，同比多增9526亿元。中国3月社会融资规模增量为2.86万亿元，预期1.85万亿元，前值7030亿元；一季度社会融资规模增量累计为8.18万亿元，比上年同期多2.34万亿元。中国3月M2同比增长8.6%，预期8.2%，前值8%。

贷款方面，3月新增人民币贷款为16900亿，远高于去年同期的1.58万亿。从贷款结构看，居民贷款大幅增长8908亿，当中居民短期贷款增长4294亿，居民按揭贷款增长4605亿，居民贷款占全部新增贷款的比例重新回到50%之上。企业贷款增长10659亿，企业短期贷款3101亿，企业中长期贷款增长6573亿，18年同期企业中长期贷款单月增长为4615亿。除此之外，票据融资在本月增长1695亿，非银贷款增长为1221亿。票据融资增长978亿，非银行业金融机构减少2714亿。

社融方面，3月份社融新增2.86万亿，大幅高于去年同期的1.19万亿，存量社融的同比增速上行至10.70%，前值为10.08%，符合我们对全年的判断社融增速在10.0%-11.0%之间波动。社融结构当中，委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票这表外三大项分别下降了1070.31亿、上升527.99亿和1366.26亿，表外融资重新回到正增长。直接融资方面，企业债融资增长3275.98亿，股票融资增长118.28亿。除此之外，地方政府专项债增长2532.09亿。

货币方面，3月份M2增速反弹至8.6%，环比绝对值增加2.20万亿，高于去年同期的1.08万亿；M1同比增速继续回升至4.6%；M0下降4584.72亿，对于流动性形成正向影响。存款方面，3月份新增人民币存款1.72万亿，其中居民存款增加8800亿，企业存款大幅增加1.92万亿；财政存款下降6928亿，财政支出规模符合预期，对于流动性形成较大的正向影响；非银存款大幅下降11349亿。

综合考虑：

1、社融大增来自哪些科目的贡献？

今年3月社融新增2.86万亿，大幅高于去年同期的1.19万亿。分项看对社融同比的提升贡献最大的为表内贷款，社融口径下贷款比去年同期单月多增8166.43亿；之后一项是地方政府专项债单月多增1870.38亿；未贴现银行承兑汇票单月比去年同期多增1688.85亿；委托贷款和信托贷款单月变化比去年同期分别改善了779.71亿和884.89亿，但两项合计在今年3月仍然为负增长；而直接融资中的债券融资和股票融资比去年同期的增长略低。

2、贷款的明显高增来自哪些部门的贡献？

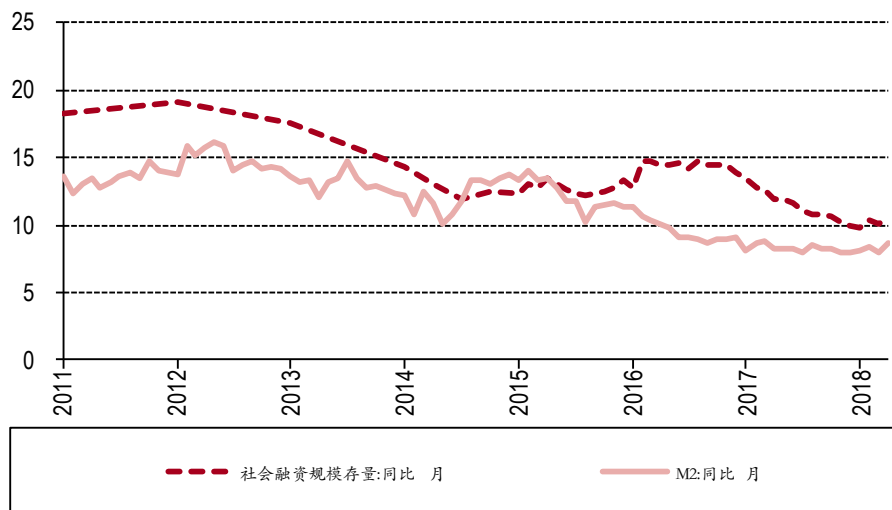
贷款为社融中比去年同期改善的最明显一项。分项看，对贷款提升贡献最大的为企业短期贷款，比去年同期单月多增2272亿；在此之后是居民短期贷款单月多增2262亿；企业中长期贷款比去年同期单月多增1958亿；票据融资和居民按揭贷款分别比去年同期多增了1096.81亿和835亿；非银贷款比去年同期多减少了506亿。

