2021 年 04 月 12 日

信用“收缩”的结构特征

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **3 月社融略低市场预期，主因非标融资收缩加快，主要支撑项来自贷款**

3 月社融略低预期，非标融资收缩加快。3 月，新增社融 3.34 万亿元、低于市场预期的 3.7 万亿元，同比少增 1.84 万亿元；存量增速 12.3%、较上月回落 1 个百分点。主要分项均低于 2020 年同期，其中，信托贷款和未贴现承兑汇票显著收缩，推动社融低预期，信托贷款净收缩 1790 亿元、创历史同期新低；企业债券 3535 亿元、与 2019 年同期相当，新增人民币贷款 2.75 万亿元、为主要支撑项。

一季度社融总体超预期，主要缘于信贷支撑。一季度，新增社融 10.24 万亿元、同比少增 8730 亿元，其中，人民币贷款 7.91 万亿元、同比多增 6589 亿元，为主要贡献项；基数影响下，企业债券和政府债券均同比少增超 9000 亿元；信托贷款延续超季节性收缩态势，委托贷款收缩较慢或缘于个人公积金贷款的支撑。

● **一季度信贷超量，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关**

3 月信贷继续超量，核心在企业中长期贷款。3 月，新增贷款 2.73 万亿元、略低于 2020 年同期；其中，新增企业中长期贷款 1.33 万亿元、同比多增 3657 亿元，剔除基数，两年平均较 2019 年同期多增 4899 亿元，而企业短期贷款和票据融资明显低于 2020 年同期。居民贷款继续保持高位，其中新增中长期贷款 6239 亿元，或主要缘于商品房销售；地产调控加强下，居民贷款持续性仍需紧密跟踪。

信贷超量，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关。大部分人将信贷超量归因于制造业等需求旺盛，但制造业贷款体量偏小，前两月制造业中长期贷款 3700 亿元、只占全部企业中长期贷款的 11.7%。我们猜想，年初信贷超量，或与信贷节奏变化等有关。年初银行一般“抢”放贷，房地产贷款集中度要求下，部分银行有较强动力去做大分母，“抢”放贷更加突出；疫情期间部分贷款展期或提前续作、表外融资转表内等因素，也可能对信贷投放产生一定影响。

● **重申观点：信用环境已进入加速收缩通道，带来的影响结构分化会非常明显**

M1 和 M2 增速双双回落，或与基数效应和财政存款投放偏慢等有关。3 月，M1 增速 7.1%、较上月回落 0.3 个百分点，M2 增速 9.4%、较上月回落 0.7 个百分点。3 月存款结构变化来看，居民和企业存款同比分别少增 4100 亿元和 1.5 万亿元，而非银存款同比少减 1.1 万亿元，均与 2020 年同期基数效应有关；财政存款净投放 4854 亿元，低于 2019 年同期的 6928 亿元和 2020 年同期的 7353 亿元。

重申观点：信用环境已进入加速收缩通道，带来的影响结构分化。伴随政策重心回归“调结构”、“防风险”，地产调控和金融监管等明显加强，对融资的影响已逐步显现；信托贷款等非标融资加速收缩，企业债券融资告别快速扩张、回归正常，房地产领域融资收缩也在加快，维持全年社融增速 10%左右的判断。结构性政策支持、产业微观结构持续优化下，信用“收缩”带来的影响，结构分化明显。

