

宏观点评

信贷强、社融降，紧信用开始了吗？

事件：3月新增人民币贷款2.73万亿，预期2.3万亿，前值1.36万亿（2019年3月1.69万亿，2020年3月2.85万亿）；新增社融3.34万亿，预期3.7万亿，前值1.71万亿（2019年3月2.96万亿，2020年3月5.18万亿）；M2同比9.4%，预期9.5%，前值10.1%。

核心结论：3月信贷社融数据体现实体经济融资需求仍旺，但细节之处表明已经开始结构性紧信用。

1.新增信贷超预期，总体反映了实体经济融资需求旺盛。其中，居民贷款同比大增，短贷和中长贷新增规模均较为可观，反映消费改善和地产景气度较高；企业中长贷同比继续大幅多增，反映中长期融资需求较旺。3月新增信贷2.73万亿，较2020年同期少增1200亿，较2019年同期多增1.04万亿。其中居民贷款新增11479亿，同比多增1614亿；企业贷款新增1.6万亿，同比少增4500亿；非银机构贷款减少270亿，同比少减1678亿。金融机构信贷余额同比增长12.6%，较前值小幅回落0.3个百分点。预计今年信贷增速整体较去年回落1-2个百分点。

1)居民端：居民贷款连续3个月同比多增，与消费修复和楼市火热有关。3月居民短贷增加5242亿元，同比多增98亿元。一方面，居民短贷连续3个月同比多增，与下游消费持续修复有关。数据显示，3月狭义和广义乘用车销量同比均增长67%左右，销量基本恢复至2019年同期水平。另一方面，3月居民短贷同比多增量较1-2月减少（1月同比多增4427亿，2月1813亿，3月98亿），应与严禁消费贷违规流入房地产市场和控制居民杠杆率有关。3月居民中长贷新增6239亿元，同比多增1501亿元，连续3个月同比多增，与楼市依旧火爆有关。今年3月30大中城市商品房销售面积同比增速达到87%，较2019年同期增加18%。往后看，3月26日，银保监会、住建部、央行联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》；4月8日住建部约谈广州、合肥等5城市，均指向后续房地产调控将继续趋严。

2)企业端：企业贷款同比少增，1-3月均呈现短贷少，中长贷多的特点，结构尚优反映实体经济融资需求仍较旺盛，但票据较少或与额度限制有关。3月企业贷款新增1.6万亿，同比少增4500亿元，其中表内票据融资减少1525亿元，同比少增3600亿元；企业短贷新增3748亿元，同比少增5004亿元，企业中长贷新增1.33万亿，同比多增3657亿元。**企业贷款延续短贷和票据同比少增，中长贷多增的结构特点，可能有三方面原因：**其一，主要与基数有关。即去年同期受疫情影响，企业以短期融资为主，来缓解现金流压力，中长期融资需求受疫情压制；今年则相反。其二，体现了企业受地产、资本开支等支撑，中长期融资意愿较强。其三，可能也与贷款额度收紧，票据和企业短贷为中长贷腾挪额度，以优先满足中长贷融资需求有关。作为侧面印证的是，3月贴现利率趋势下行，但表内票据环比只少减330亿元，可能与额度限制有关。

2.新增社融不及预期，表内贷款提供支撑，企业债券和政府债券贡献度低，表外融资大幅减少，其中表外票据和信托贷款是主拖累。3月新增社融3.34万亿，较2020年同期少增1.84万亿，较2019年同期多增3798亿元。社融存量同比增速回落1个百分点至12.3%，剔除政府债券口径的同比增速回落近1个百分点至11.16%。往后看，我们维持全年社融增速回落2个百分点左右的判断，不过回落过程可能较为温和，后续政府债券发行节奏加快也将对社融带来支撑。

1)贷款仍是主支撑。社融口径新增人民币贷款2.75万亿，同比少增2885亿元但绝对数量仍高，反映消费修复，地产火热和企业融资需求仍较为强劲。

2)表外融资是主拖累，其中表外票据、信托贷款大幅减少。以委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票为主的表外融资减少4129亿元，同比少增6338亿元，较2019年同期减少4952亿元。其中信托贷款减少1791亿元，同比多减1770亿元，较2019年同期多减2319亿元，连续7个月同比少增，与信托“两压一降”要求有关，即压缩信托通道业务和违规融资类业务规模，加大对表内外风险资产的处置。新增未贴现银行承兑汇票减少2297亿元，同比少增5115亿元，较2019年同期少增3662亿元。一方面，基数较高。去年同期疫情首先冲击中小微企业、餐饮旅游等行业，逆周期政策主要缓解的是企业短期现金流断裂风险，因此票据和短贷增加较多，表外票据增加2818亿元，导致基数较高。另一方面，与2018和2019年同期相比，今年3月表外票据也大幅减少，且表外加表的票据总量减少3822亿元，反映额度可能有所收紧。

