

2021年3月金融数据点评

货币政策的“跨周期设计”意味着什么？

■ 核心摘要

1、2021年3月新增社融3.34万亿，相比去年同期5.18万亿天量大幅下滑，从而社融存量同比显著下滑1个百分点至12.3%。我们试图从三个视角排除基数因素的扰动，认为**3月社融不弱**：1)相比2017-2019年3月均值来看，社融仍然显著多增；2)观察社融存量相比于2019年3月的年化增速，今年前三个月分别为：11.9%、12%、11.9%，可见3月社融对实体经济的支持力度并未下降；3)从历年一季度社融累计值来看，今年一季度仅次于去年水平，而且由于1-2月就地过年导致社融增量显著高于往年同期，3月社融增量比去年下降较多，但一季度加总仅比去年少增8367亿，存在月度平滑。

2、3月社融数据呈现几个特点：一是由于今年未启动地方债提前发行，一季度贷款占比超八成；二是表外融资大幅下降，主要是融资类信托的监管高压延续，表外票据融资大降，反映实体融资需求较好、3月社融数据水分较少；三是债市融资功能受到信用风险担忧的影响，股市融资功能仍温和受益于注册制改革。

3、3月新增人民币贷款2.73万亿，相比去年同期仅略降1200亿，表内贷款的强劲毋庸置疑。贷款存量增速仅较上月小幅下降0.3个百分点至12.6%。分项来看，3月新增贷款的拖累因素主要在于企业短期贷款和票据融资，而拉动因素主要在于企业中长期贷款和居民中长期贷款，**贷款结构仍然非常健康、金融支持实体颇为扎实**。从居民短期贷款的高增中，可以窥见近期三部门发文防止经营贷款流入房地产的触发因素。

4、3月M1同比较上月小幅下降0.3个百分点至7.1%；M2同比回落0.7个百分点至9.4%。考虑到M1和M2翘尾因素的大幅回落，3月货币供应量增速不低。居民部门存款仍显著强于季节性，体现随着经济复苏，资金向居民部门有效沉淀，对消费复苏有积极预示。按照近两年的货币供应量月度节奏预测，后续M1、M2同比增速势必趋于回落，反映货币政策向常态回归。

5、孙国峰司长在回应一季度货币政策例会删掉“不急转弯”表述时称，“下一步要坚持跨周期设计理念，兼顾当前和长远，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。**今年各项经济增长数据受基数扰动较大**，目前市场对实际GDP的预测均值四个季度分别为18.4%、7.8%、6.2%和5%，那么M2增速4月之后如果稳定在8.5%附近，就能够达到一定的跨周期调控效果，即上半年偏紧一点、下半年偏松一些。从这个角度来看，全年货币政策可能就是“稳健中性”，对货币政策收紧的预期或许不必太满。

一、排除基数扰动，3月社融不弱

2021年3月新增社融3.34万亿，相比去年同期5.18万亿天量大幅下滑，从而社融存量同比显著下滑1个百分点至12.3%。我们试图从三个视角排除基数因素的扰动，认为3月社融不弱：1) 相比2017-2019年3月均值来看，社融仍然显著多增；2) 观察社融存量相比于2019年3月的年化增速，今年前三个月分别为：11.9%、12%、11.9%，可见3月社融对实体经济的支持力度并未下降（就地过年小幅抬升了2月的社融增速）；3) 从历年一季度社融累计值来看，今年一季度仅次于去年水平，而且由于1-2月就地过年导致社融增量显著高于往年同期，3月社融增量比去年下降较多，但一季度加总仅比去年少增8367亿，存在月度平滑。

