

融资需求稳定信贷投放受限 货币政策易松难紧



寇宁

宏观经济分析师
宏观战略研究中心
一德研究院

邮箱: kouning@ydqh.com.cn

电话: (022) 28130235

网址: www.ydqh.com.cn

地址: 天津市和平区解放北路

188 号信达广场 16 层

邮编: 300042

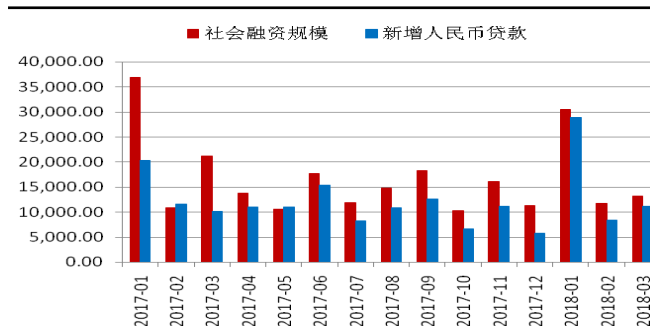
核心观点及内容摘要

- 3 月, 国内社会融资规模 13300 亿元, 较 2 月上涨 1564 亿元, 不及预期。国内新增信贷 11200 亿元, 高于 2 月的 8393 亿元, 略低于市场预期。M2 同比增长大幅回落至 8.2%, M1 同比增长降至 7.1%, 均不及前值及预期。
- 今年以来, 受商业银行表外业务监管加强的影响, 表外融资需求持续回落成为社会融资增长的主要拖累。3 月, 金融监管的加强仍是导致社会融资规模下降的主因, 而实体融资需求并未出现明显的回落。
- 在表外融资持续收缩的同时, 受债券市场利率持续下降的拉动, 债券融资今年以来持续上涨, 表外融资需求逐步向债券市场转移调整。
- 3 月, 国内新增信贷总体回升, 信贷结构出现分化。在表外融资大幅收缩的同时, 表内企业新增信贷并未出现增长, 这一方面与部分融资需求转向债券市场有关, 同时也显示出部分表外融资需求在回归表内信贷上发生了一定的抑制。
- 今年以来, 民间借贷成本总体走高, 部分佐证了随着表外融资受到监管, 表内信贷的回落主因信贷投放力度的下降, 并非因为实体融资需求的下滑。导致表内信贷偏紧的因素, 一方面或与表外融资收缩过快, 表内信贷短期承载能力有限有关, 另一方面, 商业银行对 PPP 等项目融资仍处于观望状态, 在一定程度上抑制了表内信贷的投放。
- 3 月, M2 超预期下滑主要受到居民、企业存款增长下降的影响, 与此同时, M1-M2 剪刀差负缺口有所加大, 在企业存款增长总体回落的情况下, 这可能反映出银行在负债端存在一定压力。
- 从 3 月国内金融数据看, 尽管在表外融资收缩同时, 表内企业信贷并未如债券融资一样出现上涨, 但这并非实体融资需求疲弱的原因。3 月, 实体信贷增长下滑及企业存款增长的放缓显示出目前商业银行不仅在资产端承接表外融资需求压力较大, 同时, 负债端面临一定的吸存压力, 这可能导致商业银行信贷投放能力下降, 在表外融资受政策限制持续收缩的情况下, 实体经济可能面临融资收紧的风险。在此情况下, 预计货币政策将维持宽松以支持银行系统流动性稳健, 支持实体经济融资需求。在货币政策维持宽松的预期下, 金融资产基本面维持稳健。对于商品市场而言, 目前大宗商品主要面临高利润带来的供应扩张的压力, 预计后市工业品价格维持跌势概率较大。

