

固定收益研究/动态点评

2019年04月12日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号: S0570518110005
研究员 zhangliang014597@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究: 永鼎转债: 线缆老将, 5G新兵》2019.04
- 2《固定收益研究: 创维转债: 物联时代, 智从家来》2019.04
- 3《固定收益研究: 核能转债: 国之重企, 核电龙头》2019.04

宽信用起效, 股稳债承压

——2019年3月金融数据点评

宽信用效果继续显现, 债市等待安全边际

3月新增信贷1.69万亿、社融2.86万亿, 社融存量同比10.7%, 均远超市场预期, 货币政策短期放松预期进一步降温。下周MLF到期是否续作是关注点, 资金面已向中性回归, 叠加季节性扰动增多。利率债近期调整进入价值区域(十年国债3.3%-3.55%), 但供给、资金面、通胀和金融数据仍处于不利环境, 赔率有改善但胜率仍偏低, 建议继续等待安全边际下的预期差小机会, 谨防定制化产品赎回放大波动。信用下沉策略契合大环境, 关注城投预期差机会以及民企融资环境改善的个券机会。权益市场业绩驱动憧憬升温, 但政策预期降温, 转债继续保持参与度, 仓位守、个券攻。

央行公布2019年3月份金融数据

3月新增人民币贷款16900亿元, 市场预期12500亿元, 前值8858亿元。社会融资规模28600亿元, 市场预期18500亿元, 前值7030亿元。M2同比8.6%, 市场预期8.2%, 前值8.0%; M1同比4.6%, 前值2.0%; M0同比3.1%, 前值-2.4%。

信贷: 3月大幅高于预期, 一季度规模、结构均明显改善

3月新增人民币贷款同比多增5700亿元, 大幅高于市场预期。一季度同比多增9465亿元, 中长期贷款占比68%, 较去年四季度回升9个百分点, 结构有所改善。其中企业中长期贷款同比多增1958亿元, 一方面基建发力带动, 另外减税降费、融资成本降低、中美贸易摩擦缓和等有利于增强企业家信心, 资本开支意愿或有所改善。居民贷款同比多增3175亿元, 其中短期、中长期贷款分别多增2262和835亿元。3月房地产销售回暖带动居民中长期贷款增长。短期贷款大增或与部分消费贷违规进入楼市和资本市场有关, 此前监管层曾提示信贷资金进入楼市和资本市场的风险。

社融: 非标融资支撑社融高增, 实体流动性继续改善

3月社融同比多增12752亿元, 远超市场预期。社融存量同比增速10.7%, 较上月反弹0.6个百分点, 实体流动性状况继续改善。非标融资同比多增3353亿元, 与信贷共同拉动3月社融增速的大幅反弹, 或与非标监管有所松动有关, 微观也反映非标资产有所增加。值得注意的是, 在票据严管下, 表内外票据融资同比仍明显增加, 反映基于实需的交易活动走热, 微观主体活力有所复苏。企业债券融资同比略有回落, 但规模仍处于高位。此外, 3月地方专项债发行规模进一步放量, 对社融增长也起到支撑。

货币: 财政存款下降显示逆周期发力, 消费楼市回暖带动M1增速回升

3月财政存款同比多减2126亿元, 财政逆周期发力显现。企业存款同比多增7560亿元, 带动M1增速大幅回升2.6个百分点。企业存款向居民部门持续转移的趋势逐步逆转: 一方面随着房贷利率回落, 居民中长期贷款同比环比均有增加, 3月商品房销售出现回暖。另一方面居民消费或有所改善, 居民短贷同比多增2262亿元。“企业-工资-居民-消费/购房-企业”的链条有所修复, 企业部门资金压力逐步缓解。4月缴税或导致企业存款向财政转移, 但减税落地、基数走低, M1增速有望延续回升态势。