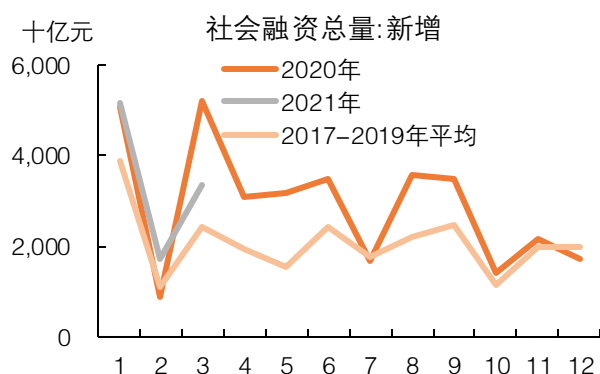
分项来看，3月社融数据呈现几个特点：一是由于今年未启动地方债提前发行，一季度贷款占比超八成；二是表外融资大幅压降，主要是融资类信托的监管高压延续，表外票据融资大降，反映实体融资需求较好、3月社融数据水分较少；三是债市融资功能受到信用风险担忧的影响，股市融资功能仍温和受益于注册制改革。具体地：

表内融资：3月社融口径新增人民币贷款2.75万亿，仅较去年同期少增2885亿，而大幅高于2017-2019年均值。事实上，今年前三个月，贷款占新增社融的比例高达82%，显著高于历年年度水平，主要源于今年政府债券发行大幅缩减。**新增外币贷款**283亿，较去年同期1145亿也大幅缩水，但相比2017-2019年同样不低。

表外融资：3月新增委托贷款-41亿，处于平稳状态，好于此前三个月。**新增信托贷款**-1791亿，仍然延续较快压降的趋势，据第一财经报道，一些信托公司收到了监管部门下发的2021年度“两压一降”具体指标，其中对信托融资类业务的压降计划是，在2020年压降计划的基础上再降20%，预计规模在1万亿，与2020年差不多。监管高压下，2021年信托贷款依然承压。**新增未贴现承兑汇票**-2297亿，大幅低于往年同期，从而意味着3月社融数据的“水分”较小，实体融资需求可观。

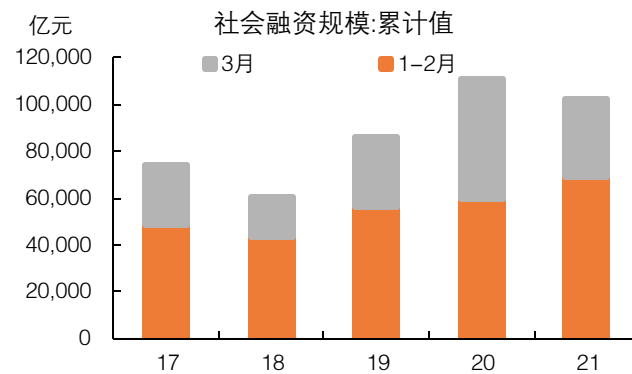
直接融资：3月新增企业债券融资3535亿，大幅低于去年同期的万亿规模，与2018、2019年水平相当，在信用风险隐忧较大、抗疫政策退出的情况下，债券市场融资回归常态。**非金融企业股票融资**783亿，相比去年8月的高点减少近半，但仍高于此前两年的水平，“注册制”改革继续发挥改善股市融资功能的作用。**政府债券融资**3130亿，相比2020年、2019年同期都有明显差距，今年地方债没有提前发行，对社融增长构成一定拖累。

图表1 3月社融相比2017-19年均值仍强



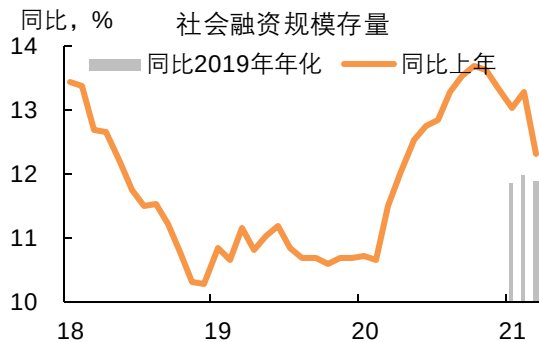
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 一季度社融增长存在月度平滑