1. 社融、信贷回升 货币增速回落

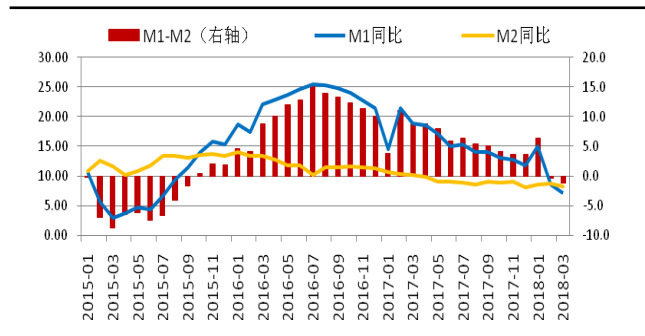
3月，国内社会融资规模 13300 亿元，较 2 月上涨 1564 亿元，不及 18000 亿元的市场预期。国内新增信贷 11200 亿元，高于 2 月的 8393 亿元，但略低于市场预期的 11755 亿元（见图 1）。3 月，M2 同比增长由 2 月的 8.8% 大幅回落至 8.2%，低于市场预期 8.9%，M1 同比增长降至 7.1%，不及 8.5% 的前值及 9.5% 的预期（见图 2）。

图 1：社会融资总额与新增人民币贷款（亿元）



资料来源：wind

图 2：M1、M2 及 M1-M2 (%)



资料来源：wind

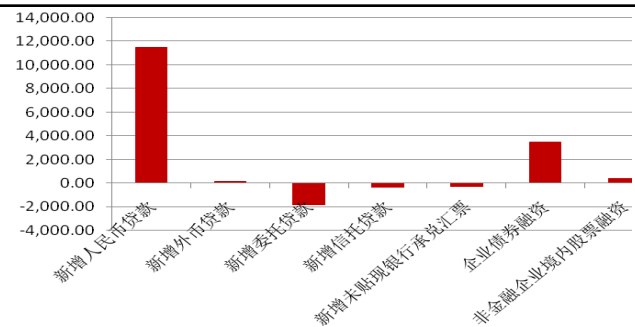
2. 表外融资延续回落 居民企业存款下降

1. 表外融资延续回落 社融结构持续调整

今年以来，受商业银行表外业务监管加强的影响，表外融资需求持续回落成为社会融资增长的主要拖累。3 月，国内社会融资规模 13300 亿元，而其中，新增委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票三大表外融资分别下降 1850 亿元、357 亿元、318 亿元，是国内社会融资不及预期的主要原因（见图 3）。此外，3 月国内社融融资环比多增 1564 亿元，其中，新增人民币贷款环比多增 1252 亿元、债券、股票等直接融资环比分别多增 2718 亿元、25 亿元，而新增委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票环比分别少增 1100 亿元、1017 亿元、420 亿元，进一步表明金融监管的加强仍是导致社会融资规模下降的主因，而实体融资需求并未出现明显的回落。

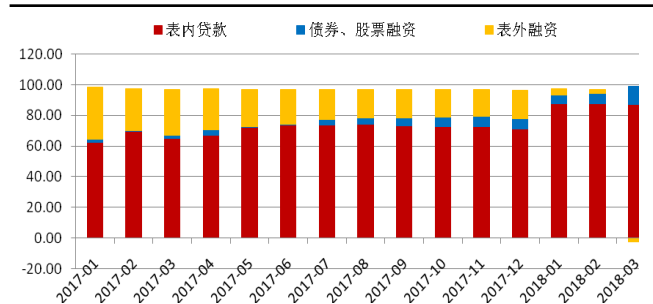
在表外融资持续收缩的同时，受债券市场利率持续下降的拉动，债券融资今年以来持续上涨。至 3 月，10 年期固定利率 AAA 级企业债发行利率由 1 月的 5.1% 降至 4.93%，4 月上旬进一步降至 4.74%。与此同时，国内债券融资 3 月出现了显著的增长。3 月，国内社会融资总额同比少增 7885 亿元，为 2015 年 3 月以来最低点，其中，表外融资合计大幅少增 10067 亿元、新增人民币贷款同比亦少增 135 亿元，而债券同比大幅多增 3310 亿元。至 2018 年 3 月，国内债券融资占社会融资比重由 2017 年的 2.31% 升至 9.6%，而表外融资占比由 18.36% 大幅回落至 -2.3%（见图 4），显示出表外融资需求逐步向债券市场转移调整。