风险提示: 非标政策调整; 房地产调控大幅松绑。

事件

央行公布 2019 年 3 月份金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 16900 亿元，市场预期 12500 亿元，前值 8858 亿元。
 - (2) 社会融资规模 28600 亿元，市场预期 18500 亿元，前值 7030 亿元。
 - (3) M2 同比 8.6%，市场预期 8.2%，前值 8.0%；M1 同比 4.6%，前值 2.0%；M0 同比 3.1%，前值 -2.4%。
- (本文“市场预期”为 Wind 一致预期)

点评

信贷：3 月大幅高于预期，一季度规模、结构均明显改善

3 月新增人民币贷款 16900 亿元，同比多增 5700 亿元，大幅高于市场预期。整个一季度来看，新增信贷 5.8 万亿，同比多增 9465 亿元，结构上居民和企业中长期贷款占比 68%，相比去年四季度回升 9 个百分点，显示一季度融资结构有所改善。

其中企业中长期贷款 3 月同比多增 1958 亿元，一方面基建投资发力带动中长期贷款；另外，减税降费、企业融资成本降低、中美贸易摩擦缓和等因素有利于增强企业家信心，资本开支意愿或有所改善。企业短期贷款和票据融资 3 月同比也分别多增 2272 亿元和 1097 亿元。

居民端，3 月贷款新增 8908 亿元，同比多增 3175 亿元，其中短期贷款、中长期贷款分别多增 2262 和 835 亿元。3 月房地产销售明显回暖，带动居民中长期贷款增长。短期贷款大幅多增，可能与部分消费贷违规进入楼市和资本市场有关，此前监管层曾提示信贷资金进入楼市和资本市场的风险。

社融：非标融资支撑社融高增，实体流动性继续改善

3 月社会融资规模 28600 亿元，同比多增 12752 亿元，大幅高于市场预期。3 月社融存量规模 208.4 万亿，同比增速 10.7%，较上月大幅反弹 0.6 个百分点，显示实体流动性状况继续改善。

3 月非标融资 824 亿元，同比多增 3353 亿元，与信贷共同拉动社融增速的大幅反弹。我们此前提示，去年底以来，非标融资降幅持续收窄，今年 1 月和 3 月单月非标融资转正，或与非标监管有所松动有关，微观也反映非标资产有所增加。值得注意的是，在票据严管下，表内外票据融资同比仍明显增加，反映基于实需的交易活动走热，微观主体活力有所复苏。

3 月企业债券融资 3276 亿元，同比略有回落，但规模仍处于高位。此外，3 月份社融中地方专项债融资 2532 亿元，同比多增 1870 亿元，3 月地方专项债发行规模进一步放量，对社融的增长也起到支撑。

货币：财政存款下降显示逆周期发力，消费楼市回暖带动 M1 增速回升

3 月财政存款大幅回落，同比多减 2126 亿元，财政逆周期发力显现。1-2 月地方债发行净融资放量，但因春节与天气因素存在投资时滞。财政资金 3 月集中支出，或预示基建增速大幅走高。

企业存款大幅增加，同比多增 7560 亿元，带动 M1 增速大幅回升 2.6 个百分点。企业存款向居民部门持续转移的趋势逐步逆转：一方面随着房贷利率回落，居民中长期贷款同比环比均有增加，3 月商品房销售出现回暖，30 大中城商品房成交面积同比 21.9%，较上月回升 13.6 个百分点。另一方面居民消费或有所改善，居民短贷同比多增 2262 亿元。“企业-工资-居民-消费/购房-企业”的链条有所修复，企业部门资金压力逐步缓解。4 月缴税或导致企业存款向财政转移，但减税落地、基数走低，M1 增速有望延续回升态势。

