日期：2021 年 04 月 14 日

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

风险防控致“宽信用”状态临时改变

——2021 年 3 月份金融数据点评

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

“紧货币、宽信贷”的态势更稳固

很久以来，笔者一直将信贷增长超过货币增长的两者间组合状态，叫做“宽信贷、紧货币”。由于中国经济运行阶段不变，因此货币后撤不会改变货币、信贷增长间的组合结构。在现代信用货币体系下，货币是通常信贷创造的，经济行为主体和商业银行体系的行为，共同创造了信用环境。在货币政策临时性宽松边际后撤的影响下，信贷增长稳中趋落，但市场经营主体活跃度也无根本改善，使得金融机构同样信用创造带来的货币创造效应难以有效提升，使得两者间的差距短暂缩小后又扩大。

风险防控致“宽信用”状态临时改变

当下意义上的“宽信用”，是指社融增速超过信贷增速，即资本市场功能增强带来的金融发展和流动性宽松。2021 年 3 月份，中国社融增速回落到信贷增速下方，意味着笔者界定的“宽信用”状态终结，这是当前流动性环境最显著的变化。从社会融资增长的分项看，3 月份社融增长的偏弱，主要在于信贷贷款和未贴现银行承兑汇票的收缩。而信托贷款和未贴现银行承兑汇票的减少，主要是受金融机构在风险防控指导下的临时性收缩。为防范资金流向楼市和空转，近期金融体系加强了资金流动监控和检查，使得非信贷渠道的融资活动受到影响。但从资本市场上的各类融资行为看，无论是标准化融资还是非标准化融资，资本市场融资行为依然活跃。故而笔者坚定认为，未来“宽信用”局面依然能重现！

静心等待降息、降准

中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。高货物贸易顺差局面或面临终结，汇率不可避免或受到影响，从而外汇储备增长趋弱压力也将上升。出于维持货币平稳的需要，国内降准对冲概率将上升。由于基础货币投放机制由外汇占款转向央行自创工具，因此要保持政策利率和货币增长的平稳，降准仍是未来不可更缺的选项！

事件： 3 月份金融数据公布

广义货币增长 9.4%。2021 年 3 月末，广义货币(M2)余额 227.65 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末和上年同期均低 0.7 个百分点；狭义货币(M1)余额 61.61 万亿元，同比增长 7.1%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.65 万亿元，同比增长 4.2%。一季度净投放现金 2229 亿元。

人民币各项贷款增长 12.6%。2021 年 3 月末，人民币贷款余额 180.41 万亿元，同比增长 12.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.1 个百分点。一季度人民币贷款增加 7.67 万亿元，同比多增 5741 亿元。分部门看，住户贷款增加 2.56 万亿元，其中，短期贷款增加 5829 亿元，中长期贷款增加 1.98 万亿元；企（事）业单位贷款增加 5.35 万亿元，其中，短期贷款增加 1.2 万亿元，中长期贷款增加 4.47 万亿元，票据融资减少 4785 亿元；非银行业金融机构贷款减少 2082 亿元。

人民币各项存款增长 9.9%。2021 年 3 月末，人民币存款余额 220.92 万亿元，同比增长 9.9%，增速比上月末低 0.5 个百分点，比上年同期高 0.6 个百分点。一季度人民币存款增加 8.35 万亿元，同比多增 2844 亿元。其中，住户存款增加 6.68 万亿元，非金融企业存款增加 2574 亿元，财政性存款减少 1633 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.17 万亿元。3 月份，人民币存款增加 3.63 万亿元，同比少增 4696 亿元。

3 月社会融资规模增量为 3.34 万亿元，比上年同期少 1.84 万亿元。一季度对实体经济发放的人民币贷款增加 7.91 万亿元，同比多增 6589 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 1845 亿元，同比少增 65 亿元；委托贷款减少 50 亿元，同比少减 920 亿元；信托贷款减少 3569 亿元，同比多减 3439 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 3245 亿元，同比多增 2985 亿元；企业债券净融资 8614 亿元，同比少 9178 亿元；政府债券净融资 6584 亿元，同比少 9197 亿元；非金融企业境内股票融资 2467 亿元，同比多 1212 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1.信贷、货币增长如预期回落

