

贷款投放“偏热”并非“狂热”，期待信用溢出驱动增长

——2019年3月金融数据点评

行业简报

买入（维持）

分析师

张旭（执业证书编号：S0930516010001）

010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

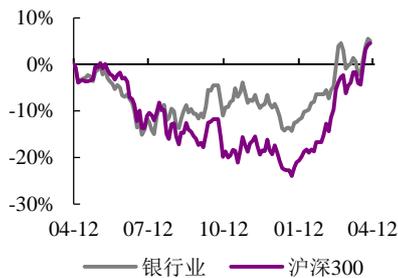
联系人

周鸿运

021-52523659

zhouhongyun@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

事件：

4月11日，央行公布2019年3月金融数据，数据显示M1、M2同比增速为4.6%、8.6%，3月信贷增长接近1.7万亿，社融新增2.86万亿，超出市场预期。

◆ 信贷大幅好于预期，企业中长期贷款多增，个人与企业短贷增加较多

3月份新增人民币贷款1.69万亿，同比多增0.58万亿并远超市场预期。在新增贷款中，居民贷款增加8908亿，同比多增3208亿；其中居民短期贷款激增4295亿，与去年同期相比多增2263亿，居民中长期贷款增加4605亿，同比多增835亿。企业贷款方面，企业贷款增加1.07万亿，同比多增5100亿；其中企业短贷增加3101亿、票据融资增加978亿，短贷和票据贴现较去年同期分别多增2272亿和1097亿；企业中长期贷款增加6500亿，较去年同期多增1900亿。非银信贷方面，3月份非银信贷减少2714亿，剔除非银因素影响，3月份一般贷款增长达到1.9万亿。

◆ M1与M2增速触底回升，剪刀差有所收窄

货币方面，3月份广义货币M2增速为8.6%，较上月提升0.6个百分点；M1增速为4.6%，环比提升2.6个百分点；受春节因素影响，M0同比增长3.1%。货币增速触底反弹主要是受信贷高增长、财政拨付、春节扰动消失和降准叠加效应影响。M1增速明显回升显示企业活期存款增加较多，企业现金流压力有所缓解。

◆ 信用派生带动存款维持较好增长势头

3月份新增人民币存款1.7万亿，同比多增2133亿。其中，居民端存款增加0.88万亿，同比多增0.35万亿；企业端存款增加1.9万亿，受春节后效应和财政拨付影响，企业存款较上月大幅增加超过3万亿；财政存款减少0.69万亿；季末因素影响银行机构资金流出动力，非银金融机构存款减少1.1万亿，环比大幅下滑。剔除财政性存款影响后，3月份一般性存款增长2.8万亿。

◆ 社融筑底回升，企业债与地方政府债券发行较多

3月份社会融资新增2.86万亿，同比增速达到10.7%，较上月增速提高0.6个百分点，社融增速在2月份触底后出现显著回升。分项看，人民币贷款增加1.96万亿，票据业务因供应链融资及季末冲存款维持正增长，反映影子银行活动的信托、委托贷款因基数原因同比增长较快，信托贷款量恢复正增长。3月份地方政府专项债券和企业信用债券发行量大增，两项合计增加接近6千亿。

点评：

1、信用高增反映一些经济面有利因素

3 月份新增信贷和社融双双超市场预期，剔除非银贷款后，一般性贷款增长达到接近 2 万亿，货币与社融出现明显的触底反弹。信用高增长反映出经济面一些向好的迹象。主要表现在：（1）资金可得性增加，企业失血点开始止血。3 月份 M1 增速为 4.6%，显著高于 2 月份 2%，反映出春节正月后企业出现了明显的复工行为，交易性活期存款增加，供应链端资金流转向好，原来形成的资金拖欠、断流开始通过票据、流贷等手段得以恢复，后续减税减息也有利于增加企业活力。国有企业、小微企业资金获得性提高。（2）中长期信用增长向好，有利于投资端企稳。3 月份企业中长期贷款增加较多，若再配合信用债、地方政府专项债券和一般债券发行，我们判断前期地方政府、准政府项目融资迫切性大幅缓解，房地产融资已观测到出现明显缓解，前期因资金到位不足而放缓的政府投资将有所改善。（3）居民端信贷增长韧性较强。继 2 月份居民端信贷受春节因素影响而增长不及预期后，市场疑惑增加，3 月份无论是短期的信用卡、综合消费贷，还是长期的按揭贷款均增长较好，反映出居民端信贷增长韧性较强，且住房信贷需求也较好，在住房贷款利率下行趋势下，这增加了我们对于住房市场景气得以维持的信心。