3、从以上数据能够看出，社融数据在本月高增的主要贡献来自表内贷款、地方债和表外票据，而贷款当中短期贷款较去年同期的改善要更加明显。在这其中地方债的贡献较大主要由于发行时点的提前，而表外票据的增长对实体经济改善有限且依赖于宽松的货币环境和监管政策，非标压缩的幅度尽管持续减小但仍尚未逆转。因此综合来说，我们认为融资的改善的确较为明显，但实体经济中局部的融资困境依然需要进一步改善，同时对货币政策宽松仍存一定依赖。存量社融增速上行至10.70%，年初至今符合我们对全年的判断社融增速在10.0%-11.0%之间波动，在这一区间内尚且处于“宽货币，宽信用”的正常波动。

4、目前市场对于基本面及货币政策的判断分歧仍大。认为基本面企稳信号已现的投资者更愿意相信出口大增、CPI 上行、PMI 反弹以及宽信用初见成效；而仍对基本面存在质疑的投资者更倾向于关注进口回落、PPI 仍低、社融存在季节性因素及海外的衰退等。从目前各类资产的走势来看，市场对于基本面向好的预期体现的要更强，我们认为在这两者之中最为关键的因素在于内生增长的动力是否已经足够。从目前公布的基本面数据看，3 月出口数据虽超预期，但一季度美元计价的出口累计同比仅增长 1.4%，仍处于较低水平，而近期 IMF 再度下调 2019 年全年经济增速，外需难有改善，对未来出口构成压制；融资数据如前所述，融资虽有明显好转，但实体经济中长期贷款增长依然较慢，局部的融资困境依然需要进一步改善，对货币政策宽松仍存一定依赖。由此看，对内生增长动力仍需谨慎判断。同时，4 月份和 5 月份由于是连续的缴税大月，也将产生规模较大的流动性缺口，不妨静待货币政策在重要窗口中所给出的信号。

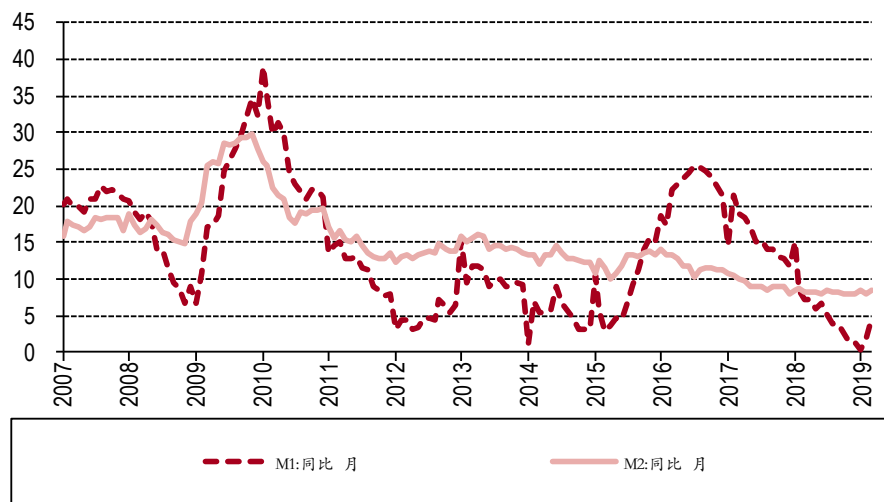
5、对债券市场来说，一季度融资改善必然是对利率较为负面的因素，在二季度究竟是牛市调整还是牛熊切换仍取决于货币供给是保持在“宽货币”，还是向“稳货币”过渡。对于货币政策的窗口期，我们认为“如果 4 月下旬降准显示货币政策对冲仍然积极，宽松格局边际未发生变化；5 月份降准显示货币政策目前对基本面的审慎程度加大，超储率中枢水平略有下降；如果二季度不再降准，将导致货币供给在数量上收缩，货币政策边际收紧”。在央行传递出明确的信号之前，市场自身仍处在三点不利格局之中：1、目前市场机构杠杆水平高于去年，且 CARRY 收窄明显，因此对于资金利率的波动必然更加敏感；2、货币政策带给市场的预期差已经不足，除“降息”以外的其他政策，已经很难再带给市场正面的动力，反而如果降准次数偏低会成为市场的“负面”信号；3、资金利率已处于较低区间，市场利率经常位于政策利率的下方，此时更多的数量投放已经难以带动资金利率继续向下突破。综合来说，我们判断债券市场在二季度预计还将维持上有顶，下有底的箱体震荡。