货币当局多次表态要保持货币政策的稳定性，坚持货币政策的正常化，这实际上已向市场清晰的表明了政策指向：维持流动性环境平稳中缓缓后撤，稳中偏紧的货币环境重新成为政策偏好。实际上，伴随经济和疫情形势的改变，货币边际后撤早已成为市场共识。2021 年 3 月末，广义货币(M2)余额 227.65 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末和上年同期均低 0.7 个百分点；狭义货币(M1)余额 61.61 万亿元，同比增长 7.1%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点。3 月份，人民币贷款增加 2.73 万亿元，同比少增 1039 亿元；月末人民币贷款余额 180.41 万亿元，同比增长 12.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.1 个百分点。和市场预期比较，信贷和货币增长虽都略低于市场预期，但从分布看，仍基本和市场预期基本一致，整体上仍保持了平稳态势。

表 1　2021 年 3 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	23500	9.5	12.8
Average	24559	9.6	12.7
High	31000	10.1	13.3
Low	16000	8.9	12.3
No of Forecasts	26	26	11
SHSC	30000	10.0	12.8

数据来源：Reuters，上海证券研究所

市场对信贷、货币增速在较长时期内保持了“稳中偏降”的预期，2 月份信贷、货币增速的回升要强于市场，但并没有改变市场对货币环境的预期。疫情受控后市场对疫情期间临时性宽松货币政策退出，有着高度一致的预期。2021 年 1 季度各月份间中国金融数据的波动状况，实际上表明了货币当局维持流动性环境，在平稳基准下在“偏紧”和“偏松”之间摇摆的事实，实际上对原先市场高度一致预期的边际后撤采用了“走走停停”策略——整体上维持平稳的同时，时而偏紧、时而偏松。这实际上也是最可行的货币政策策略，中性货币环境本就难以精确量化，经济和市场又在不断变化，货币当局维持中性流动性环境只能在“走走停停”中维持动态平衡。

2.“紧货币、宽信贷”的态势更稳固

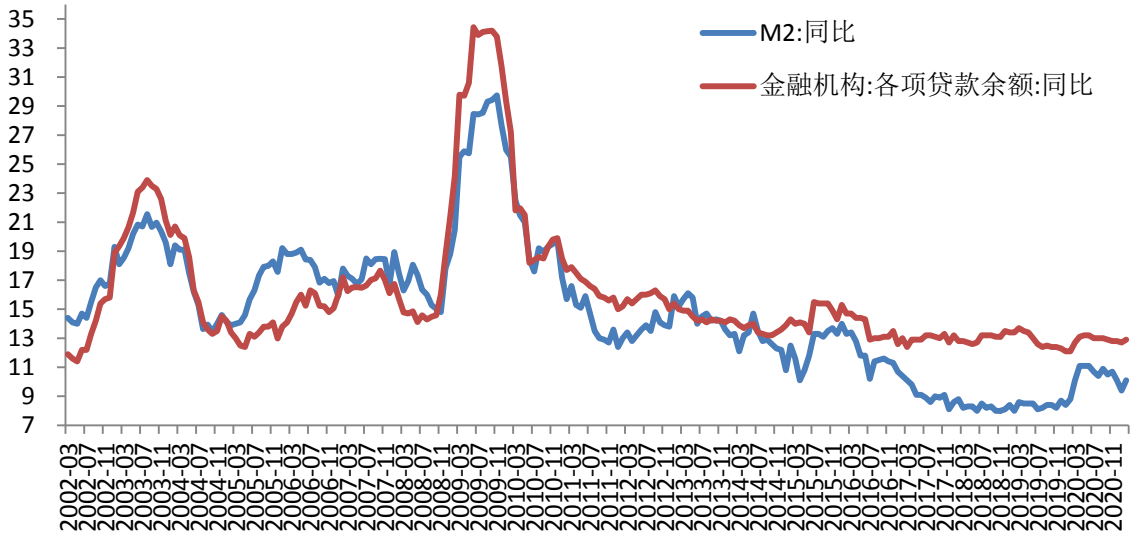
很久以来，笔者一直将信贷增长超过货币增长的两者间组合状态，叫做“宽信贷、紧货币”，而将相反的组合名为“宽货币、紧信贷”。两种状态实际上反映了经济运行状况和政策的周期性应对变化。货

