信贷结构继续转好，社融增速显著下行

——3 月金融数据点评

2021 年 04 月 13 日

- **事件：**2021 年 3 月，新增社融 3.34 万亿元（前值 1.71 万亿元），社融存量同比增速 12.3%，前值 13.3%，新增人民币贷款 2.73 万亿元，同比少增 1200 亿元，上月为 1.36 万亿元，M2 同比下行 0.7 个百分点至 9.4%，M1 同比由 7.4%下行至 7.1%。
- 信贷同比少增，受同期高基数影响，但仍为除去 2020 年 3 月以外的同期历史高点。**当月信贷主要受企业短端贷款收紧和票据融资走弱拖累，但企业端结构继续转好。**
- **企业中长期融资需求依然较为旺盛，短贷和票据融资需求逐步转弱。**年初优质信贷项目相对较为集中，银行 MPA 长端信贷占比考核，短贷受银行信贷额度收紧影响承压回落，多因素带动短端贷款下行。央行对中小微为企业贷款支持仍将延续，小微企业逾期率有所下行，经济仍在继续转好。
- **居民端信贷同比大幅多增，今年以来房地产市场的旺盛拉动了中长期贷款的上行，短贷高基数下小幅上行。**当前居民户的杠杆率已经处于相对高位，商品房成交仍保持高位，个人住房按揭贷款需求依然旺盛。经济进入复苏后半段的背景下，利率仍处于较低水平，居民的按揭需求或将维系房地产投资的景气度。但对房地产市场政策端的调控，或对未来信贷增量有所影响。对消费贷的监管加强，将对居民户短贷有一定压降影响。
- **社融回落主要来自政府债券、企业债券融资和表外票据融资。**3 月社融增速如期回落，增速明显下行，部分受高基数作用影响。非标融资中，信托贷款依然偏弱，“两压一降”的任务对后续非标下行压力仍存，信贷额度预期仍将偏紧。表外票据融资收缩部分受 1 年期票据大量到期影响。企业债融资同比大幅转弱，部分受去年高基数的影响，剔除基数效应，企业债融资较 2019 年依然偏弱，信用结构性收紧的背景下，伴随着信用风险上升的担忧，企业债融资明显走弱。而银行端的信贷相对更具吸引力，融资渠道部分转移。
- **M2 增速回落，受信用边际收紧、社融少增和同期高基数共同影响。**社融与 M2 差额继续收窄，M1 增速也小幅下行。财政存款同比回落，但财政资金依然保持投放。4 月在同期高基数作用下，M2 增速预期依然承压。
- **信用收紧趋势预期延续，社融步入下行通道。**政策调节将回归常态化，稳杠杆需求增强。信贷和社融等实体部门负债端将逐步压降。政府债券发行节奏以及高基数将影响社融增速走势。
- **风险因素：**流动性大幅收紧，房地产融资收紧超预期，贷款端利率上行超预期。

分析师： 徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn
研究助理： 于天旭
电话：17717422697
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

工业品价格延续攀升，PPI 上行尚未传导至 CPI

低基数效应始于 2019 年，制造业利润表现分化

碳中和政策驱动下，受益的行业有哪些？

正文目录

事件.....3
1、信贷同比少增，绝对值仍处同期高位.....3
2、社融增速如期回落，债券发行节奏放缓.....5
3、M2 增速回落，4 月依然承压.....6
4、风险提示.....7

图表目录

图表 1：新增人民币贷款走势（亿元）.....4
图表 2：新增人民币贷款当月值分项走势（亿元）.....4
图表 3：30 大中城市商品房成交面积（%，万平方米）.....4
图表 4：100 大中城市土地成交面积（万平方米，%）.....4
图表 5：新增人民币存款当月值（万亿元）.....5
图表 6：新增人民币存款分项同比（万亿元）.....5
图表 7：社融当月值于同比增速（亿元，%）.....6
图表 8：社融分项占比走势(%).....6
图表 9：非标融资规模走势（亿元，%）.....6
图表 10：未贴现银行承兑汇票同比(%，亿元).....6
图表 11：M1-M2 剪刀差走势(%).....7
图表 12：社融与 M2 走势(%).....7