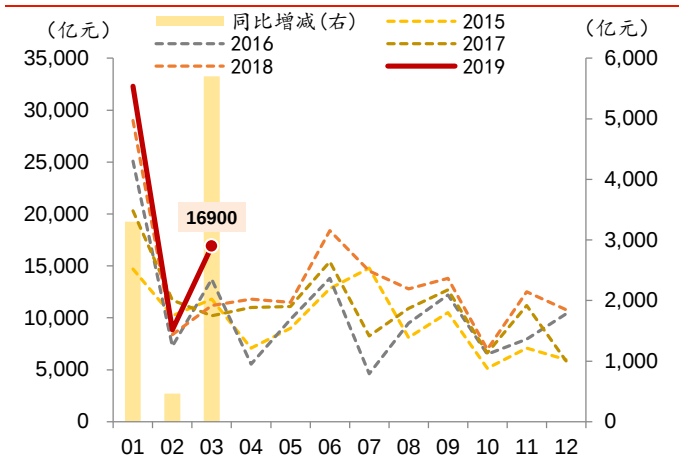
启示：宽信用效果继续显现，债市等待安全边际

社融数据明显超市场预期，我们上周周报《“杀估值”之后等待社融给出答案》提醒需要密切关注社融走势。货币政策短期放松预期会进一步降温，股权质押压力缓解、社融增速回升、CPI 走高、中美贸易摩擦缓解。下周 MLF 到期是否续作是下一个关注点，资金面已经向中性回归，叠加季节性，扰动增多，IRS 已经有所体现。

利率债经过近期调整开始进入价值区域（十年国债 3.3%-3.55%），但供给、资金面、通胀和金融数据仍处于不利环境中，属于赔率有改善，但胜率仍偏低的状态，建议继续等待安全边际前提下的预期差小机会，谨防定制化产品赎回等放大波动。信用下沉策略契合大环境，前期已经有了较高收效，关注城投预期差机会以及民企融资环境改善带来的个券机会。权益市场业绩驱动憧憬升温，但政策预期降温，转债继续保持参与度，仓位守（股指空间+转债绝对价位），个券攻（活跃程度仍好）。

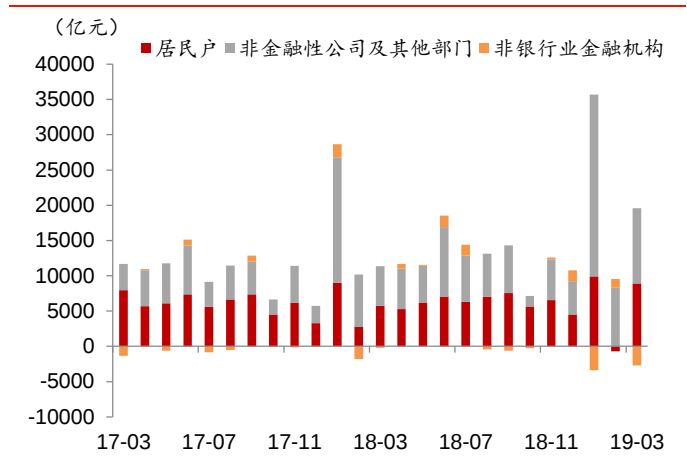
信贷

图表1：新增人民币贷款



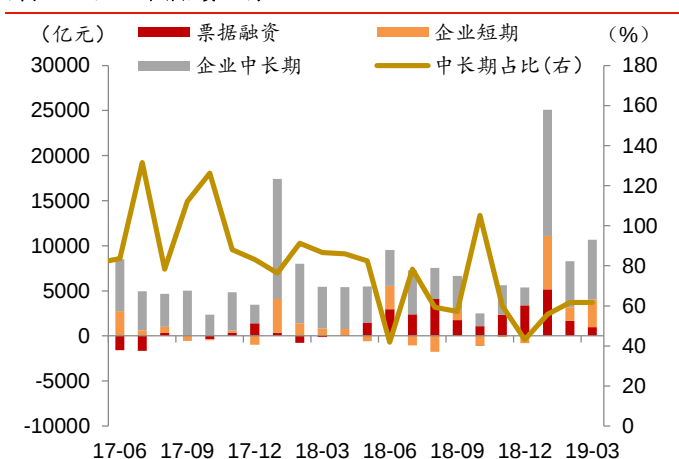
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