币和信贷的增速间关系，实际上反映了经济运行状况和政策状态。在经济低迷时期，在货币当局的逆周期管理政策下，信贷增长将在宽松政策基调下较快增长；同时受非金融机构部门经营放缓的影响，同样信贷和信用创造下，货币创造效应下降，从而货币增长落后于信贷增长。在经济繁荣时期则会体现相反态势。

2014 年以来，中国经济开始进入“底部徘徊”阶段，信用创造的货币增长效应下降，货币增速持续低于信贷增速；伴随经济低迷程度的上升，两者间的差距也在扩大； 2020 年 2 季度后，中国经济强劲反弹，信贷增速和货币增速间的差距迅速缩小。但是，由于中国经济的核心问题楼市泡沫一直未有实质改观，因此经济位于底部阶段的特征不变，从而“紧货币、宽信贷”的状态也不会改变。2020Q2-2021Q1 期间的组合状态变化，并不会扭转组合特征。

由于中国经济运行阶段不变，因此货币后撤不会改变货币、信贷增长间的组合结构。在现代信用货币体系下，货币是通常信贷创造的，经济行为主体和商业银行体系的行为，共同创造了信用环境。在货币政策临时性宽松边际后撤的影响下，信贷增长稳中趋落，但市场经营主体活跃度也无根本改善，使得金融机构同样信用创造带来的货币创造效应难以有效提升，使得两者间的差距短暂缩小后又扩大。

图 1　中国信贷和货币增长的月度变化（%）



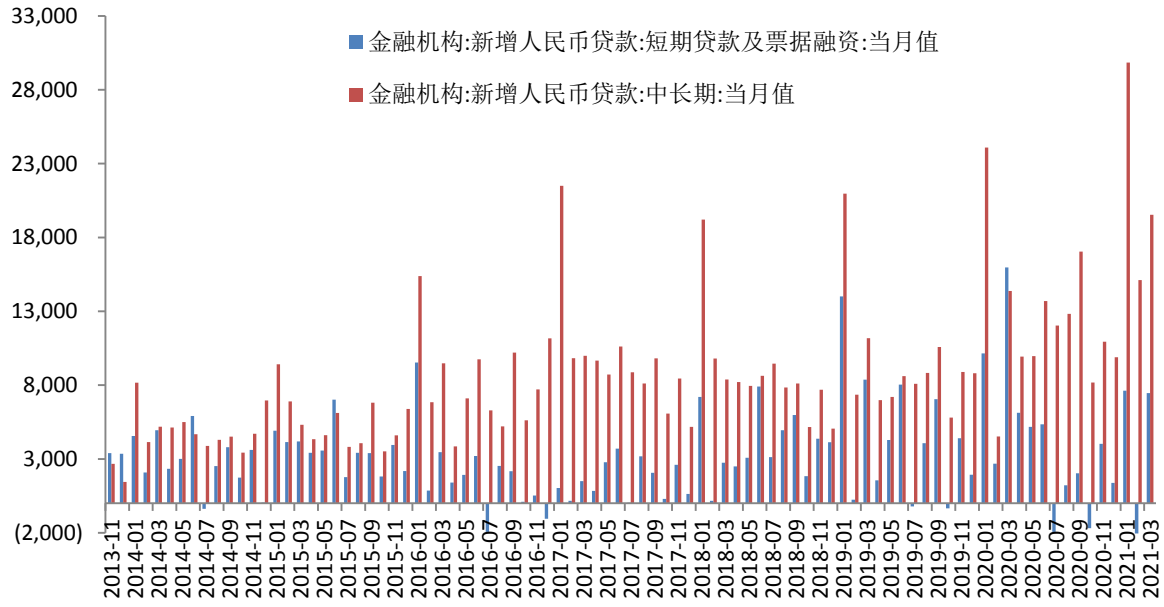
数据来源：Wind， 上海证券研究所

由于中国经济持续回暖的态势没有改变，因此预期两者的差距仍会缩小，但经济底部特征决定了2021年“宽货币、紧信贷”两者间的组合将会处于胶着状态。货币政策中性基调下的缓慢变动，不会改变流动性组合状态，货币增速超出货币增速的状态还将延续。