事件

2021年3月，新增社融3.34万亿元（前值1.71万亿元），社融存量同比增速12.3%，前值13.3%，新增人民币贷款2.73万亿元，同比少增1200亿元，上月为1.36万亿元，M2同比增速下行0.7个百分点至9.4%，M1同比下行0.3个百分点至7.1%。

1、信贷同比少增，绝对值仍处同期高位

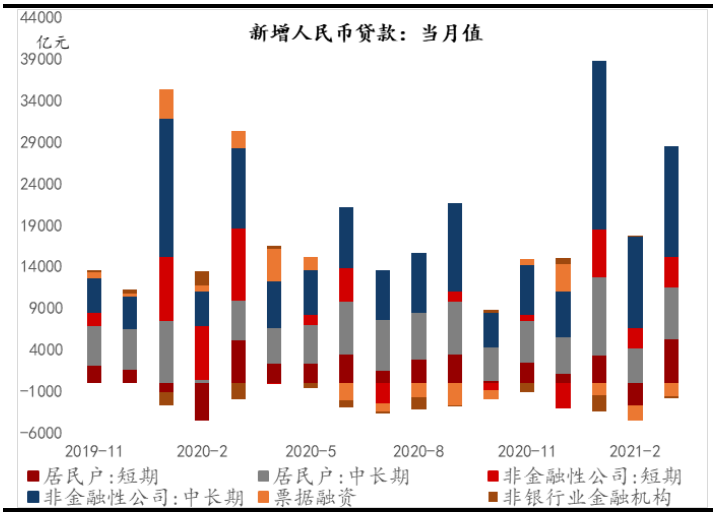
信贷同比少增，受同期高基数影响，但仍为除去2020年3月以外的同期历史高点。企业端贷款结构继续转好，当前信贷需求保持旺盛。3月新增人民币贷款2.73万亿元，同比少增1200亿元，上月为1.36万亿元。2020年上半年政策鼓励增加信贷投放，2020年3月信贷投放显著放量。而对比2019年3月，信贷投放增长规模依然可观。当月信贷主要受企业短端贷款收紧和票据融资走弱拖累，但企业端结构继续转好。

企业中长期融资需求依然较为旺盛，短贷和票据融资需求逐步转弱。年初优质信贷项目相对较为集中，银行MPA长端信贷占比考核，短贷受银行信贷额度收紧影响承压回落，多因素带动短端贷款下行。随着信用结构收紧，信用风险上升，债券发行成本边际上行，债权融资对信贷的替代效应减弱，当前信贷需求仍然旺盛。企业中长期贷款季节性上行，短期贷款同比明显回落，票据融资继续走弱。从企业端来看，3月新增中长期贷款1.33万亿元，同比多增3657亿元。短期贷款同比增速持续回落，本月短期贷款3748亿元，同比回落5004亿元，上月值为2497亿元。3月份企业表内票据融资明显走弱，企业表内票据融资缩减-1525亿元，同比多减3600亿元。随着稳杠杆的需求的推进，商业银行的短端信贷额度将相对偏紧。

央行一季度金融数据新闻发布会提出，今年2月末企业贷款利率回落至4.56%（去年12月为4.61%），达到历史低点，并提及做到小微企业综合融资成本稳中有降。国家对小微企业的政策支持力度依然较大。企业贷款的逾期率和逾期金额今年以来也有所下降，经济仍在继续转好。

