绝对数大幅回升，但结构有待于优化

——评 3 月货币金融数据

内容提要：

人民币贷款、外币贷款、表外业务和直接融资与政府债券共同推动了社融规模的回升。而除了非银金融存款外的各项存款的回升推动了 M2 的回升。

3 月社融规模和 M2 均出现大幅回升，显示出货币政策逆周期调节加力。同时我们应该看到期限结构依旧为短期贷款为主，中长期贷款占比下降；新增直接投资比重也出现了明显的回落，并表现出债券热和股票冷的特点。地方政府债 3 月发行同比下降，在“两会”召开前，需要进一步下放地方债的发行额度。市场流动性比较充足，但结构性问题依旧存在，央行的结构性降准和推进利率市场化旨在解决结构性问题。

央行今天公布了金融货币数据，数据显示，新增社融规模和 m2 等金融数据同比与环比大幅回升，货币政策的逆周期调节开始发力。

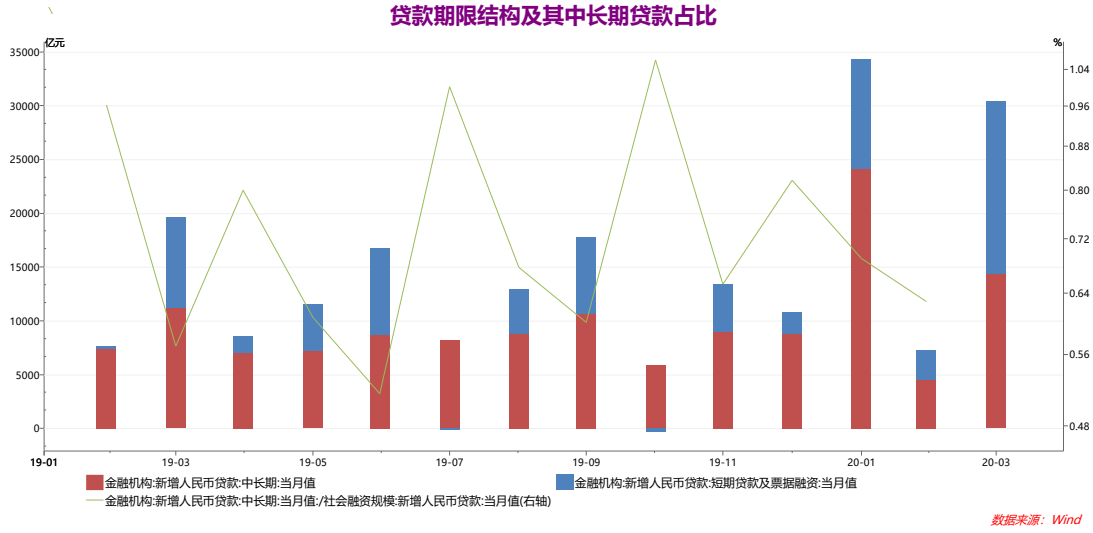
一．社融规模分析

数据显示，三月新增社融规模达到 51627 亿元，同比与环比数大幅回升，其中，新增人民币贷款 30374 亿元，占比从 84%回落到 58.8%。其中，新增居民贷款 9892 亿元，新增非金融企业贷款 20500 亿元，新增非银金融企业贷款为-1948

亿元，出现环比减少，但同比依旧表现为少减。

从期限结构看，中长期贷款比重下降。中长期贷款 14381 亿元，占比为 47.34%，占比继续从 63%回落到 47.3%。在居民户方面，主要表现为短期贷款同比多增明显，中长期贷款仅仅同比回升了 2.89%。而在企业客户方面，短期贷款同比增速明显快于中长期贷款同比速，前者达到 182.23%，后者为 46.71%。