3.新增信贷长期化特征维持

通常来说经济繁荣时期，信贷的短期占比会提升，原因是经济活跃带来的经营性融资需求上升。而经济底部时期，经济活动中经营融资需求下降，政策性、激励性的信贷投放会增多，而这些政策性信贷投放通常是偏长期限的。因此新增信贷的长期化趋向，意味着信贷增长更多的仍是政策推动下金融机构主动投放的结果。经济活跃后非金融部门需求增长引起的信贷增长，通常会引起短期限的经营性融资比重上升。中国经济的回升已越过了疫情后的反弹回升阶段，经济回升速率提升局面基本结束，保持经济增长稳定的任务重趋上升。尽管当前的经济运行呈现了较高的增长数字，但那只是基数差异影响的结果。经济活力的增强仍需政策呵护，而政府刺激经济增长通常要以项目为抓手，因而在信贷领域就会表现为中长期信贷比重较高的持续状态来。3 月份的 2.7 万亿人民币新增贷款中，短期贷款和票据融资增加 7465 亿元，中长期贷款增加 19539 亿元。与历史同期相比，新增贷款长期化的明显特征持续。

图 2　中国信贷增长的期限分布（亿元）

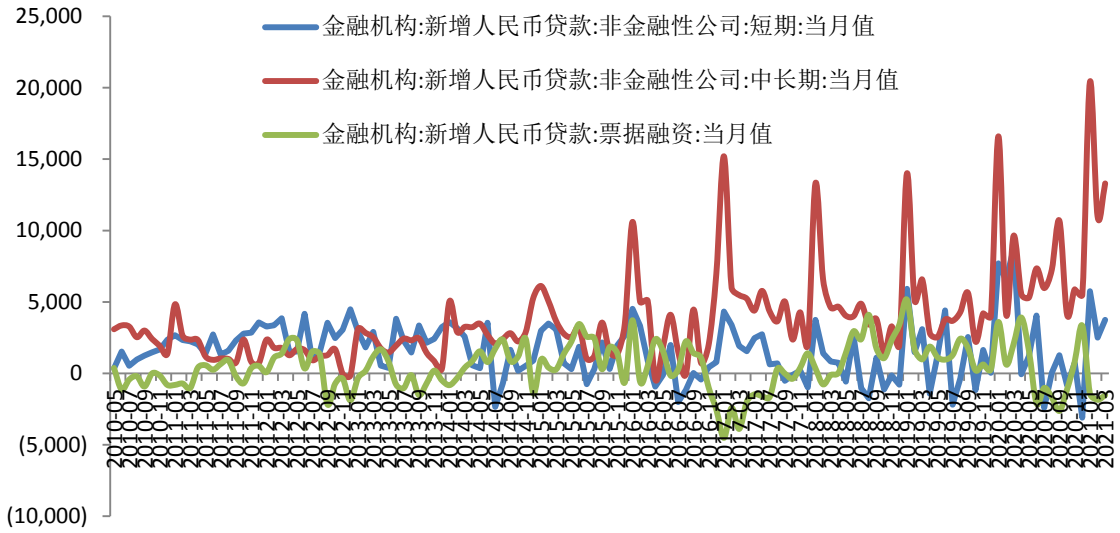


数据来源：Wind，　上海证券研究所

从信贷期限的历史变化看，2021 年以来，企业部门信贷增长的长期化态势更趋明显。从企业部门看，信贷期限的长期化成为企业部门信贷投放的显著特征，这和 2020 年疫情期间信贷期限均衡化的特征，构成了显著区别。2021 年 1 季度人民币贷款企（事）业单位部门增加 5.35 万亿元，其中，短期贷款增加 1.2 万亿元，中长期贷款增加 4.47 万亿元，票据融资减少 4785 亿元。企业部门信贷趋于长期化，意味着经济内在活力仍需要增强，亦表明中国当期经济运行

