

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

相关研究

- 商品价格已是强弩之末，随时准备空
- 经济拐点就在当下
- CPI 双双转正，PPI 超预期回升
- 1-2月出口料见顶回落，股弱债强趋势将形成

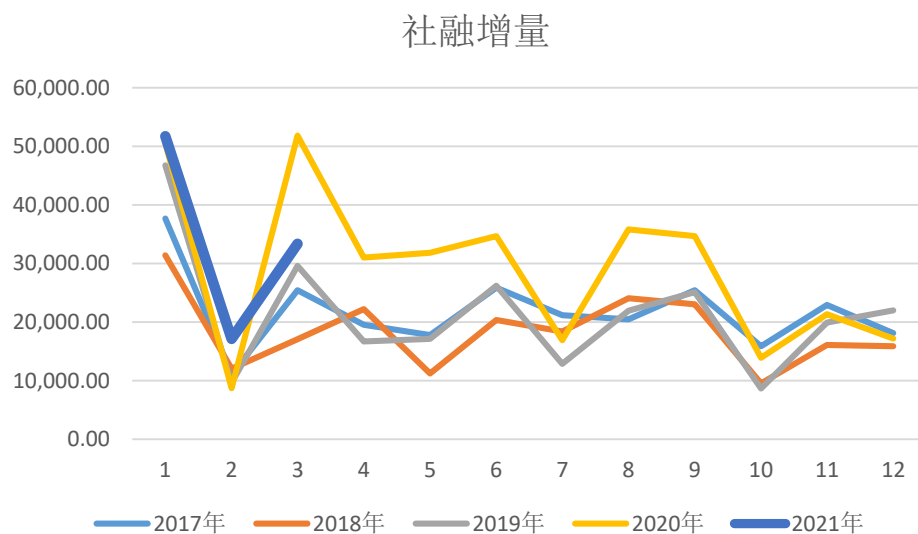
- 3月金融数据最大的要点是在右侧确认了各项金融指标的下行。由于金融数据是经济数据的先导指标，这也意味着在右侧进一步确认了经济延续下行的预期。
- 由于2020年3-5月的高基数，社融增速的下滑是市场可预期的。然而，3月M1增速的明显下滑是超出市场预期的。相比社融来说，M1的基数效应也有，但幅度并不大，M1增速在3月的明显下降更能说明经济动能在减弱。
- 尽管票据融资表现平稳，仍然处在被压降的状况，但未贴现银行承兑汇票大幅下降，这显示企业的融资需求在表内得到了满足，并没有大幅挤压到表外去融资。另外，从2月下旬开始，票据利率明显下降。这背后可能反映出需求的回落以及信贷资源的缓解。
- 在实体需求下降的同时，政府仍然维持了适度去杠杆的态势。信托贷款减少量明显增大，政府债券融资保持平稳。实体需求的下降和政策的收紧可能在一段时间内共存，直到经济下行的幅度达到一定程度之后才会促使政策放松。
- 因此，3月是从右侧确认了金融数据的下行，而这个下行趋势至少将维持一段时间。在此背景下，股弱债强的趋势或许还将延续。

风险提示：疫情超预期

3月金融数据最大的要点是在右侧确认了各项金融指标的下行。由于金融数据是经济数据的先导指标，这也意味着在右侧进一步确认了经济将延续下行的预期。在之前1月金融数据点评的报告（请见《首创证券宏观研究_最后的繁荣_2021年1月金融数据点评》）中，我们曾经提到1-2月的金融数据是最后的繁荣，如今3月的金融数据则从右侧确认了繁荣见顶的回落。