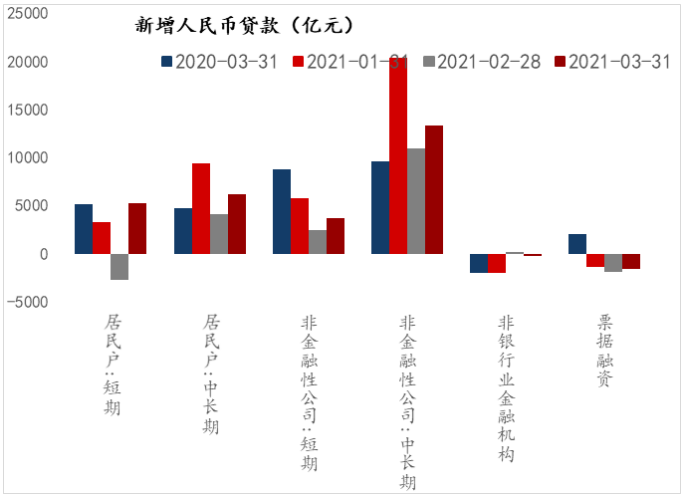
居民端信贷同比大幅多增，中长期贷款继续多增，短贷高基数下小幅上行。从居民端来看，3月居民部门贷款新增1.15万亿元，同比多增1614亿元。其中，中长期贷款新增6239亿元，同比多增1501亿元，短期贷款新增5242亿元，同比多增98亿元。今年以来房地产市场的旺盛也拉动了中长期贷款的上行，房企资金来源中居民端占比也持续上行。当前房企和居民户的杠杆率已经攀升至高位，国家对房企的杠杆风险和融资加以关注和调控，且近期监管严查贷款违规流入股市和楼市，或对未来信贷增量有所影响。部分信用卡、消费贷不良率已经显现上升苗头，对互联网平台的借贷也加强监管，消费贷也受到一定管控。

图表1：新增人民币贷款走势（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

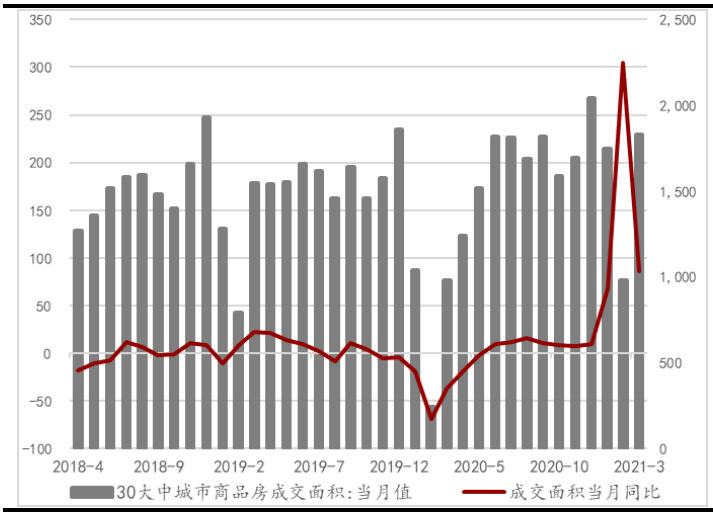
图表2：新增人民币贷款当月值分项走势（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

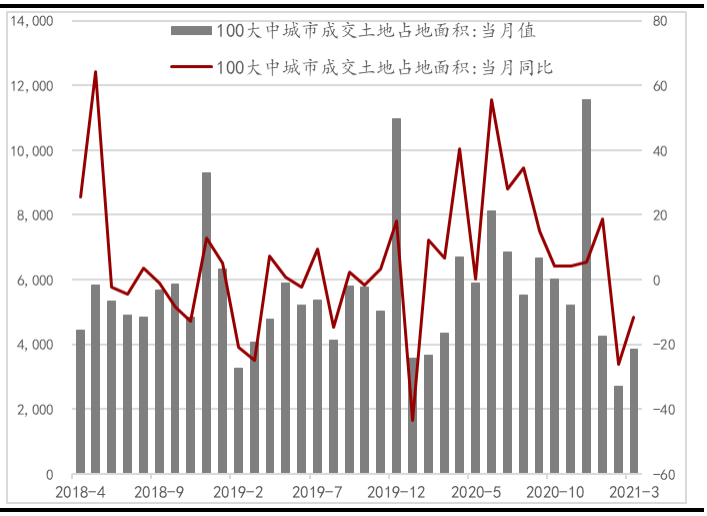
商品房成交3月保持高位，个人住房按揭贷款需求依然旺盛。年初房地产的信贷集中度政策的出台，上海、北京、深圳、杭州等多各个城市房地产相关的限购、供地机制政策接连出台，为平抑近期房价的过快上涨，一线城市的刚需依然保持坚挺。3月首套房贷平均贷款利率继续上调2个基点至5.28%，针对房地产市场的信贷调控政策预期延续。当前经济进入复苏后半段的背景下，利率仍处于较低水平，居民的按揭需求或将维系房地产投资的景气度。30大中城市商品房成交面积3月同比增速86.4%，成交面积绝对值仍高于去年12月。一季度通常受农历新年的影响，为商品房成交淡季，3月商品房成交市场依然保持了较高的景气度。