仍处于底部阶段。

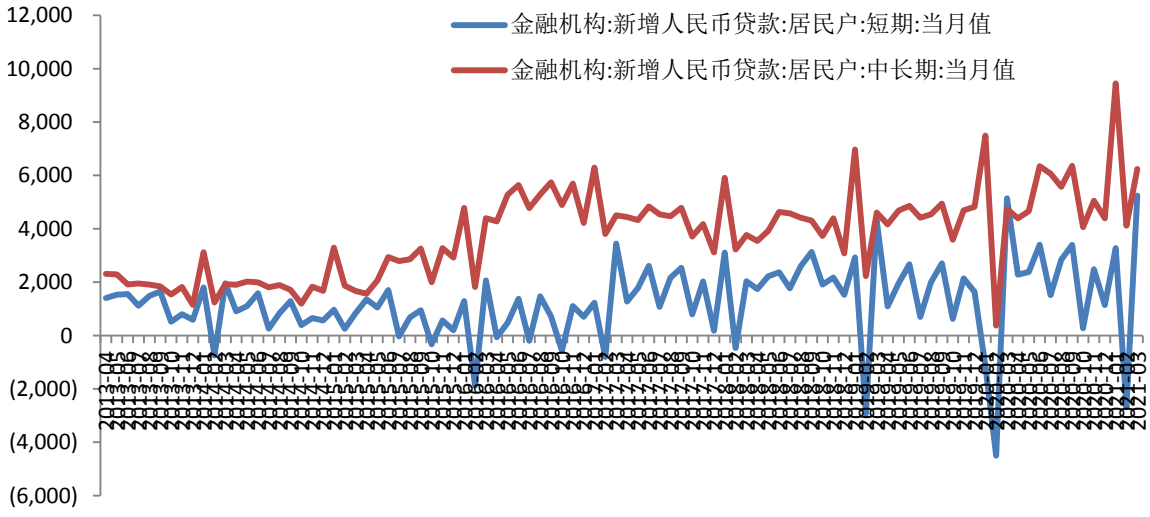
图 3 中国企业部门信贷增长的期限变化（亿元）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

3 月份新增信贷期限结构方面，居民部门呈现了反常的短期化倾向，但这种态势不会持续。3 月份居民部门的 11484 亿人民币新增贷款中，短期贷款增加 5242 亿元，中长期贷款增加 6239 亿元。当前期监管部门严查经营性贷款资金流向的运动结束后，居民部门经营性贷款重又恢复增长，故而居民部门短期贷款出现了临时暴增。我们认为：2021 年以来居民新增信贷的长期化，更多的来源于居民部门短期信贷的收缩。这实际上体现了银行部门在严查信贷资金流向的影响，也表明房地产领域仍然是新增信贷的主要流向地，楼市泡沫对金融的“向心”吸引力仍相当强大，楼市“虚火”仍旺。

图 4 中国居民部门信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

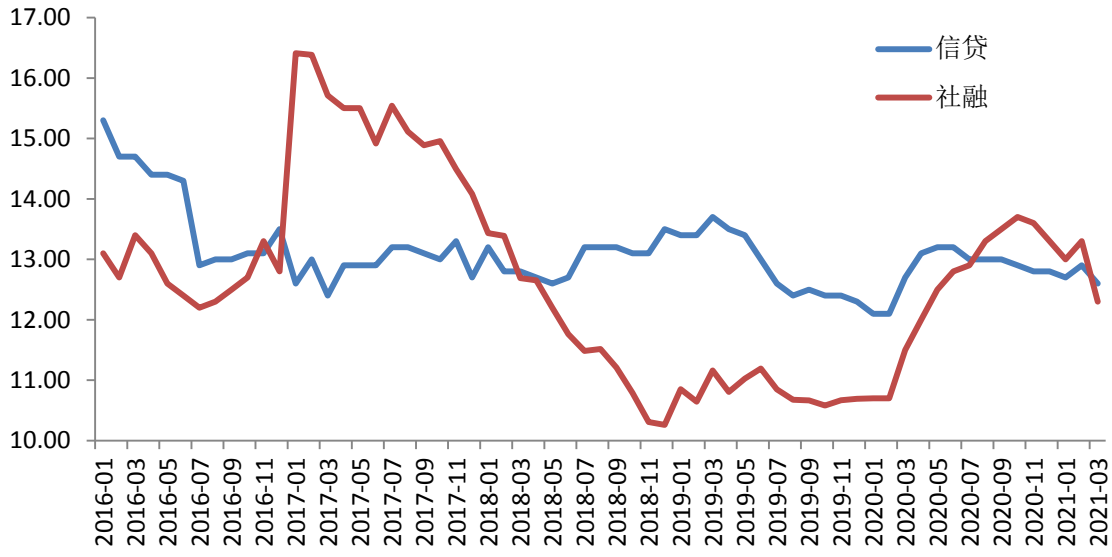
从实际情况看，楼市的活跃造就了居民部门信贷融资需求的高增长基础，部分居民甚至以各种名义套取银行短期资金，用作房产投资前期投入。从居民部门的信贷期限分布看，长期期限仍然是主流，按揭贷款增长仍然决定着居民信贷的增长状况。

