

## 宏观数据点评报告

### 社融超预期扩张 居民户贷款迅速增加

**事件:**4月12日,央行发布3月份货币金融数据。3月末,广义货币(M2)余额188.94万亿元,同比增长8.6%,增速分别比上月末和上年同期高0.6个和0.4个百分点;狭义货币(M1)余额54.76万亿元,同比增长4.6%,增速比上月末高2.6个百分点,比上年同期低2.5个百分点,2019年3月,社会融资规模2.86万亿元,比上年同期多1.28万亿元。其中,对实体经济发放的人民币贷款增加1.69万亿元,同比多增5700亿元。

#### 主要观点

- **社会融资规模超预期扩张。**3月社会融资规模增量为28600亿元,比去年同期多12800亿元,高于预期,同比增速10.7%,与1月、2月的回升态势保持一致。社融各分项同比增量多数出现上升,人民币贷款增量19591亿元,同比增13.8%;非标融资保持缩减趋势,3月委托贷款降幅重新放大,委托贷款减少1070.31亿,同比多增779.72亿,环比少增561.91亿;信托贷款与未贴现银行承兑汇票均止降回升,新增未贴现银行承兑汇票同比转增,3月增量1366.26亿元,同比多增1688.85亿元。另外受地方政府债提速影响,3月地方政府专项债融资维持较高增速对进一步推升社融的扩张。在债券市场融资氛围良好的背景下,本月企业债发行额为3275.98亿,同比少增259.96亿,环比多增2471.18亿,对社融扩张起到积极作用。股票融资增加118.28亿,同比少增285.94亿,环比少增0.98亿。
- **居民部门贷款迅速攀升。**社会融资规模总量分项数据中,居民部门3月份贷款迅速增加,其中短期贷款增加4294亿,中长期贷款增加4605亿,较上月大幅增加,这里面不仅有季节性因素(2月春节因素),更有银行信贷标准降低及地产市场回暖的影响。当然,确切一点地讲,这更多是一个正向反馈的关系,银行信贷标准的放低带来短贷长贷的放量,杠杆资金的迅速增加引起股票地产类风险资产价格的迅速攀升,抵押物价格的迅速攀升事实上能够更加确证贷款标准放低的合理性。这个正反馈过程正在展开,我们密切关注这一进程。
- **基建地产持续发力,非金融企业贷款增加。**在一系列逆周期调节政策支持下,基建类投资自去年9月触底以来持续回升,配套的融资当然也是持续回暖。一季度地方债净融资1.2万亿,较去年同期增长1万亿。在年初召开的国务院常务会议上强调,专项债募集资金要优先用于在建项目,防止‘半拉子’工程,支持规划内重大项目及解决政府项目拖欠工程款等。另

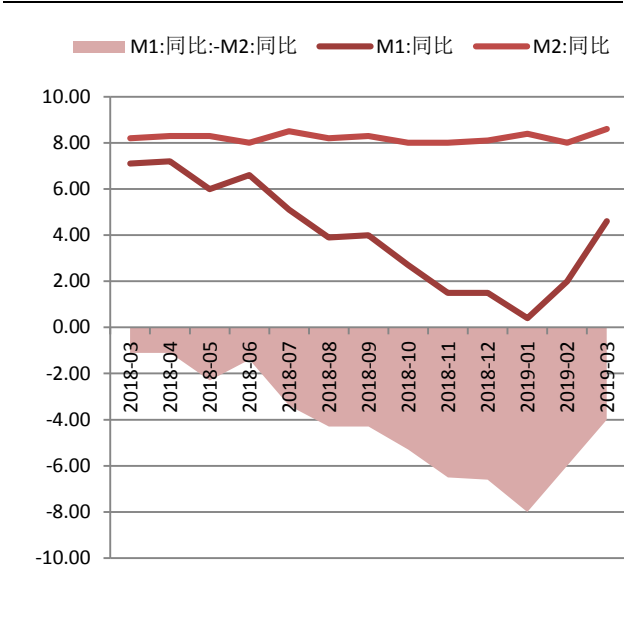
经济数据	单位	3月	2月
CPI	同比%	2.30	1.50
PPI	同比%	0.40	0.10
工业增加值	同比%	0.00	3.36
投资	同比%	0.00	6.10
消费	同比%	0.00	8.20
出口	同比%	14.20	-20.70
进口	同比%	-7.60	-5.20
贸易顺差	亿美元	326.50	40.10
M2	同比%	8.60	8.00
M1	同比%	4.60	2.00
新增贷款	亿元	16,900	8,858
外汇占款	亿元	0.0	-3.3