图表3：30大中城市商品房成交面积（%，万平方米）



资料来源：Wind，万联证券研究所

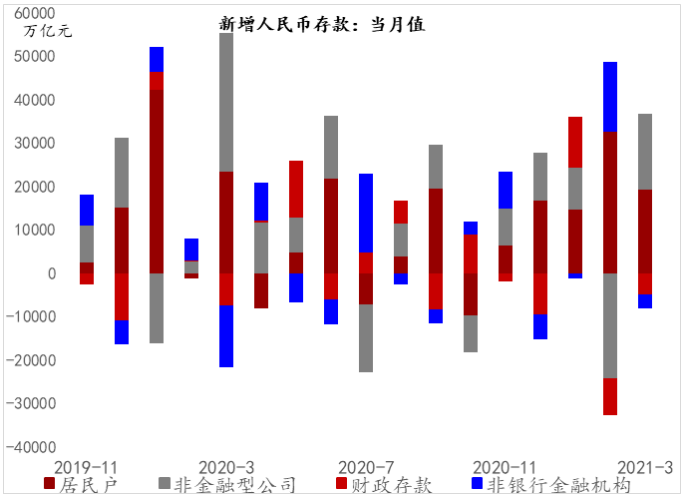
图表4：100大中城市土地成交面积（万平方米，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

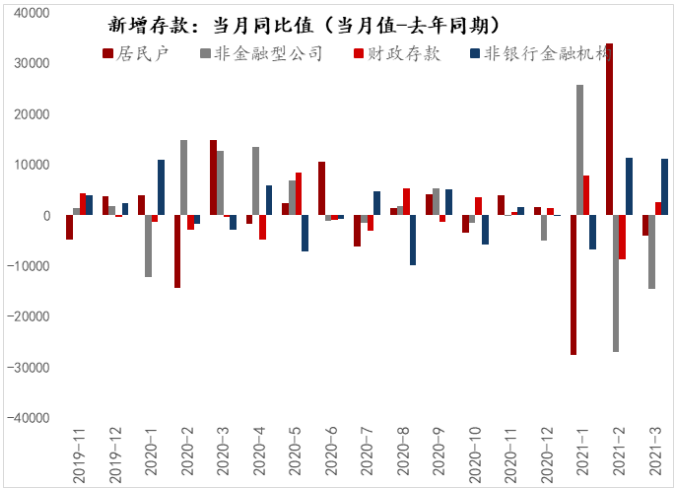
新增存款同比回落，存款端走势分化，企业端延续回落，居民端存款同比下行，财政存款同比小幅上行，财政资金保持投放，但弱于去年同期。3月，新增人民币存款36300亿元，前值11500亿元，同比减少5300亿元。其中，居民户存款19400亿元，同比减少4100亿元；非金融企业存款17290亿元，同比减少14570亿元；财政存款-4854亿元，同比增加2499亿元.