事件影响：对经济和市场

4.风险防控致“宽信用”状态临时改变

传统的“宽信用”，是指信贷增速超越货币增速，此时市场能明显感受到货币环境的放松。但当下意义上的“宽信用”，是指社融增速超过信贷增速，即资本市场功能增强带来的金融发展和流动性宽松。2021 年 3 月份，中国社融增速回落到信贷增速下方，意味着笔者界定的“宽信用”状态终结，这是当前流动性环境最显著的变化。但这种“宽信用”的终结，并不是真正的流动性收紧，总体来看，当前流动性合理充裕，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。即从社融和货币本身增速上看，流动性增长水平合适，而我们界定的“宽信用”实际上是一种流动性结构状态，指非信贷融资的活跃。

图 5　中国信用增长的变化（同比/月，%）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

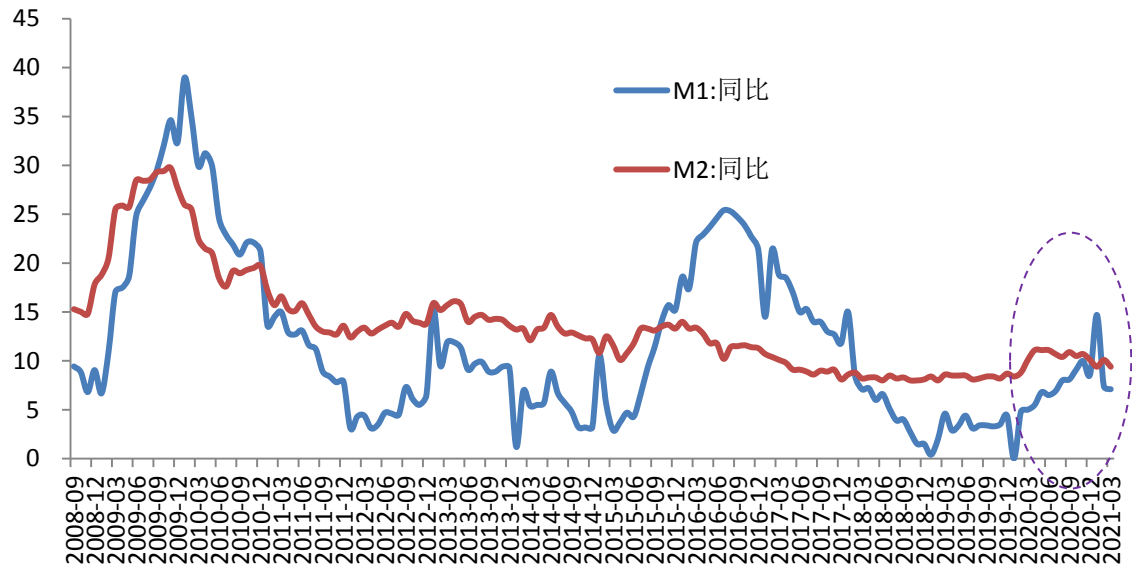
从社会融资增长的分项看，3 月份社融增长的偏弱，主要在于信贷贷款和未贴现银行承兑汇票的收缩。而信托贷款和未贴现银行承兑汇票的减少，主要是受金融机构在风险防控指导下的临时性收缩。货币当局在强调政策平稳的同时，加强了对金融风险防控的指导，以及新增流动性的投放结构控制，货币政策重心更多的强调直达实体。为防范资金流向楼市和空转，近期金融体系加强了资金流动监