图 1：贷款期限结构及其中长期贷款占比

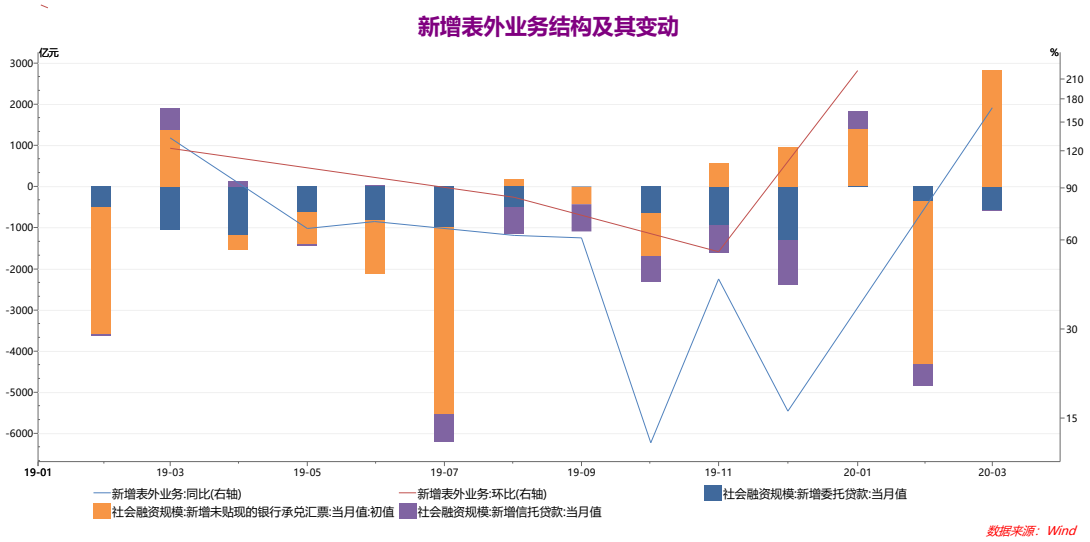


资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

新增外币贷款 1145 亿元。新增外币贷款连续 3 个月出现正增加。

在表外业务方面，新增表外业务 2208 亿元，主要贡献为新增未承兑贴现票据 2818 亿元。委托贷款依旧萎缩，但同比表现为少减。而信托贷款萎缩，而且同比大幅下降。

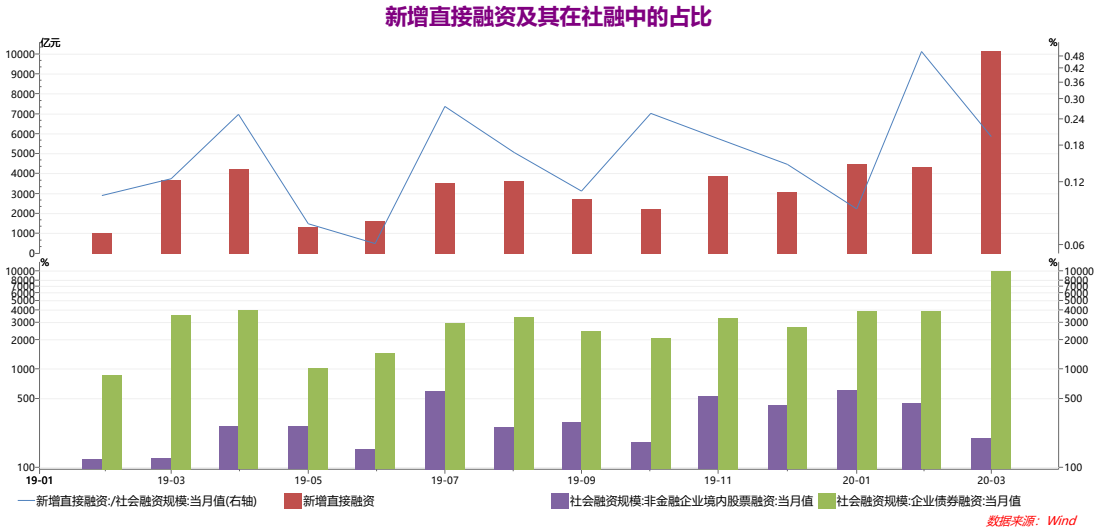
图 2：新增表外业务结构及其变动



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

在企业直接融资方面， 3 月新增企业直接融资占新增社会融资规模的比例从 50%回落到 20%。从绝对值看，新增 10150 亿元，，其中，新增股票融资 197 亿元，低于前值的 449 亿元，但同比依旧增加；新增债券融资 9953 亿元，大大高于前值的 38603865 亿元，同比也表现为大增。