---

外，企业新增贷款 10659 亿元，同比多增 5006 亿，环比多增 2318 亿。其中企业短期贷款增加 3101 亿元，同比多增 2272 亿，环比多增 1621 亿；企业中长期贷款新增 6573 亿元，同比多增 1958 亿元，环比多增 1446 亿。从 PMI 新开工及钢铁行业高频数据来看，制造业活动及房建领域的活动转暖，企业信贷需求增加。

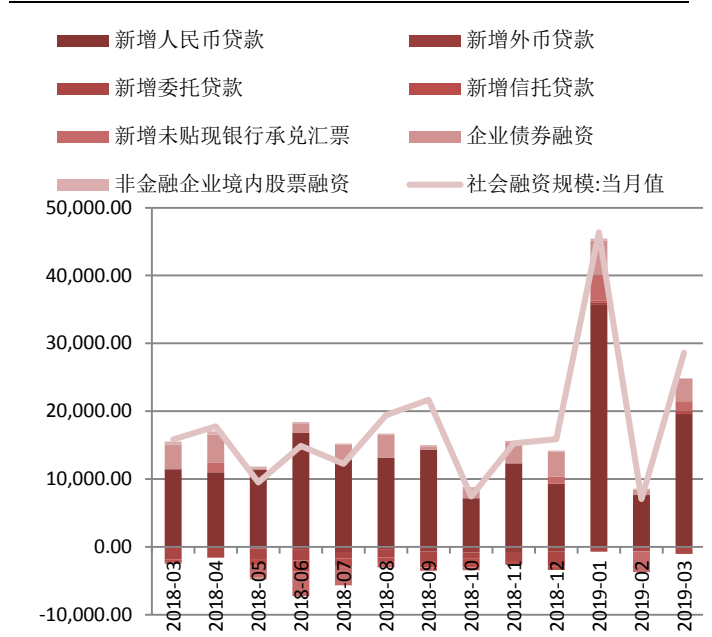
- **货币增速回升。**贷款创造存款机制下，存款增速由经济主体贷款意愿决定。在前面关于贷款的分析中，我们指出了居民部门、企业部门和政府部门都在积极进行信用扩张，在这种局面下，货币增速的扩张是一个相对确定的事件，这一点在上个月的货币金融数据点评中已经指出过。人民日报在提及部分城市放开落户限制时再次提及房住不炒，目前限购限贷等核心的调控手段并没有根本性松动，然而消费贷类短期贷款却已经开始大幅放量。后续我们密切关注政策在应对资产价格的回升的表态，这将直接影响贷款的可得性及货币增速的走向。
- **信用改善依然在路上。**当下政策层的一个主要任务就是地方政府债务风险的化解，从已经公布出来的一些方案来看，一些债务负担相当沉重的地区是以国开行积极进行债务置换的形式进行的，镇江试点化解地方隐性债务方案是由国开行提供化解地方隐性债务专项贷款，利率在基准左右，并由镇江市财政局下属的资产管理公司作为承接主体，再以普通借款方式投放到辖区各平台，主要用于置换纳入隐性债务中的高成本非标。据部分财经媒体的报道，湖南地区的湘潭和常德也是由国家开发银行发行债券来进行债务置换，而湖北一些市县也在与当地国开行分行进行谈判。另外据《山西日报》报道，山西交控集团与国开行山西分行牵头的 7 家金融机构签约银团贷款 2607 亿元，减低融资成本，防范化解区域性金融风险。如果我们去观察美联储在次贷危机的 QE 操作的背景，我们不难发现，在房地产市场陷入冷冻状态之际，房地产抵押贷款市场也步入一个成交相当不活跃的状态。正是在这个背景下 QE 操作才有大规模介入的必要。如果我们进一步追溯房屋抵押贷款大规模扩张的政治社会背景，不难发现其在某种程度上扮演着财政政策的角色，正是在这个意义上，莫妮卡·普拉萨德在《过剩之地·美式富足与贫困悖论》一书中将美国金融危机的根源归结为政治经济学意义上的体制因素——“按揭凯恩斯主义”。目前中国正在进行的防范化解重大风险的政策实践与联储 QE 操作有着异曲同工之效，尽管形式可能有一些不同。

图 1：M1 增速快速回升



数据来源：Wind，鑫元基金整理

图 2：新增未现银行承兑汇票负增长



数据来源：Wind，鑫元基金整理