图表5：新增人民币存款当月值（万亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：新增人民币存款分项同比（万亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

2、社融增速如期回落，债券发行节奏放缓

3月社融增速如预期回落，增速明显下行，受高基数作用影响。社融回落主要来自政府债券、企业债券融资和表外票据融资。新口径下3月新增社会融资规模3.34万亿元，同比减少18438亿元，社融存量同比增速12.3%，较上月回落1个百分点。扣除政府债券之后，旧口径社融增速回落1个百分点至10.82%。具体来看：

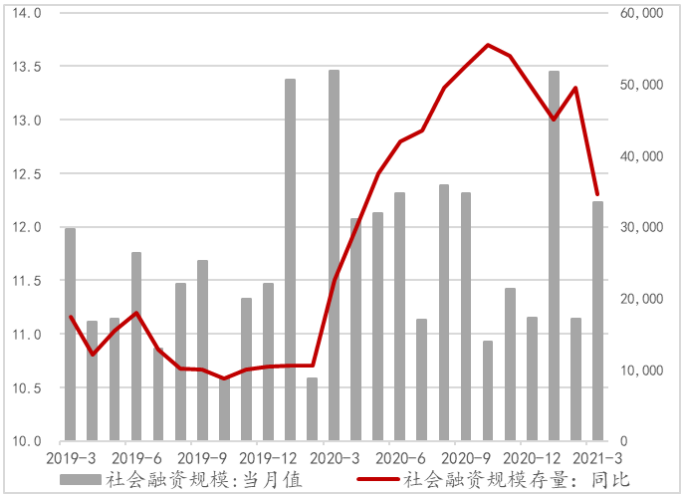
政府债券对社融拉动作用转弱后，政府债券净融资同比继续少增，占社融比重仍处于低位。3月份政府债券收缩至3130亿，同比减少3214亿，占社融比重由上月的5.0%小幅上行至6.4%。今年地方政府专项债发行节奏拖后，年初政府债券发行额度较少，成为社融的负贡献项之一。

非标融资显著回落，票据融资同比大幅下行，信托贷款延续弱势。3月非标融资-4129亿元，同比显著回落6338亿元。其中，表外票据融资-2297亿元，同比大幅回落5115亿；信托贷款融资-1791亿元，同比减少1770亿；委托贷款-41亿元，同比上行547亿。信托贷款依然偏弱，“两压一降”的任务对后续非标下行压力仍存，信贷额度预期仍将偏紧。表外票据融资收缩部分受1年期票据大量到期影响。4月上半月票据承兑规模较小，如果银行部分压降票据融资，4月票据融资仍有继续缩减的压力。

当月企业债券融资同比大幅转弱，企业债融资萎缩。企业债融资同比转弱，部分受去年高基数的影响，再贷款、再贴现等逆周期政策调控下，企业债融资在2020年3月达到年内高点。剔除基数效应，相对2019年来看，企业债融资依然偏弱。信用结构性收紧的背景下，伴随着信用风险上升的担忧，企业债融资明显走弱。而银行端的信贷相对更具吸引力，融资渠道部分转移。随着企业杠杆率的上行，国家对宏观杠杆率的调控，而我国股权融资仍处于相对低位，且伴随着注册制在市场的全面推进，预期股票融资增速持续上行的趋势将延续。3月，企业债券融资3535亿，同比回落6396亿元，相对2019年的3546亿也表现较弱。股票融资783亿，同比多增585亿。