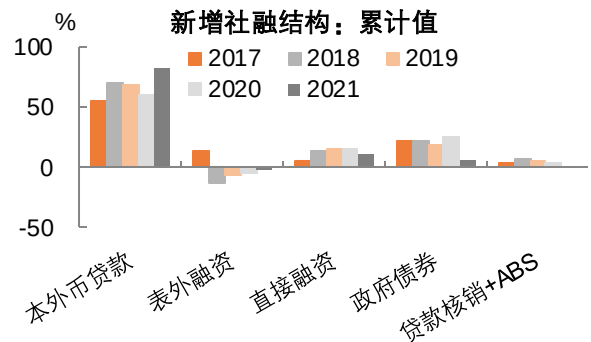
资料来源:wind, 平安证券研究所

图3 3月社融增速两年年化增速仅略低于2月



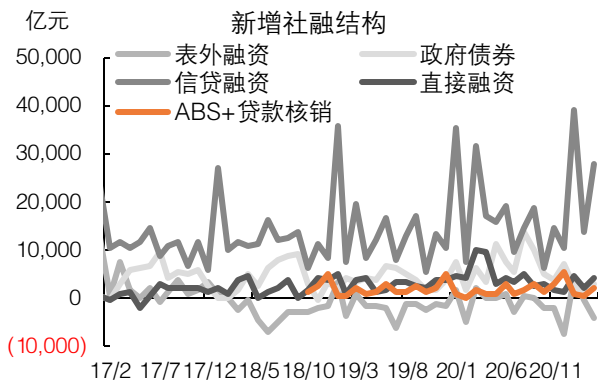
资料来源:wind, 平安证券研究所

图4 一季度贷款占社融比重高达82%



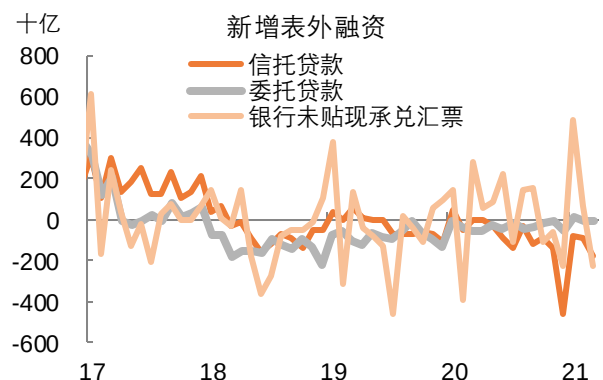
资料来源:wind, 平安证券研究所

图5 3月信贷融资与表外融资此涨彼消



资料来源:wind, 平安证券研究所

图6 3月信托贷款继续压降，表外票据低于往年同期



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、票据融资极弱，贷款结构优秀

3月新增人民币贷款 2.73 万亿，相比去年同期仅略降 1200 亿，表内贷款的强劲毋庸置疑。贷款存量增速仅较上月小幅下降 0.3 个百分点至 12.6%。

分项来看，3月新增贷款的拖累因素主要在于企业短期贷款和票据融资，而拉动因素主要在于企业中长期贷款和居民中长期贷款，贷款结构仍然非常健康、金融支持实体颇为扎实。从居民短期贷款的高增中，可以窥见近期三部门发文防止经营贷款流入房地产的触发因素。具体地：

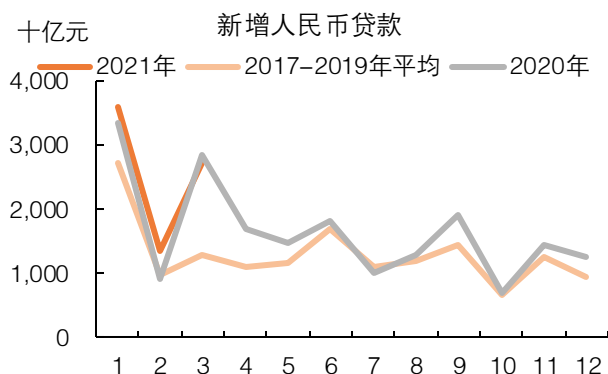
新增居民短期贷款 5242 亿，增长甚至超过去年同期高点，这是 3 月 26 日银保监会、住建部、央行三部门联合发文《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》的关键背景。事实上，去年 3 月-9 月居民短期贷款增长就持续强于过去两年同期，央行四季度货币政策执行报告就重点关注了居民部门债务风险问题，3 月居民短期贷款继续保持高增长，可能是触发监管层级加码的重要原因。**新增居民中长期贷款** 6239 亿，较去年同期多增 1501 亿，侧面反映房地产销售景气仍高，房企资金来源仍有保证。