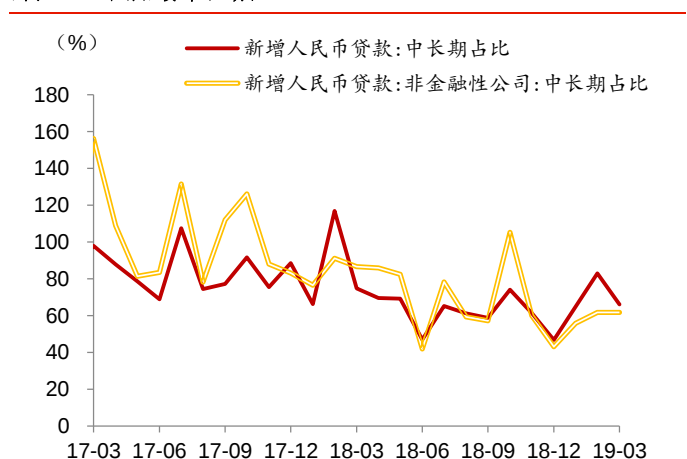
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

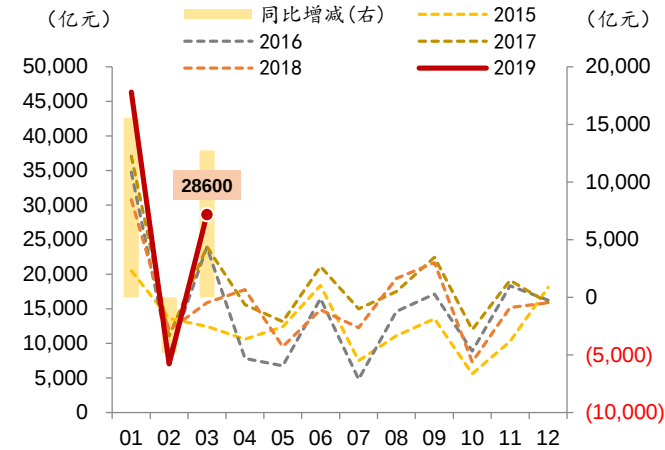
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