2、季末冲量也对 3 月份金融数据形成重要影响

3 月份金融数据虽好，但也有季节性因素影响，主要是季度末冲量所致。这主要反映为：根据往年经验，3 月份信贷增长冲量在月末效应突出，部分机构为存款或同业排名而冲量，一定程度上虚增了银行体系的资产和负债。这些手段主要包括：一是通过开票来增加票据保证金存款，此举会增加未承兑汇票量，但在全行业加大合规性检查后，我们认为多数均有真实贸易背景。二是释放超短期贷款来派生存款，这些数据在 4 月初出现回落。三是对小微企业信贷改善统计报表，为获得更多激励，如争取定向降准、TMLF 或再贴现，出现一定运动式放贷，审慎原则有所折扣，季度冲量后将再度回落，小微贷款资金后续是否流向实体经济需要审慎观测。总体看，上述因素对于 3 月份信用增长有一定影响，目前信贷“月初回落、月末冲量”的特征与经济景气上行期“月初冲量而月末压缩鼓肚子”的状态向左，说明经济自身有效信贷需求并不强劲。

3、银行信贷偏好房地产与基建，风险偏好仍低

关于一季度信贷结构，我们认为：（1）银行表内信贷主要投向房地产、基建等政府、准政府项目，重点支持城际交通、物流、城市基础设施领域；（2）影子银行体系房地产融资自 2 月份开始出现恢复迹象，转入正增长；（3）银行体系短期流贷占比仍然偏高，票据贴现占比偏大，对于中长期信贷增加的意愿不足（也与需求不足有关）；（4）对于低风险的零售端支持力度较强；（5）部分中小金融机构对公贷款维持集体负增长，政策性银行和大型银行在对公信贷上发挥了主力作用。综上，从信贷投放的行业结构、期限结构、和机构结构看，金融体系目前仍处于低风险偏好阶段，尚未完成向积极状态切换。

4、信贷可得性增加，政策放松预期减弱

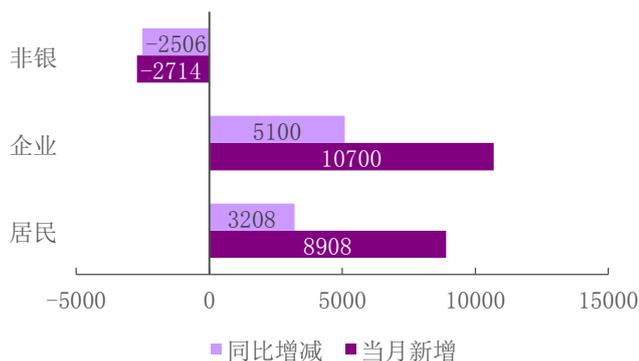
3 月份信贷和社融双双高增，信贷资源的可得性增加，有助于驱动市场形成经济回暖的共识，结合当前市场环境，降准等政策放松预期将有所减弱。我们倾向于认为，虽然 1 季度金融数据偏暖而不狂热，但投资端可以“留一半清醒留一半醉”，在 4 月份经济金融数据公布前，继续沉浸于或将存在的经济预期改善之中，对银行股等顺周期性品种偏乐观。