图表 1 社融同比增速&M2 增速



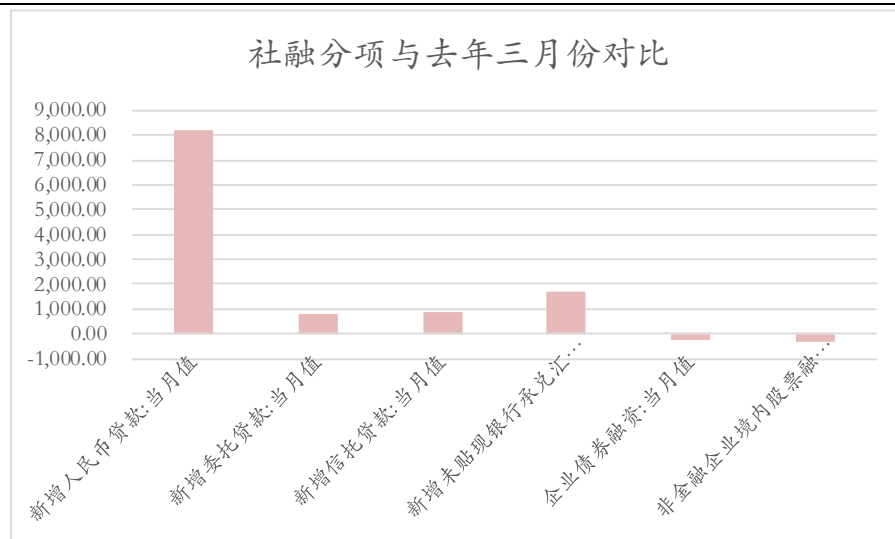
资料来源：万得，中银国际证券

图表 2.M1&M2



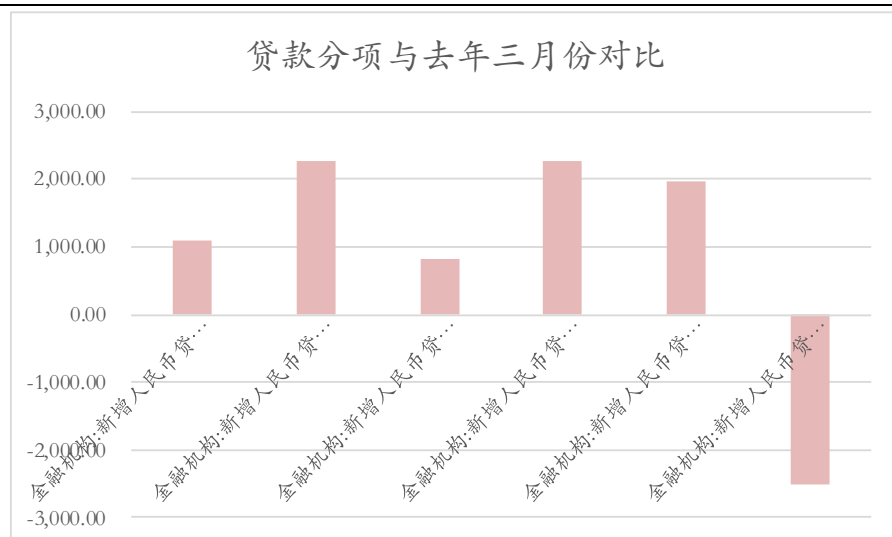
资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 社融分项对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 贷款分项对比



资料来源：万得，中银国际证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_13157