3)发债进度仍然偏慢，政府债券同比少增。3月新增政府债券3130亿元，同比少增3214亿元。展望4月，由于4月政府债券到期量达到9000亿元以上，因此预计净融资规模也将较低，政府债券对社融的支撑力度可能仍较有限。

4)企业债券同比大幅少增，但基本持平2019年，总体较平稳。3月企业债券新增3535亿元，虽同比少增6396亿元，但基本持平2018-2019年同期，总体看企业债券发行节奏较为平稳。

3.M1、M2双双回落，M1-M2负的剪刀差小幅收窄。3月M1同比回落0.3个百分点至7.1%；M2同比回落0.7个百分点至9.4%。M1、M2同比走低有基数上行的因素（2020年3月M1同比上行0.2个百分点至5%，M2同比上行1.3个百分点至10.1%），也与社融和贷款余额增速下降有关。存款端，3月居民和企业存款同比少增，非银机构存款同比大幅多增1.1万亿。财政存款减少4854亿元，符合季初高、季末低的特点，但同比仍然多增2499亿元，反映了财政投放仍然偏慢。总体看，地产销售景气度仍高，PPI回升可能对M1形成支撑，在“防风险、严监管、稳杠杆”要求下，预计M2同比较去年回落1-2个百分点，部分月份可能降至9%以下。

4.展望：政策组合将表现为“紧信用+稳货币”，即：后续社融回落是大趋势，集中表现为房地产、去杠杆（国企和地方隐性债务）、信托等表外融资等三大领域趋于收紧；同时，信贷结构可能仍然不差（去年5月至今均如此），主因经济尚处顺周期带来的融资需求，以及给小微企业、制造业、绿色等领域的定向支持。我们也继续提示关注4月政治局会议的措辞变化。

信用端：总体看，3月信贷、社融规模尽管弱于去年同期，但强于2019年同期，而且结构尚优，居民贷款和企业中长贷持续多增表明实体经济融资需求仍然旺盛。但从3月信贷、社融中已能看到结构性紧信用的迹象，后续“防风险、稳杠杆、收信用”仍是必选项，但过程会较缓和：一方面，贷款额度收紧可能导致票据和短贷为中长贷腾挪额度，整体新增企业贷款量并不算高。但居民中长贷仍高，按揭收紧似乎还未显现，后续需持续观察。另一方面，表外票据和信托贷款大幅减少，表外融资可能受监管影响已经开始收缩，并成为拖累3月社融的主因。往后看，我们维持全年社融增速回落2个百分点左右的判断，趋势前高后低。

货币端：维持此前判断，货币政策边际从紧，但不会过快转向，总基调还是稳货币下的“结构性松”。结合央行Q1货币例会中对经济形势更加乐观，4.1央行发布会明确“必须管好货币总闸门”，4.8金稳会和4.9总理座谈会连续提示关注大宗商品价格等表述，货币政策预计适度从紧。但是，考虑到当前“宏观政策首要目标仍是保就业”、“推动实际贷款利率进一步降低”，并继续对制造业、小微企业、绿色、新经济实施定向支持，预计短期加加息概率较低，后续可能信贷回落幅度和力度均会小于社融。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济回暖不及预期，模型测算有偏差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

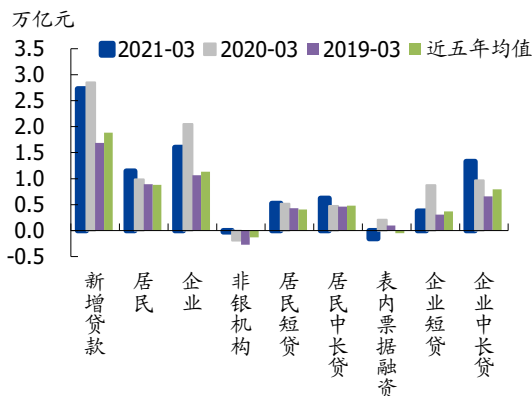
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《PPI持续超预期，有哪些经济与政策的信号？》2021-04-09
- 2、《金融数据全面超预期的背后》2021-03-11
- 3、《天量信贷和社融释放了什么信号？》2021-02-09
- 4、《央行四季度货币政策报告的7大信号》2021-02-09
- 5、《如何理解近期央行“纠结”表态和“地量”操作？》2021-01-27
- 6、《12月社融显著不及预期，2021年呢？》2021-01-13
- 7、《如何理解货币政策“稳”字当头？》2021-01-09
- 8、《“此降非彼降”——如何看待社融增速拐头下降》2020-12-10
- 9、《重塑与重估——2021年宏观经济展望》2020-12-06
- 10、《信用已宽数月，有何特点？明年呢？——兼评10月金融数据》2020-11-12
- 11、《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》2020-10-23