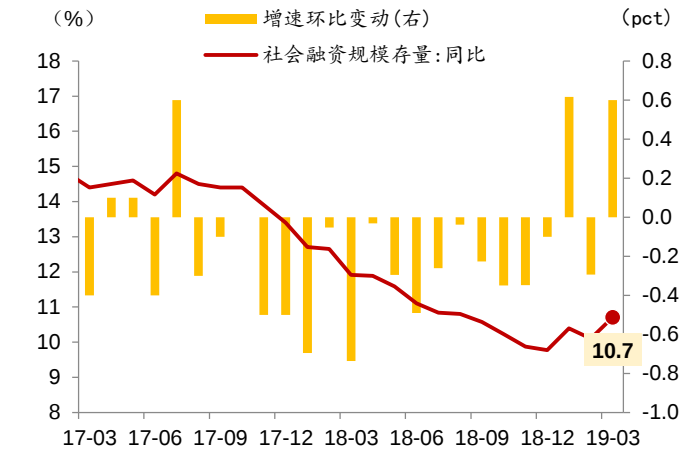
社融

图表5： 新增社会融资规模（2017 年起为新口径）



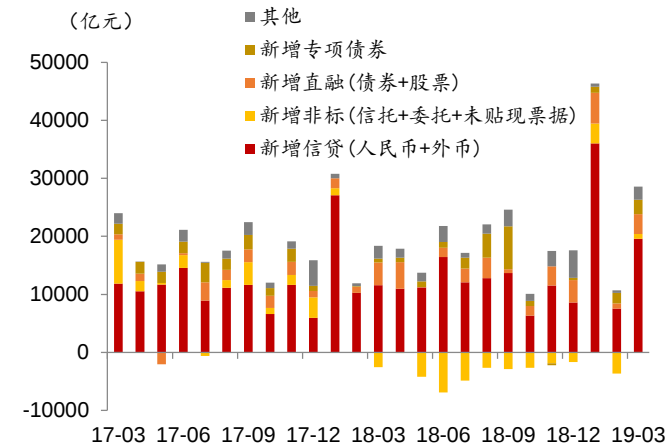
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 社融存量增速



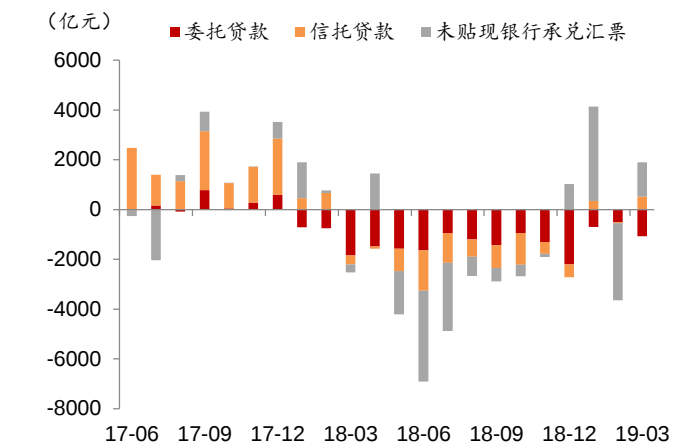
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 新增社融各分项



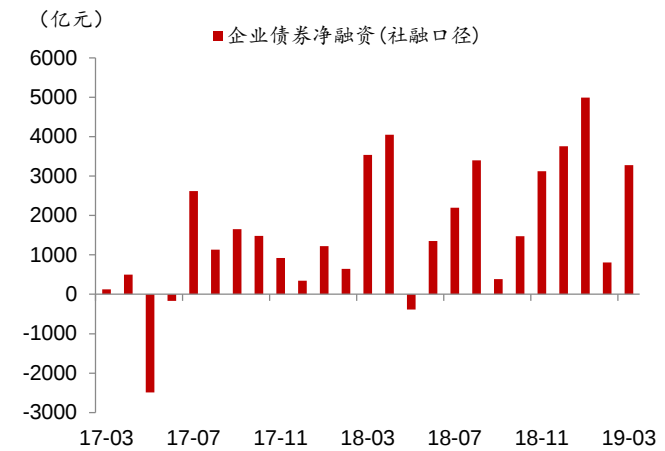
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 新增非标各分项同比增减



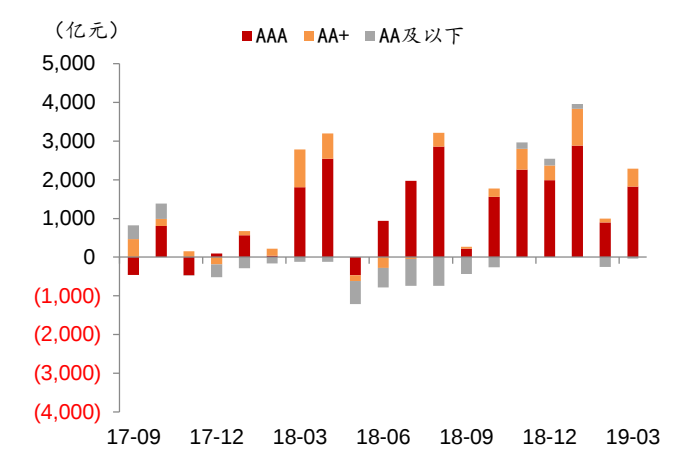
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 企业债净融资额（社融口径）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