表 1：3 月新增人民币贷款

单位：亿	当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减
新增人民币贷款	16900	5777	短期贷款及票据	8374	5632	中长期贷款	11105	2735			
居民	8908	3208	居民短期	4295	2263	居民中长期	4605	835			
企业	10700	5100	企业短期	3101	2272	企业中长期	6500	1900	票据融资	978	1097
非银	-2714	-2506									

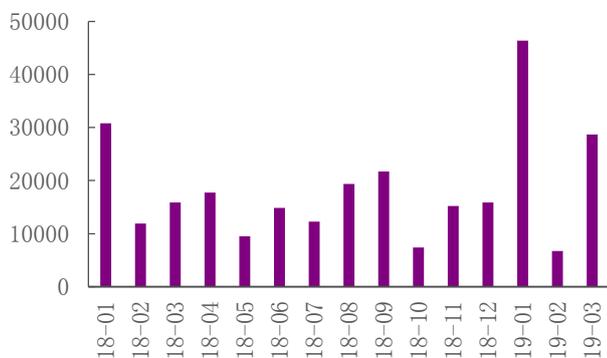
资料来源：人民银行，光大证券研究所

图 1：按投向划分新增贷款（亿）



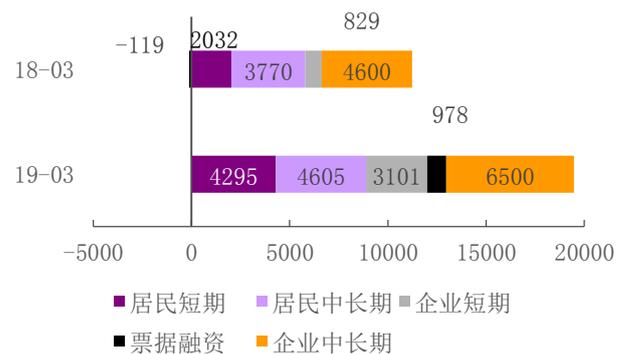
资料来源：人民银行，光大证券研究所

图 3：社融增量（亿）



资料来源：人民银行，光大证券研究所

图 2：按投向及期限划分新增贷款（亿）



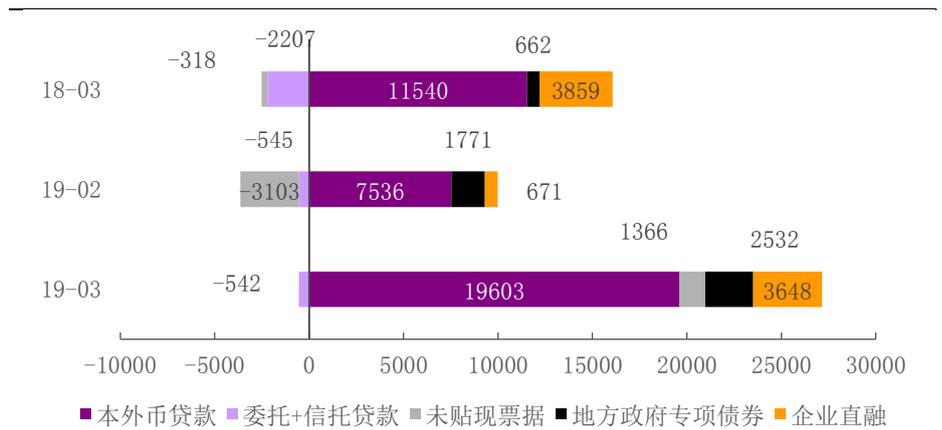
资料来源：人民银行，光大证券研究所

图 4：M1、M2 同比增速



资料来源：人民银行，光大证券研究所

图 5: 社融增量结构 (亿)



资料来源：人民银行，光大证券研究所

表 2: 3 月新增人民币存款

单位: 亿	当月新增	同比增减	环比增减
新增人民币存款	17300	2133	4200
居民	8800	3500	-4500
企业	19228	7528	31228
财政存款	-6928	-2125	-10170
非金融机构	-11349	-7149	-18106

资料来源：人民银行，光大证券研究所

风险提示：消费金融信用风险回升，银行资产质量改善不如预期

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