图 3：3 月各融资渠道融资额当月值（亿元）



资料来源：wind

图 4：1-3 月各融资渠道融资额占社会融资额比重（%）



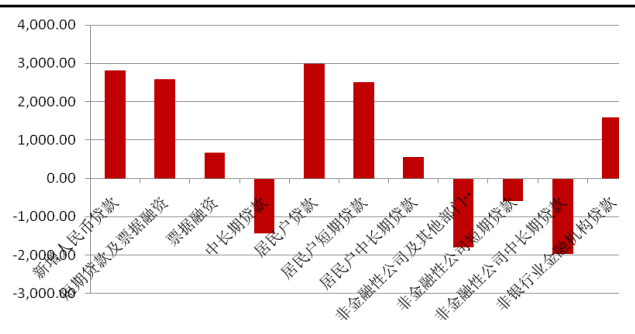
资料来源：wind

2. 票据融资增长 企业融资下滑

3 月，国内新增信贷总体回升，当月新增人民币贷款环比、同比分别多增 2807 亿元、1000 亿元。其中，票据融资 3 月延续增长，环比、同比分别多增 656 亿元、3773 亿元；企业新增贷款全面回落，其中企业新增中长期贷款环比、同比分别少增 1970 亿元、867 亿元，企业新增短期贷款环比、同比分别少增 579 亿元、1091 亿元。此外，新增居民贷款 3 月环比多增 2982 亿元，但同比少增 2244 亿元（见图 5、图 6）。

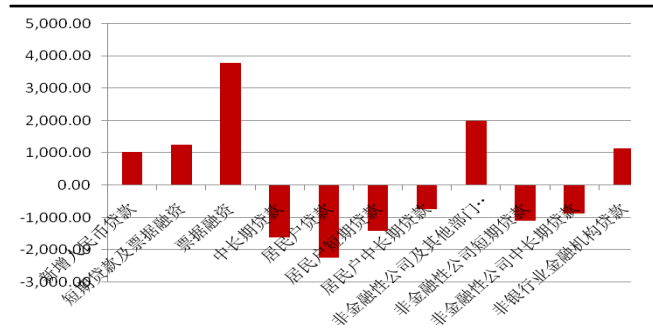
3 月，在国内新增信贷总体稳定的情况下，信贷结构出现一定分化。其中，在表外融资大幅收缩的同时，表内企业新增信贷并未出现增长，这一方面与部分融资需求转向债券市场有关，同时也显示出部分表外融资需求在回归表内信贷上发生了一定的抑制。从民间借贷市场走势看，今年以来，民间借贷成本总体走高，温州地区民间融资综合利率指数由 2017 年 11-12 月 15.3% 的均值，上涨至 2018 年 1-3 月的 15.49%，在金融市场利率总体较 2017 年下降的情况下，民间借贷利率的走高表明融资需求年初以来出现上涨，这部分佐证了随着表外融资受到监管，表内信贷的回落主因信贷投放力度的下降，并非因为实体融资需求的下滑。导致表内信贷偏紧的因素，一方面或与表外融资收缩过快，表内信贷短期承载能力有限有关，另一方面，对表外融资中占比较大的基建类项目，2017 年国家先后出台 192 号文、2059 号文规范 PPP 项目投资，在新政策推进情况尚不明确的情况下，商业银行对 PPP 等项目融资仍处于观望状态，在一定程度上抑制了表内信贷的投放。