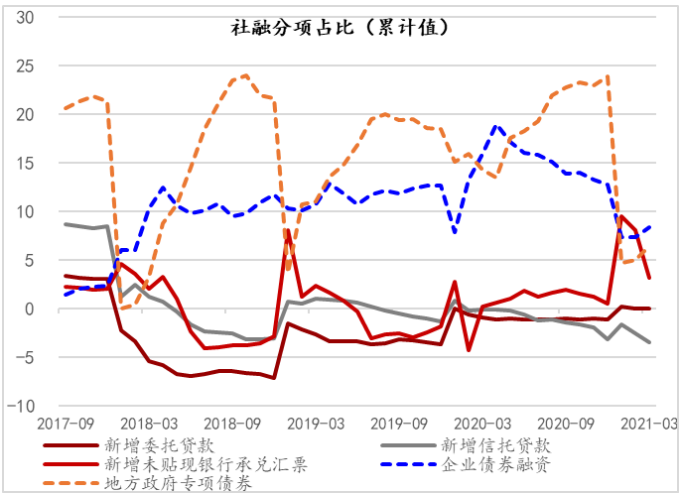
往后看，信用收缩进程已经开启。政府债券发行节奏扰动以及高基数的影响，社融增速仍处于下行通道当中。随着经济逐步修复，宏观逆周期调节需求减弱，稳杠杆需求增强，政府债券投放将稳中偏紧。4月为季节性缴税大月，当前专项债投放进展依然偏慢，政府专项债投放或加速发行，央行预期将通过相应的货币政策保持流动性的稳定和充裕。

图表7：社融当月值于同比增速（亿元，%）



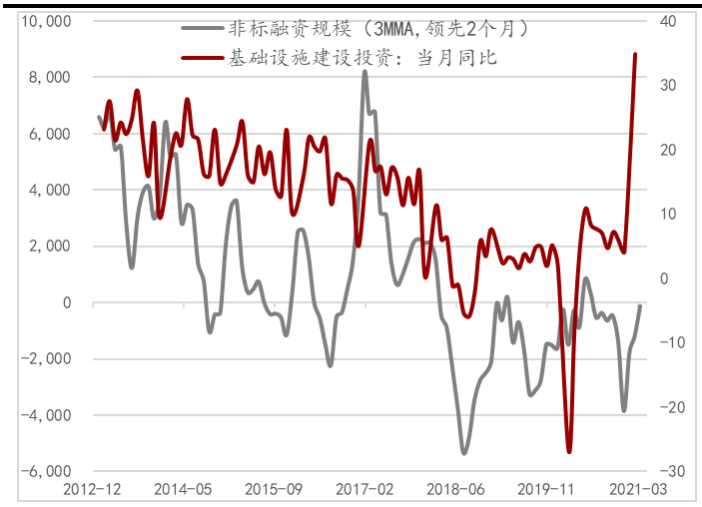
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：社融分项占比走势(%)



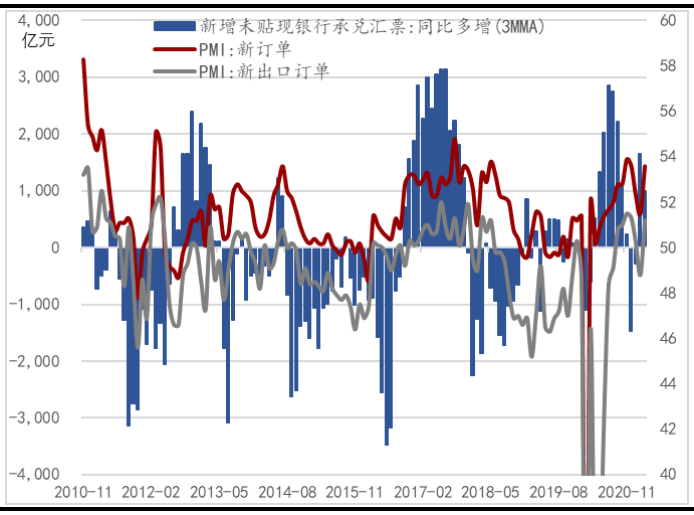
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表9：非标融资规模走势（亿元，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：未贴现银行承兑汇票同比(%，亿元)