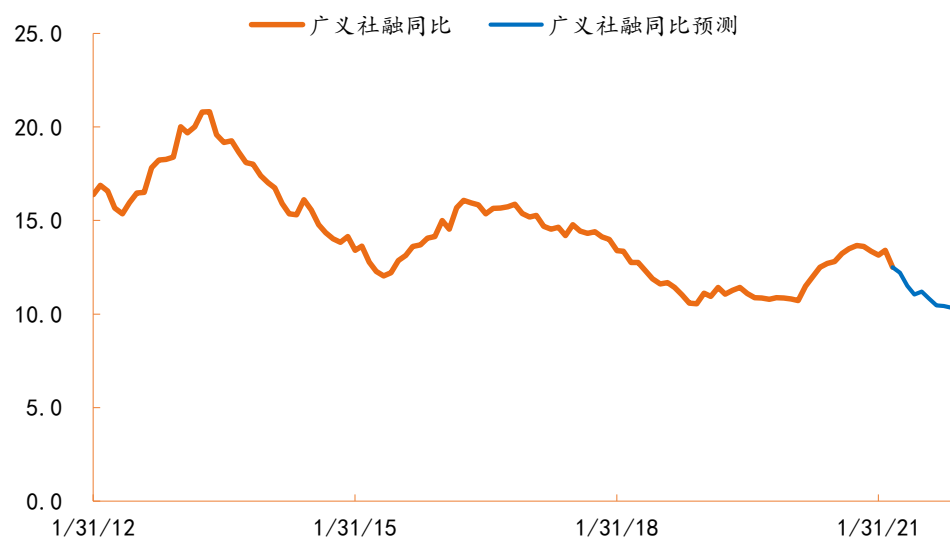
3月的社融增量为3.34万亿，比预期的3.7万亿略低，并不算很差，比2019年3月的数字也高，然而更重要的是看趋势。我们知道，1-2月的社融数据相当不错，但3月的社融数据动能是明显减弱的，这印证了我们关于1-2月是最后的繁荣的判断。

图1：社融增量（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券

图2：广义社融同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

首先，部分由于2020年3月高基数的原因，官方公布的社融同比增速从13.3%下滑一个百分点至12.3%。因为2020年4-5月的基数较高，2021年4-5月的社融同比可能继续大幅下滑一个百分点，即将接近2019年的均值水平。

由于2020年3-5月的高基数，社融增速的下滑是市场可预期的。然而，3月M1增速的明显下滑是超出市场预期的。相比社融来说，M1的基数效应也有，但幅度并不大，M1增速在3月的明显下降更能说明经济动能在减弱。

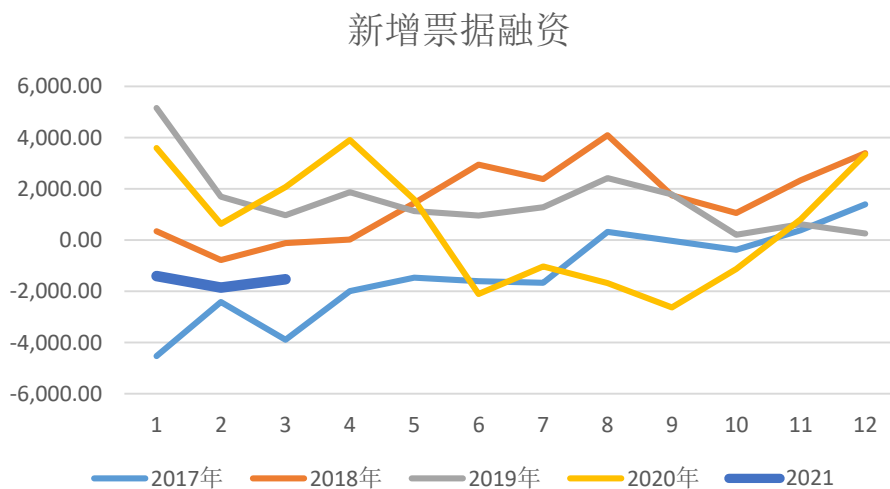
由于春节扰动，M1增速在1-2月的波动较大，1-2月的平均增速约在11.05%。然而，3月的M1增速仅为7.1%，较1-2月显著下降，M1明显处在下行趋势的右侧。从历史上的规律观察，M1同比与股市指数同比基本同比并高度正相关，因此，股市指数同比很可能处在下行趋势的右侧。与之类似的是，M2增速也处在下行趋势的右侧。