● **风险提示：**金融风险加速释放。

相关研究报告

《宏观经济专题-出口形势，全景展望》-2021.4.11

《宏观经济点评-涨价传导，无需过虑》-2021.4.9

《宏观经济专题-二季度，CPI 不会成为市场核心因素》-2021.4.6

目 录

1、 信用“收缩”的结构特征 3
2、 研究结论：信用“收缩”加快，带来的影响结构分化 5
3、 风险提示 5

图表目录

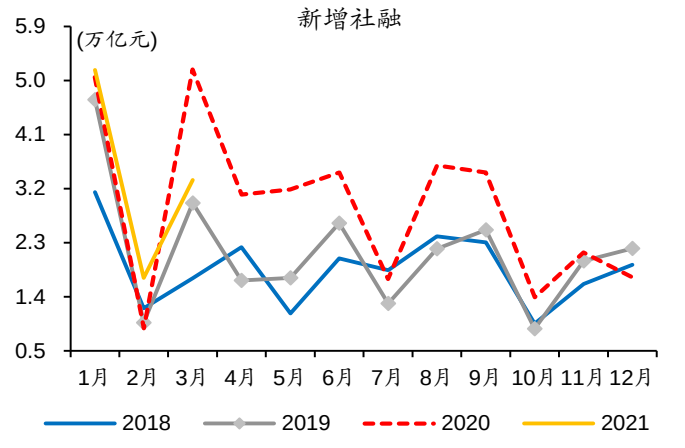
图 1： 3 月新增社融 3.34 万亿元，略超市场预期 3
图 2： 社融受债券融资、非标拖累明显 3
图 3： 2021 年一季度超预期，主因信贷支撑 3
图 4： 2020 年底以来，信托贷款加快收缩 3
图 5： 3 月新增贷款 2.73 万亿元、略低于 2020 年同期 4
图 6： 信贷略超市场预期，主要缘于企业中长期贷款 4
图 7： 3 月，M1、M2 增速双双小幅回落 4
图 8： 财政存款同比多增，企业、居民存款同比多减 4
图 9： 中性情景下，社融存量增速年底或在 10%左右 5

表 1： 财政政策和货币政策更加注重精准直达 5

1、 信用“收缩”的结构特征

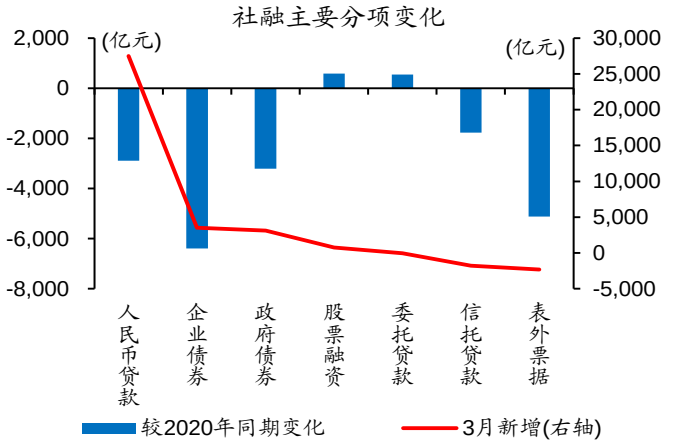
3 月社融略低市场预期，非标融资收缩加快。3 月，新增社融 3.34 万亿元、低于市场预期的 3.7 万亿元，同比少增 1.84 万亿元；存量增速 12.3%、较上月回落 1 个百分点。主要分项均低于 2020 年同期，其中，信托贷款和未贴现承兑汇票显著收缩，推动社融低预期，信托贷款净收缩 1790 亿元、创历史同期新低；企业债券 3535 亿元、与 2019 年同期相当，新增人民币贷款 2.75 万亿元、为主要支撑项。

图1：3 月新增社融 3.34 万亿元，略超市场预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

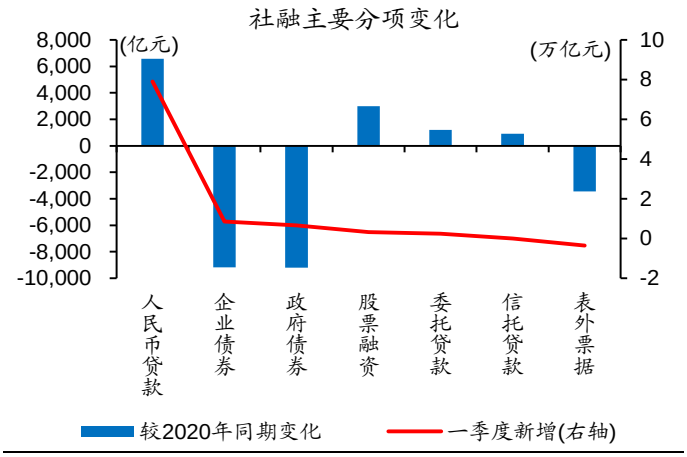
图2：社融受债券融资、非标拖累明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

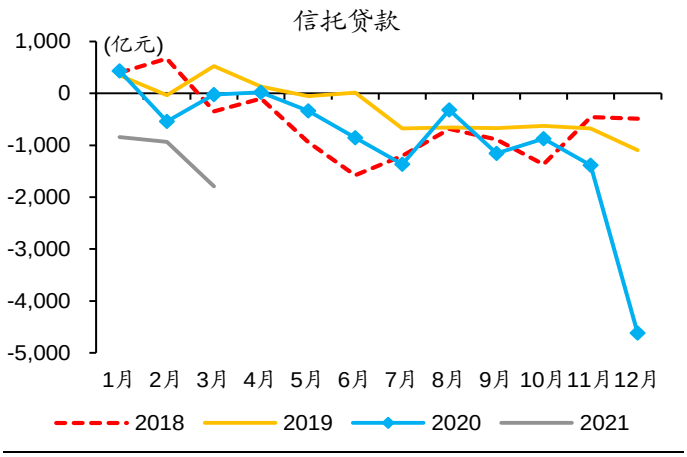
一季度社融总体超预期，主要缘于信贷支撑。一季度，新增社融 10.24 万亿元、同比少增 8730 亿元，其中，人民币贷款 7.91 万亿元、同比多增 6589 亿元，为主要贡献项；基数影响下，企业债券和政府债券均同比少增超 9000 亿元；信托贷款延续超季节性收缩态势，委托贷款收缩较慢或缘于个人公积金贷款的支撑。