新增企业短期贷款 3748 亿，比去年同期抗疫政策发力期间大幅少增 5052 亿，回归常态；**新增企业中长期贷款** 1.33 万亿，比去年同期高出 3700 亿，企业中长期融资旺盛，贷款结构仍然非常健康；**新增票据融资** 保持在 -1525 亿低位，将

表内与表外票据加总来看，3 月票据融资大幅低于往年同期水平，且走向相悖，再次印证融资需求旺盛，金融支持实体经济颇为扎实。

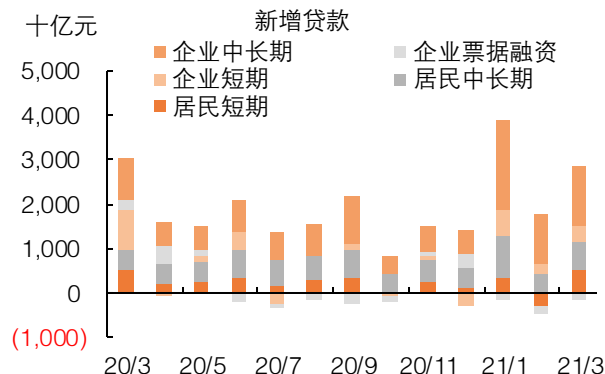
非银行业金融机构贷款-270 亿，较去年同期高出 1678 亿，也对 3 月新增贷款同比少降起到了一定作用。

图表7 3 月 新增人民币贷款仅略低于去年同期



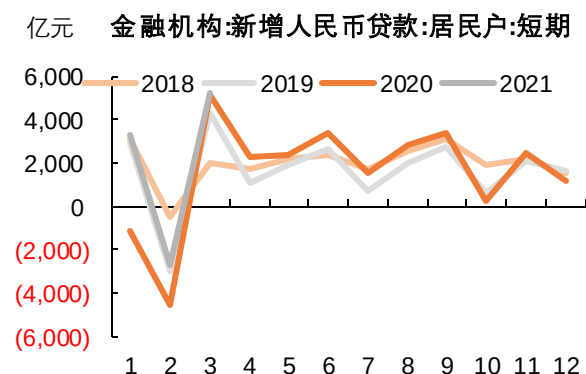
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 3 月中长期贷款仍为主力



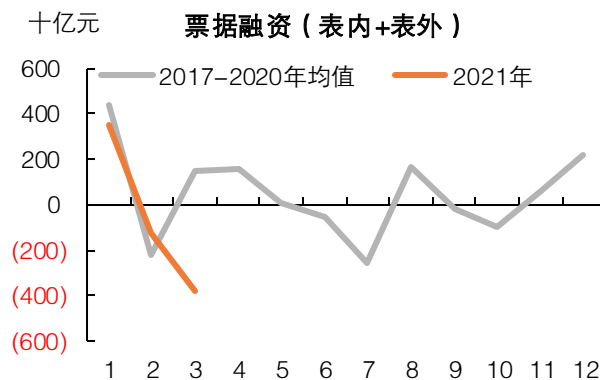
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 3 月 居民短期贷款超过去年同期