图3：M1增速下降明显



资料来源：Wind, 首创证券

图4：票据融资（亿元）

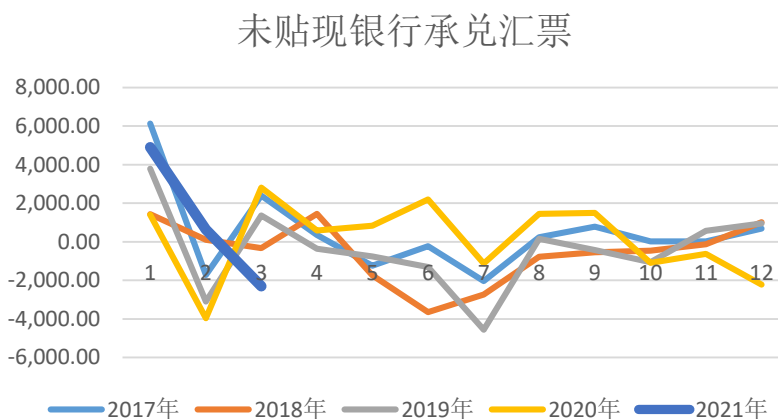


资料来源：Wind, 首创证券

3月的社融同比增速受到了高基数的影响,不少人会认为增速的下降是理所应当的,经济需求依然强势。然而,我们从细项数据观察,3月金融数据的动能已经相比1-2月明显下降。

1-2月的金融数据显示的特征是,“经济需求不错,但是央行控制了信贷总量,因此银行被迫压缩了票据以保证旺盛的中长期贷款需求。票据融资受压的结果是未贴现承兑汇票的明显上升。一方面许多汇票没法承兑,另一方面是需求旺盛但难以从表内融资,企业被迫从表外融资。”

图5: 未贴现的银行承兑汇票(亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

3月份的数据发生了较为明显的变化。尽管票据融资表现平稳,仍然处在被压降的状况,但未贴现银行承兑汇票大幅下降,这显示企业的融资需求在表内得到了满足,并没有大幅挤压到表外去融资。

图6: 票据利率下降明显



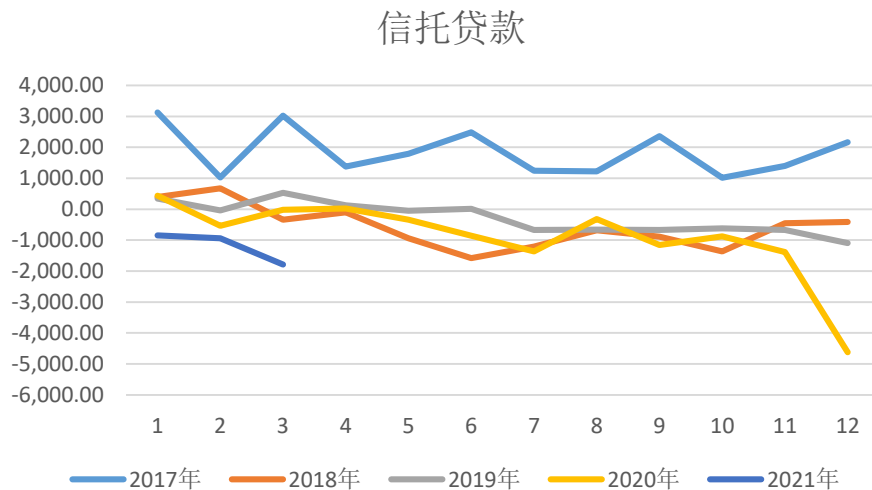
资料来源: Wind, 首创证券

另外,由于1-2月票据的挤压行为,1-2月的票据利率大幅攀升,反映出需求旺盛以及信贷资源的紧张。然而,从2月下旬开始,票据利率明显下降,这背后可能反映出需求的回落以及信贷资源的缓解。

在实体需求下降的同时，政府仍然维持了适度去杠杆的态势。信托贷款减少量明显增大，政府债券融资基本和 2017-2019 年的均值类似。一般来说，政府的决策会滞后于实体经济的变化。因此，实体需求的下降和政策的收紧可能在一段时间内共存，直到经济下行的幅度达到一定程度才会促使政策放松。因此，3 月是从右侧确认了金融数据的下行，而这个下行趋势至少将维持一段时间。

在此背景下，股弱债强的趋势或许还将延续。

图 7：信托贷款（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券

图 8：政府债券（亿元）



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_19152



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>