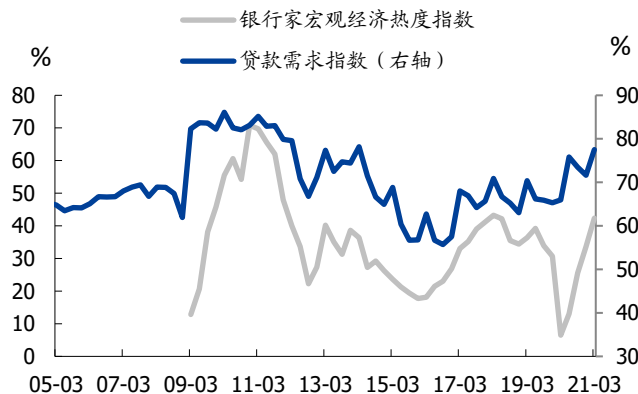


图表1: 3月居民贷款和企业中长贷同比多增



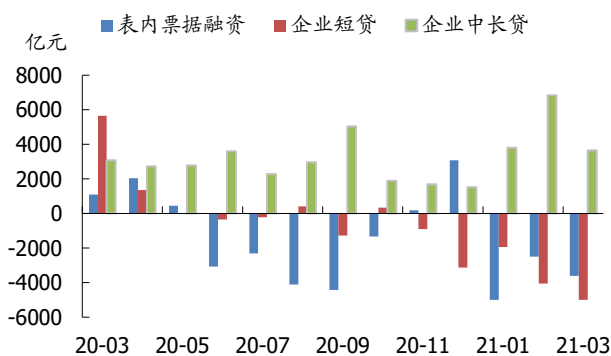
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 3月经济热度和贷款需求提升



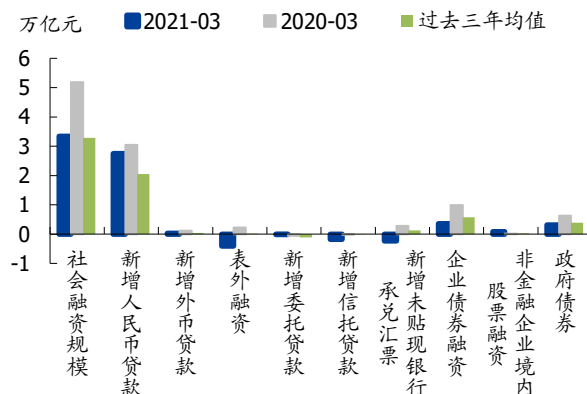
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 企业中长贷连续13个月同比多增



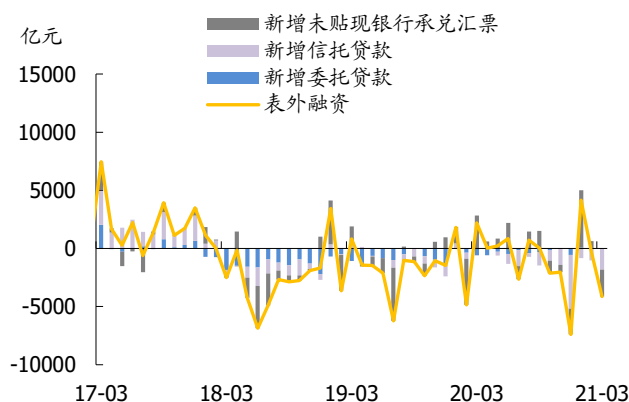
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表4: 3月新增社融低于2020年, 但高于过去三年同期均值



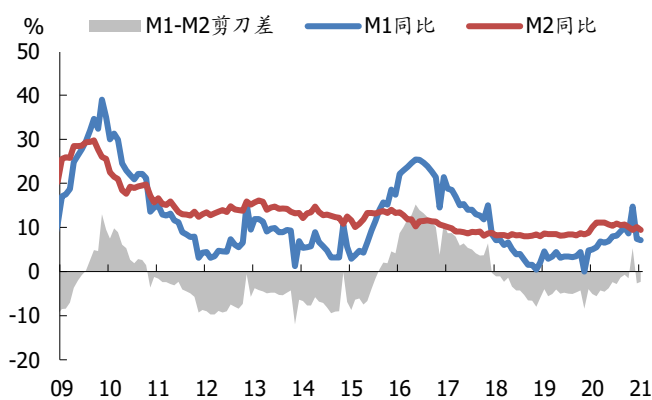
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 3月表外融资大幅减少



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 3月M1和M2同比双双回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_19160