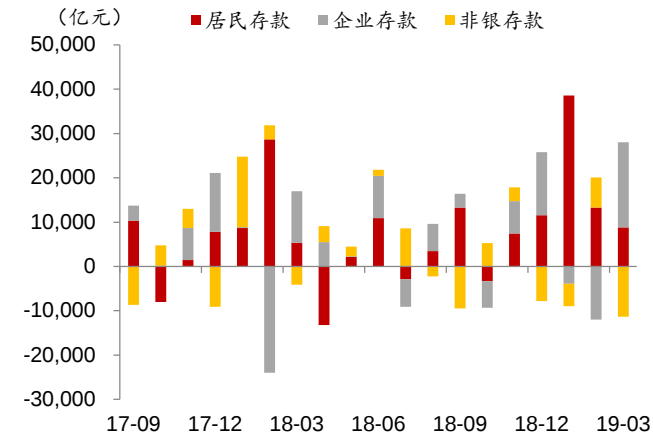
图表10： 信用债净融资分评级状况（主体评级）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

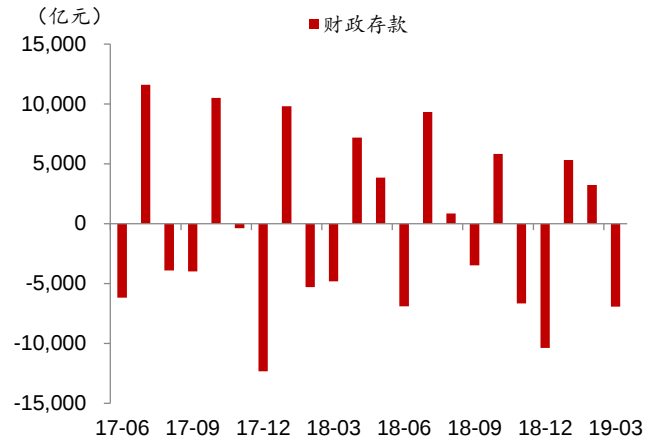
货币与存款：

图表11： 新增存款（居民、非金融企业与非银金融）



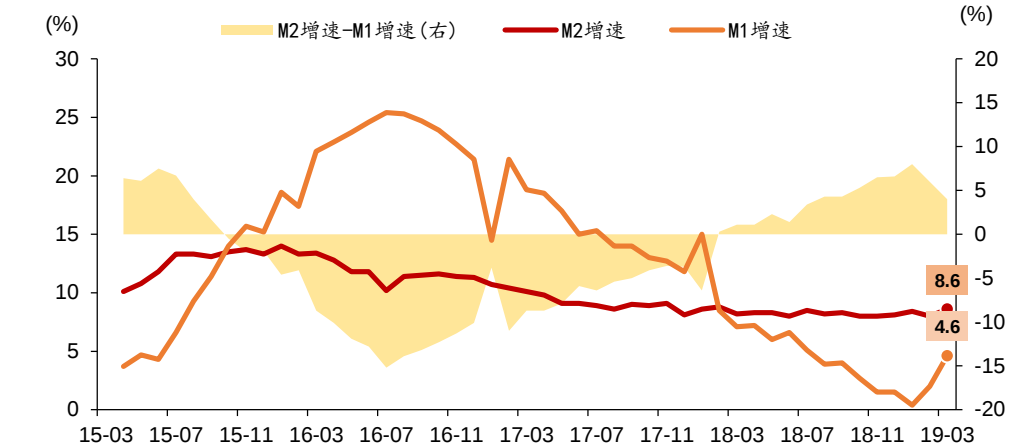
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 新增财政存款



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： M2 与 M1 剪刀差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1、非标政策调整。若非标政策调整可能带来社融较快回升。
- 2、房地产调控大幅松绑。若房地产政策大幅松绑或导致居民、房企融资需求增加，社融回升。

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_13215