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 3 月 表内外票据融资与季节性走势背离



资料来源: wind, 平安证券研究所

三、货币供应向居民部门更多沉淀

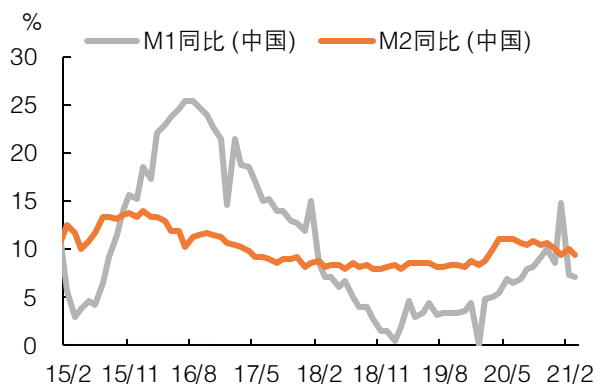
3 月 M1 同比较上月小幅下降 0.3 个百分点至 7.1%；M2 同比回落 0.7 个百分点至 9.4%。考虑到 M1 和 M2 翘尾因素的大幅回落，3 月货币供应量增速不低。按照近两年的货币供应量月度节奏预测，后续 M1、M2 同比增速势必趋于回落，反映货币政策向常态回归。

3 月新增人民币存款 3.63 万亿，较去年同期少增 5300 亿，仍大幅强于此前几年同期水平，存款余额增速回落 0.5 个百分点至 9.9%。其中，居民部门存款仍显著强于季节性，体现随着经济复苏，资金向居民部门有效沉淀，居民收入增长或有进一步恢复，对消费复苏有积极预示。而财政部门、企业部门和非银金融机构存款均回到往年同期水平附近，与这些部门经济活动已先行修复的状况相符。

孙国峰司长在回应一季度货币政策例会删掉“不急转弯”表述时称，“下一步要坚持跨周期设计理念，兼顾当前和长远，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速

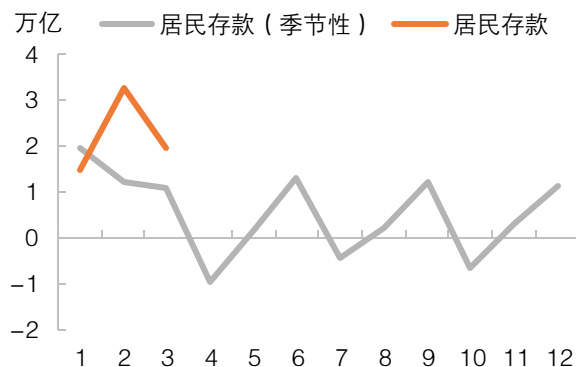
同名义经济增速基本匹配”。今年各项经济增长数据受基数扰动较大，目前市场对实际 GDP 的预测均值四个季度分别为 18.4%、7.8%、6.2%和 5%，那么 M2 增速 4 月之后如果稳定在 8.5%附近，就能够达到一定的跨周期调控效果，即上半年偏紧一点、下半年偏松一些。从这个角度来看，全年货币政策可能就是“稳健中性”，对货币政策收紧的预期或许不必太满。

图表11 3月 M1 和 M2 增速均小幅向下



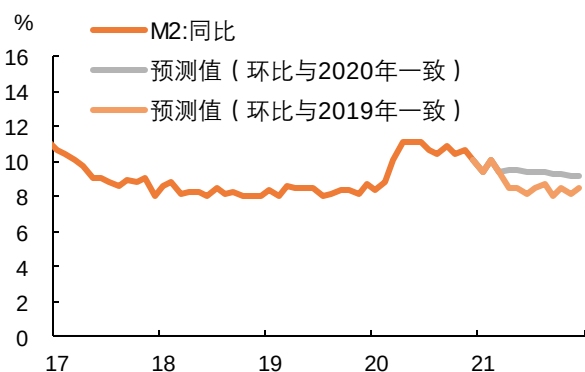
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表12 3月居民部门存款继续显著强于往年同期



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表13 2021年 M2 增速的形态是下台阶



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表14 2021年 M1 增速的形态是向下



资料来源:wind, 平安证券研究所

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_19156