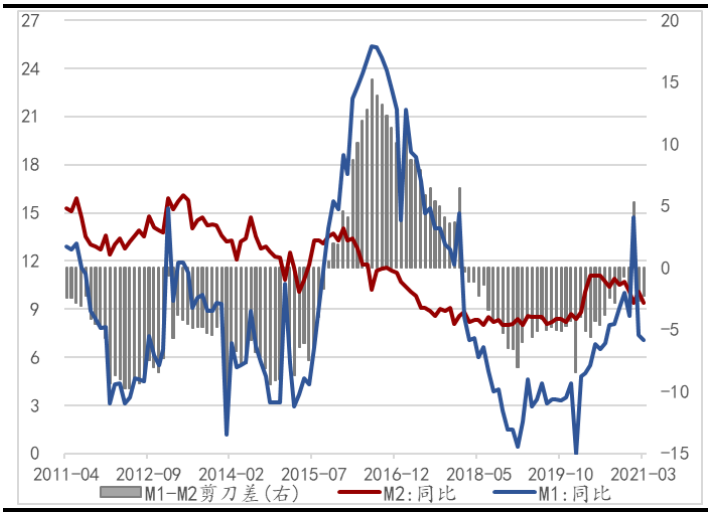
资料来源：Wind，万联证券研究所

3、M2 增速回落，4 月依然承压

3月M2同比9.4%，较上月回落0.7个百分点，市场利率整体平稳，社融与M2剪刀差小幅回落。M1同比7.1%，小幅回落0.3个百分点。主要受到企业债融资边际减弱和企业结构性存款不再压降影响。

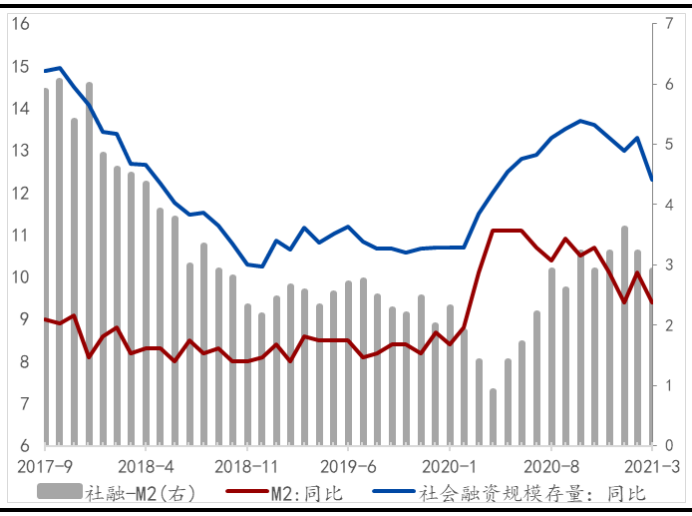
随着信用边际收紧和社融少增，叠加同期高基数的影响，3月M2增速回落。3月财政存款延续下行，一季度的财政支出依然较为充裕，资金面受财政拨款影响，依然偏宽松。企业和居民存款也同比明显少增。M0同比增速持平于4.2%，一季度常为M0季节性低点，企业现金流状况依然较为平稳。4月M2在去年同期高基数作用下，增速依然承压。

图表11：M1-M2剪刀差走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：社融与M2走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

信用收紧趋势预期延续，社融步入下行通道。随着经济的逐步修复，政策调节将回归常态化， 2021年要保持宏观杠杆的基本稳定，信用政策预期将逐步收紧，信贷和社融等实体部门负债端将逐步压降。首先是房地产融资端的压力，房地产融资的“三条红线”以及房贷新规的约束，将调控房企和居民端的杠杆率，房地产信用扩张预期将受到限制。居民贷款端也面临一定压力，银行对消费贷的压降，监管对资金违规流入股市、债市的监控加强，居民端短贷或将承压，但居民储蓄水平仍然相对较高，利率处于相对低位，居民投资房地产的需求或将延续。其次，财政刺激力度将逐步回落，政府发债规模将有所缩减，同比增速承压。货币政策强调“不急转弯”，居民消费仍未完全修复，海外不确定性依然较大，央行转至紧货币的可能性较低，流动性整体仍将保持平稳。预期2021年将进入紧信用宽货币的周期，在宽货币紧信用的周期下，可关注利率债的投资机会。

4、风险提示

市场流动性投放超预期收紧，房地产融资收紧超预期，贷款端利率上行超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场