控和检查，使得非信贷渠道的融资活动受到影响。但从资本市场上的各类融资行为看，无论是标准化融资还是非标准化融资，资本市场融资行为依然活跃。故而笔者坚定认为，未来“宽信用”局面依然能重现！通过发挥资本市场功能，提高货币积极性；这意味着未来货币积极性提高，有赖于货币中性下“宽信用”的发展！笔者一直指出，即使货币政策趋向边际后撤，造成货币环境稳中偏紧局面，由于资本市场功能发挥，宽信用将进一步得到发展，货币存量过多下，货币增量趋紧并不会对实体经济构成实质影响。货币存量过分充裕的状态，使得随着结构性货币政策效力的逐渐发挥，资本市场在实体经济中的融资作用进一步增强，使得中国流动性环境得以实现“紧货币”的同时，“宽信用”得到发展。在发挥资本市场功能的导向下，经济的疫情后强劲反弹，信贷增长的放缓的同时，社融就继续保持了增长回升的态势，就带来了“宽信用”局面的来临。笔者很早指出，随着经济进入后疫情时代，中国货币环境将重新回归中性，从而将带来“紧货币、宽信用”的完美组合状态。2020 年 8 月后，社融增长开始超越信贷增长，随后经管差距有所波动，但货币增长超越信贷增长的局面，一直未有改变。

4.“货币金叉”梦灭

我们上月就指出，货币结构中的“货币金叉”难以确认，3 月份的货币增长结构间态势表明，前期 M1 上穿 M2 的现象是“伪金叉”。2021 年 3 月末，中国广义货币 M2 增速大幅回落至 9.4%，增速比上月末和上年同期均低 0.7 个百分点；狭义货币(M1)增长 7.1%，增速比上月末低 0.3 个百分点， M1 回到 M2 下方态势得到确认。

图 6　中国货币增长层次结构的变化（同比/月，%）



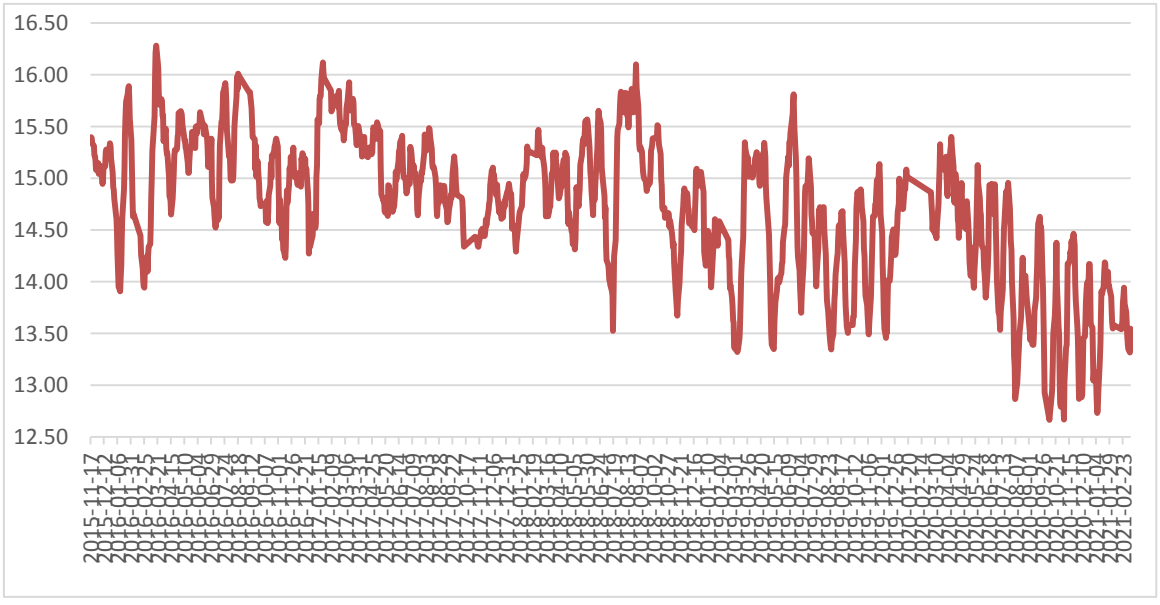
数据来源：Wind， 上海证券研究所

2020 年以来货币增长最大的变化，不在于 M2 增长跟随因疫情改变政策的变化的，而在于货币层次结构的改变：M2 保持相对平稳的同时 M1 出现了了快速回升的态势。M1 超越 M2 的增长，通常被认为是一种“货币金叉”现象。当经济周期走出底部，处于上升阶段时，企业经营活力上升，货币活性增加，故而 M1 会快于 M2 上升，在统计上就会表现为 M1 上穿 M2 的“货币金叉”现象。“货币金叉”意味着经济活力的上升，意味着经济周期性繁荣局面的到来。然而，中国经济要走出持续多年的底部，真正实现可持续增长，只有真正抑制楼市泡沫才能实现。从当前各种楼市调控措施看，楼市泡沫并未得到真正控制，经济内生活力仍待培育；使 M1 持续超越 M2 增长，成为一种趋势性特征，在经济层面，条件暂还不具备。