图 5：金融机构新增人民币贷款环比变化（亿元）



资料来源：wind

图 6：金融机构新增人民币贷款同比变化（亿元）

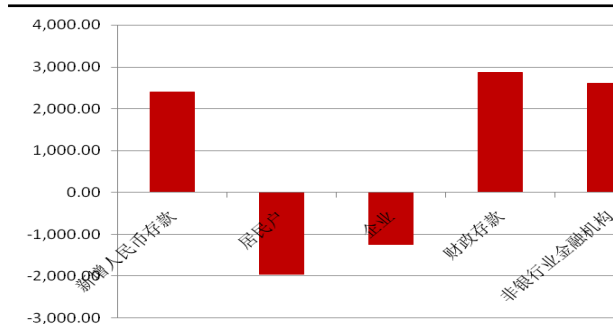


资料来源：wind

3. 居民、企业存款下降 银行负债端压力显现

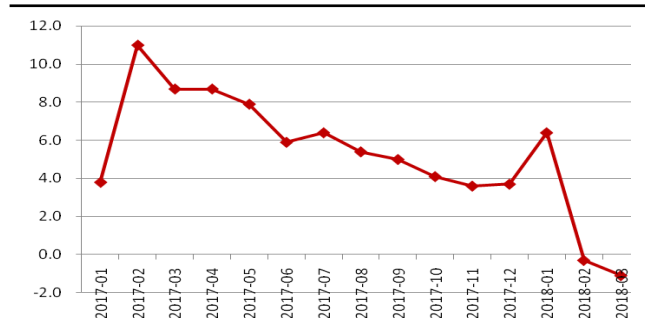
3月，M2同比超预期下滑主要受到居民、企业存款增长下降的影响，3月，金融机构新增人民币存款同比多增2400亿元，其中，居民存款与企业存款分别同比少增1963亿元、1243亿元，非银行业金融机构存款同比多增2610亿元（见图7）。与此同时，M1-M2剪刀差再度出现负值，且负缺口有所加大（见图8），显示企业定期存款占比增加，在企业存款增长总体回落的情况下，企业存款定期化或主要受到企业活期存款增长回落相对过快的影响，这可能反映出银行在负债端存在一定压力。

图7：金融机构新增人民币存款同比变化（亿元）



资料来源：wind

图8：M1-M2 (%)



资料来源：wind

3. 实体信贷存紧缩风险 货币政策易松难紧

从3月国内金融数据看，尽管在表外融资收缩同时，表内企业信贷并未如债券融资一样出现上涨，但这并非实体融资需求疲弱的原因。3月，实体信贷增长下滑及企业存款增长的放缓显示出目前商业银行不仅在资产端承接表外融资需求压力较大，同时，负债端面临一定的吸存压力，这可能导致商业银行信贷投放能力下降，在表外融资受政策限制持续收缩的情况下，实体经济可能面临融资收紧的风险。在此情况下，预计货币政策将维持宽松以支持银行系统流动性稳健，支持实体经济融资需求。在货币政策维持宽松的预期下，金融资产基本面维持稳健。对于商品市场而言，目前大宗商品主要面临高利润带来的供应扩张的压力，预计后市工业品价格维持跌势概率较大。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。

联系方式

一德期货有限公司
 天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042
 TEL: 022-58298788
一德期货有限公司 研究院
 天津市和平区南京路君隆广场82-504 300051
 TEL: 022-59182510
一德期货有限公司 互联网金融部
 天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042
 TEL: 022-58298788
一德期货有限公司 资产管理部
 天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042
 TEL: 022-58298788
一德期货有限公司 市场发展部
 天津市和平区解放北路188号信达广场16层市场发展部 300042
 TEL: 022-58298788
一德期货有限公司 黑色事业部
 天津市和平区解放北路188号信达广场16层黑色事业部 300042
 TEL: 022-58298788
一德期货有限公司 能化事业部
 天津市和平区解放北路188号信达广场16层能化事业部 300042
 TEL: 022-59182510
一德期货有限公司 北京北三环东路营业部
 北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间 100013
 TEL: 010-88312088/88312150
一德期货有限公司 上海营业部
 上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室 200063
 TEL: 021-62573180/62574270

一德期货有限公司 天津营业部
 天津市南开区水上公园路水云花园C19号 300191
 TEL: 022-28139206
一德期货有限公司 天津滨海新区营业部
 天津开发区广场东路20号滨海金融街E4-C-208室 300457
 TEL: 022-59820932/59820933
一德期货有限公司 大连营业部
 大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座2303、2309、2310号房间
 TEL: 0411-84806701 116023
一德期货有限公司 郑州营业部
 郑州市金水区未来大道未来大厦803、804、805室 450008
 TEL: 0371-65612079/65612019
一德期货有限公司 淄博营业部
 山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
 TEL: 0533-3586709 255000
一德期货有限公司 宁波营业部
 浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号 315040
 TEL: 0574-87951915/87951925
一德期货有限公司 唐山营业部
 河北省唐山市路南区新华道100号万达广场A座1505室 063000
 TEL: 0315-5785511
一德期货有限公司 烟台营业部
 山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室 264006
 TEL: 0535-2163353/ 2169678

全国统一客服热线：400-7008-365