图3：2021 年一季度超预期，主因信贷支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

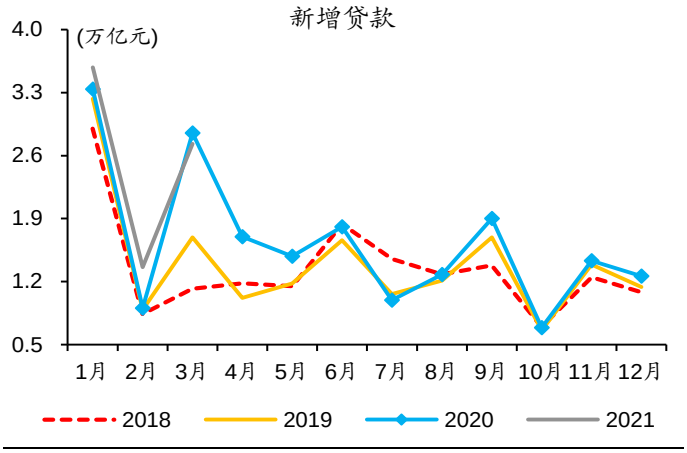
图4：2020 年底以来，信托贷款加快收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

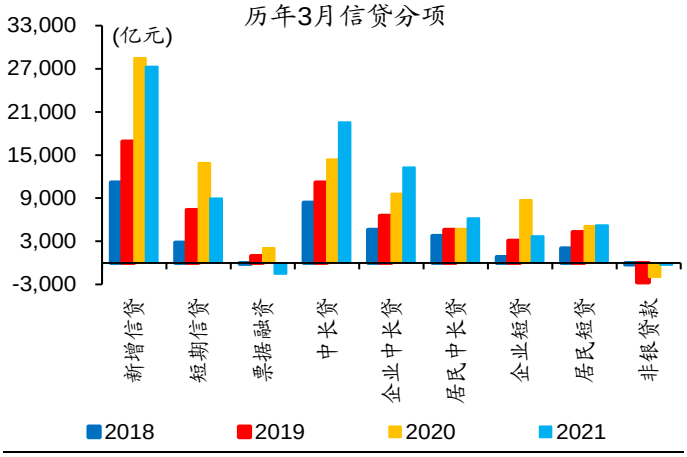
3 月信贷继续超量，核心在企业中长期贷款。3 月，新增贷款 2.73 万亿元、略低于 2020 年同期；其中，新增企业中长期贷款 1.33 万亿元、同比多增 3657 亿元，剔除基数，两年平均较 2019 年同期多增 4899 亿元，而企业短期贷款和票据融资明显低于 2020 年同期。居民贷款继续保持高位，其中新增中长期贷款 6239 亿元，或主要缘于商品房销售；地产调控加强下，居民贷款持续性仍需紧密跟踪。

图5：3 月新增贷款 2.73 万亿元、略低于 2020 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