图 3：新增直接融资及其在社融中的占比



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

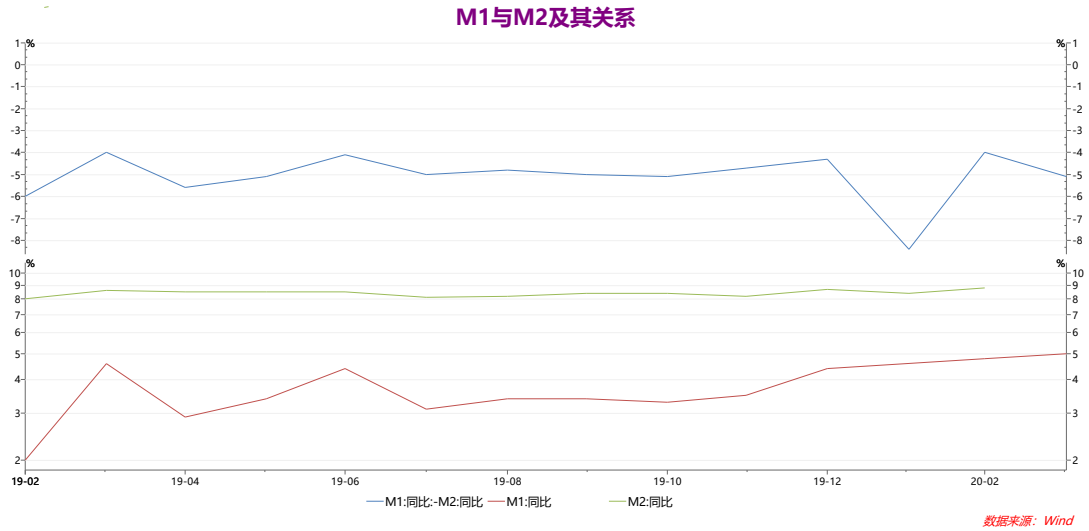
包括地方专项债在内的政府债券新增 6363 亿元，大大高于前值的 1824 亿元，也大大低于去年同期的 3412.8 亿元。1 月到 3 月新增政府债券合计以达到 15800 亿元。

中债数据显示，3 月，共发行了政府债券 7575.23 亿元，其中，国债发行了 3700 亿元，地方政府债发行了 3875.23 亿元，3 月地方政府债发行同比减少 37.95 亿元。数据还显示，1 到 3 月，共发行地方政府债 16105.08 亿元，同比增加了 14.49%。而国债发行了 7350 亿元，同比增加了 53.12%。

二． M1 与 M2 分析

3 月 M2 同比报 10.1%，较前值 8.8%快速回升。M1 报 4%，前值为 4.8%。M1 和 M2 的倒挂幅度急剧缩小到-5.1%.前值为-4.6%%。

图 4：M1 和 M2 及其关系



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

从 M1 的结构看，在 575100 亿元的 M1 中，单位活期存款为 492100 亿元，同比多增了 19466.034 亿元，环比多增了 27586.32 亿元；流通中货币为 83000 亿元，同比多增 8058.42 亿元。

在 M2 的结构中，各分项对 3 月 M2 构成了正向效应的有居民存款多增了 14700 亿元，财政存款多减了 425 亿元，非金融企业存款多增了 12621 亿元。对 3 月 M2 构成了负面向效应的是非银金融机构存款少减了 2989 亿元；

活期存款和企业存款及居民存款均表现为大幅多增，市场流动性比较充裕。

综上分析，人民币贷款、外币贷款、表外业务和直接融资与政府融资共同推动了社融规模的回升。而除了非银金融存款外的各项存款的回升推动了 M2 的回升。

3 月社融规模和 M2 均出现大幅回升，显示出货币政策逆周期调节加力。同时我们应该看到期限结构依旧为短期贷款为主，中长期贷款占比下降；新增直接投资比重也出现了回落，并表现出债券热和股票冷的特点。地方政府债 3 月发行同比下降，在“两会”召开前，需要进一步下放地方债的发行额度。市场流动性比较充足，但结构性问题依旧存在，央行的结构性降准和推进利率市场化旨在解决结构性问题。

（银河期货研究所 20200410）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:李宙雷　　投资咨询从业证书号:Z0013562　　E-mail:lizhoulei_qh@chinastock.com.cn