5.中小企业融资利率继续下行

从中小企业融资利率下降的实践效果看，虽然货币边际后撤使得在市场利率体系普遍回升的场景下，中小企业融资利率延续了趋向下行局面！从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，继续了趋势性下降态势。从同业市场交易情况判断，“防风险”和“去杠杆”政策累积效应渐现，货币市场杠杆整体水平呈现了稳中趋降态势，货币市场利率体系的下降趋势将形成，故中小企业融资利率也将延续下行。

图 6 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率，Average-10D）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

一季度银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 298.41 万亿元，日均成交 4.97 万亿元，日均成交同比增长 3.5%。其中，同业拆借日均成交同比下降 11.6%，现券日均成交同比下降 7.1%，

质押式回购日均成交同比增长 8.8%。3 月份同业拆借加权平均利率为 2.01%，比上月低 0.05 个百分点，比上年同期高 0.61 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.01%，比上月低 0.09 个百分点，比上年同期高 0.57 个百分点。

在结构性货币政策作用下爱，中国利率水平下降是一种方向性趋势。中国货币环境“存量过多、增量不足”的格局并没有改变，货币环境即使趋紧，在“直达实体”的结构性货币政策作用下，实体部门尤其是中小企业的融资利率下降趋势将延续。中国融资利率偏高的市场格局，主要是楼市泡沫持续从市场中吸取金融资源的结果，正是楼市泡沫造成了中国在较长时期以来的中小企业融资贵问题。实体之所以融资难、融资贵，尤其是中小企业的融资问题，主要是因为存在着房地产融资的竞争，房地产项目融资对金融的吸引力实在太强，金融机构实在无法抗拒！当前中小企业融资利率偏高局面仍没有改变，表明实体企业融资仍然难以有效竞争过房地产融资。在各方利益纠结下，虽然楼市泡沫仍未有得到控制迹象，政府对楼市政策的坚持给了市场比较一致和明确的预期，流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境逐渐得到好转。

事件预测：趋势判断

6.静心等待降息、降准

按照笔者的货币“二分法”框架，数量工具和价格工具是货币当局可以分开操作的工具，即货币当局对货币数量和货币价格可以单独控制。鉴于当期经济和金融形势的变化，货币当局有可能在维持货币增长平稳的同时，引导利率的下移。

虽然近期通胀预期较高，但观察通胀要回到价格决定的本源：供求关系。在后工业化时代的当今社会，需求通常是供求状态的决定因素。因此，笔者一直以为，经济低迷时期并不存在持续性的“通胀”——现实中出现的“高通胀”，并不是经济周期性繁荣带来的价格趋势性上涨，而只是“波动”。对消费品价格走势而言，由于经济仍处底部，随着猪肉涨价进程结构，CPI 低迷态势将延续。因此，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。

3 月进出口增长再超市场预期，不过这并不是一种好的预期：出口增长预期基本符合实际，但进口大幅回升，显著高出预期，导致当月货物贸易顺差大幅减小。结合进出口结构和国际贸易商品价格形

式变化，进口的大规模增长，应该是大宗商品价格上升的结果。由于全球放水，金融属性的强的大宗商品价格都有上涨的冲动，当前金融属性最强的金属和石油价格已显著回升，后续粮食等大宗品的价格回升也就顺理成章的成了市场强烈预期。随着疫苗普及，海外生产将逐渐恢复，加上基数效应消除，未来中国出口增长将逐渐回落，年底甚至或至同比收缩，但在价格影响下，进口增长或将维持高位，高货物贸易顺差局面或面临终结，汇率不可避免或受到影响，从而外汇储备增长趋弱压力也将上升。出于维持货币平稳的需要，国内降准对冲概率将上升。由于基础货币投放机制由外汇占款转向央行自创工具，因此要保持政策利率和货币增长的平稳，降准仍是未来不可更缺的选项！

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。