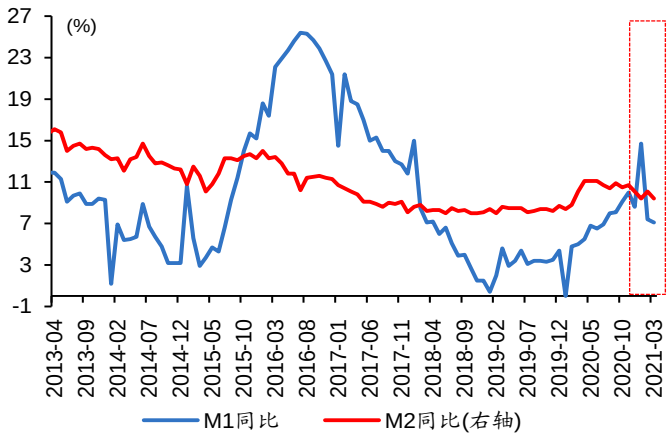
图6：信贷略超市场预期，主要缘于企业中长期贷款



数据来源：Wind、开源证券研究所

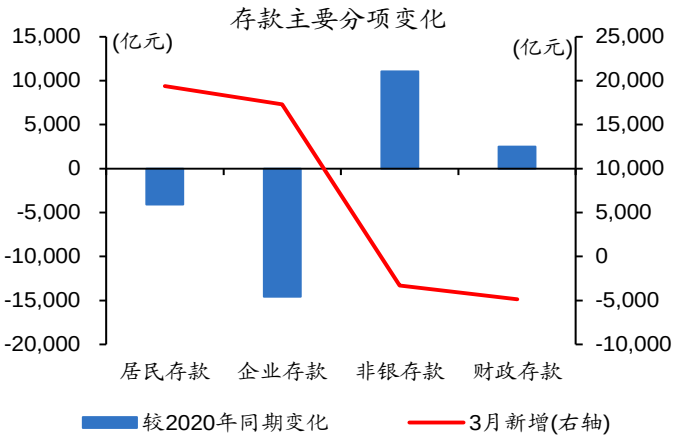
M1 和 M2 增速双双回落，或与基数效应和财政存款投放偏慢等有关。3 月，M1 增速 7.1%、较上月回落 0.3 个百分点，M2 增速 9.4%、较上月回落 0.7 个百分点。3 月存款结构变化来看，居民和企业存款同比分别少增 4100 亿元和 1.5 万亿元，而非银存款同比少减 1.1 万亿元，均与 2020 年同期基数效应有关；财政存款净投放 4854 亿元，低于 2019 年同期的 6928 亿元和 2020 年同期的 7353 亿元。

图7：3 月，M1、M2 增速双双小幅回落



数据来源：上市银行报表、开源证券研究所

图8：财政存款同比多增，企业、居民存款同比多减

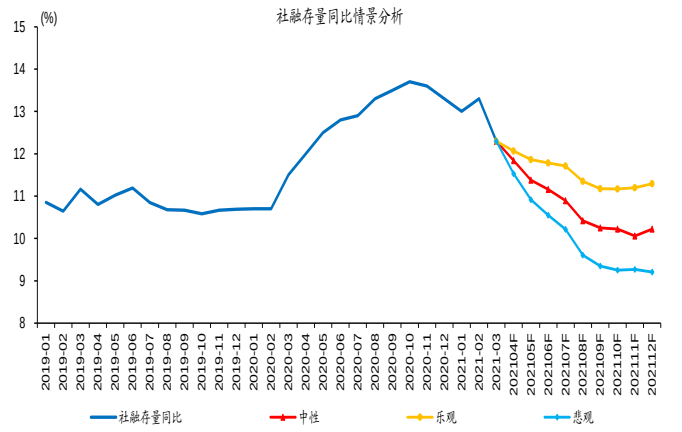


数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：信用环境已进入加速收缩通道，带来的影响结构分化。伴随政策重心回归“调结构”、“防风险”，地产调控和金融监管等明显加强，对融资的影响已逐步显现；信托贷款等非标融资加速收缩，企业债券融资告别快速扩张、回归正常，房地产领域融资收缩也在加快，维持全年社融增速 10%左右的判断。结构性政策支持、

产业微观结构持续优化下，信用“收缩”带来的影响，结构分化明显。

图9：中性情景下，社融存量增速年底或在10%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：财政政策和货币政策更加注重精准直达

时间	会议/文件	主要内容
3月23日	关于延长部分税收优惠政策执行期限的公告	为进一步支持小微企业、科技创新和相关社会事业发展，16个文件规定的**税收优惠政策凡已经到期的，执行期限延长至2023年12月31日。**
3月24日	国务院常务会议	今年1月1日起，将制造业企业研发费用加计扣除比例由75%提高至100%...**两项直达货币政策工具延续实施至今年一季度的基础上，进一步延长实施期限到今年底，对小微企业再帮扶一把，更好发挥他们在稳就业中的重要作用。**
3月25日	全国主要银行信贷结构优化调整座谈会	进一步加大对科技创新、制造业的支持，**提高制造业贷款比重，增加高新技术制造业信贷投放。**
3月25日	货币政策委员会一季度例会	**延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划...推动实际贷款利率进一步降低**...引导**金融机构增加制造业中长期贷款**
3月31日	国常会	今年在调整一些阶段性政策的同时，不搞“急转弯”，采取对冲措施帮助市场主体恢复元气，巩固经济恢复基础，**全年预期新增减税超过5500亿元。**

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论：信用“收缩”加快，带来的影响结构分化

（1）3月社融略低市场预期，主因非标融资收缩加快，主要支撑项来自贷款。

（2）信贷继续超量，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关。

（3）信用环境已进入加速收缩通道，带来的影响结构分化会非常明显。

3、 风险提示

金融风险加速释放。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn