总量如期收紧，结构映射实体不弱

——2021 年 3 月货币数据点评

宏观点评

财信研究院 宏观团队

胡文艳

事件：2020 年 3 月份，社融增量为 3.34 万亿元，比上年同期少增 1.84 万亿元；新增人民币贷款 2.73 万亿元，比上年同期少增 1039 亿元；货币供应量 M1、M2 分别同比增长 7.1%、9.4%，增速较上月末分别降低 0.3 和 0.7 个百分点。

核心观点：3 月份社融、信贷、M2 增速均明显回落，表明国内信用收缩已如期而至；但结构上企业中长贷、居民短贷和中长贷保持强劲，映射实体需求依旧不弱。具体看：（1）监管收紧下信贷和非标扩张放缓，加上逆周期政策退潮导致政府债券和企业债券缩水，共致本月社融超预期回落；（2）严监管下企业短贷和票据收缩是信贷总量放缓主因，但结构上企业中长贷、居民短贷和中长贷保持强劲，显示实体需求仍在修复；（3）M2 大幅回落是翘尾因素下降与信贷扩张放缓共同作用的结果，基数效应和企业应收账款增速偏高或是 M1 偏低的主因。

往后看，随着国内经济持续修复，预计货币政策将继续“稳字当头”，流动性大概率维持“紧平衡”；但考虑到经济恢复仍不平衡、不充分，流动性收紧节奏或趋缓，社融、M2 和信贷增速降幅均有望放缓。

一、监管收紧叠加政策退潮，共致社融增速超预期回落

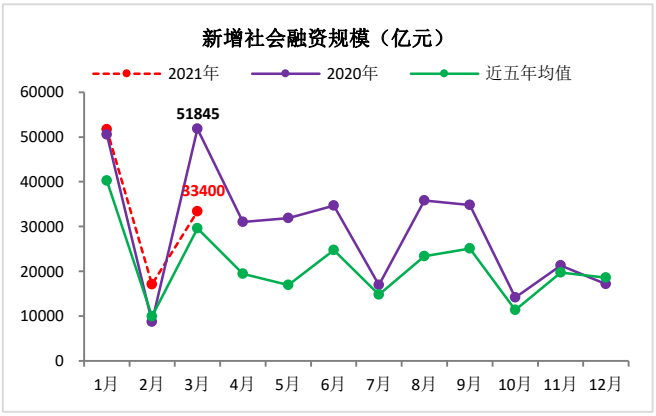
3 月份社融增量为 3.34 万亿元，同比少增 1.84 万亿元，存量增速为 12.3%，较上月大幅回落 1 个百分点（见图 1-2）。本月社融收敛节奏超出市场预期：

一是为贯彻好“稳字当头”货币政策主基调，监管趋严下信用扩张步伐明显放缓。受实体需求强劲影响，今年 1-2 月份国内信贷投放力度偏大，人民币贷款和表外未贴现银行承兑汇票分别同比多增 9000 和 8000 亿元以上。但去年一季度人民信贷是高达 7 万亿的天量，为贯彻好“稳字当头”的货币政策主基调，3 月份银行有意识压降信贷额度、加强资金用途监管，导致新增人民币贷款同比减少 2885 亿元；同时监管趋严下，表外融资中未贴现银行承兑汇票同比大幅减少 5115 亿元，信托贷款亦同比减少 1770 亿元，均对社融形成较大拖累（见图 3）。

二是逆周期政策退潮效果显现，政府债券、企业债券仍是重要拖累因素。如受宽货币放缓下信用违约担忧升温影响，债市投融资意愿持续低迷，本月企业债净融资额同比

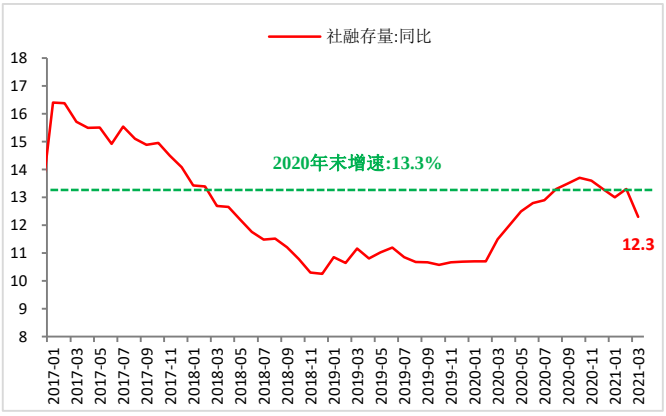
大幅减少 6396 亿元（见图 3）；同时随着去年短期救助性财政刺激政策逐步退出，加上今年地方债发行有所后置，3 月政府债券融资规模同比减少 3214 亿元，连续三个月同比缩水。

图 1：3 月份社融增量大幅低于去年同期值



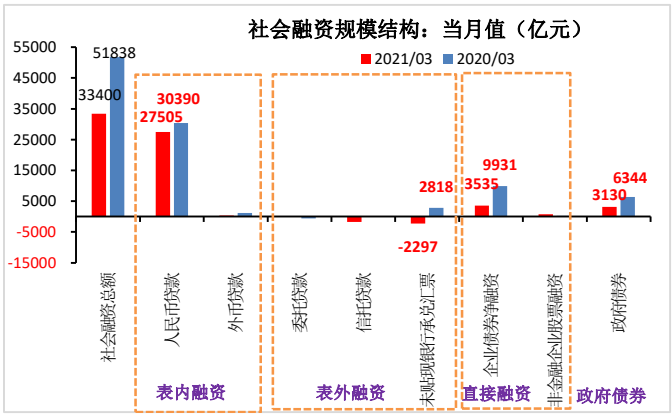
资料来源：WIND，财信研究院

图 2：3 月份社融存量增速大幅回落



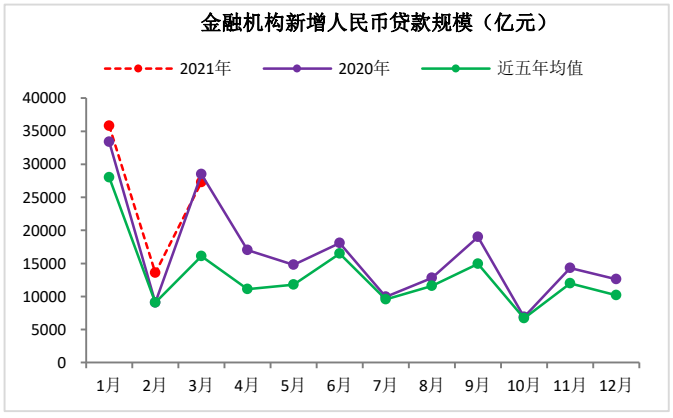
资料来源：WIND，财信研究院

图 3：3 月份新增社会融资规模结构



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：3 月份新增人民币贷款再度高于去年同期值



资料来源：WIND，财信研究院

二、信贷总量有所放缓，但实体融资需求仍不弱

3 月金融机构新增人民币贷款 2.73 万亿元，比上年同期少增 1039 亿元（见图 4）；存量增速为 12.3%，较上月降低 0.3 个百分点，信贷投放总量放缓。

（1）企业短贷和票据是信贷放缓的主因，需求不弱下企业中长贷则延续高增

3 月份企业票据融资和短贷分别同比大幅减少 3600、5004 亿元，两者合计同比减少达 8600 亿元以上（见图 5），毫无疑问是本月信贷放缓的主因。两者融资规模进一步收缩，一方面源于银行信贷边际有所收紧；另一方面与去年同期基数偏高亦密切相关，如 2020 年 3 月企业票据融资和短贷新增规模近 1.6 万亿元，为历史单月最高值。

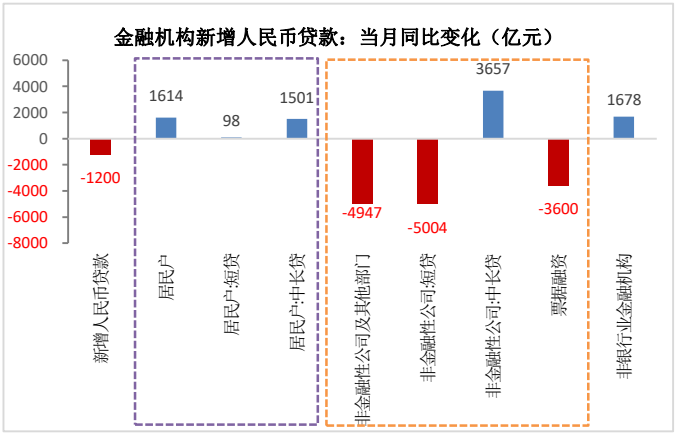
相比之下，企业中长贷则继续保持高增，3 月份新增规模为 1.3 万亿元，连续三个月超万亿，同比去年多增 3657 亿元，今年一季度累计同比多增额已达到 1.43 万亿元（见图 6）。企业中长贷持续保持高增原因有三：**一是**出口维持高景气叠加 PPI 价格回升下，

工业企业盈利明显改善，推动企业融资需求增加；**二是**今年宏观政策助企纾困力度不减，普惠小微贷款或继续“量增、价降、面扩”，对企业中长贷形成支撑；**三是**央行多次强调要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，制造业企业中长期贷款投放或依旧不弱。

（2）居民短贷与中长贷均改善，映射出地产和居民消费热度或不减

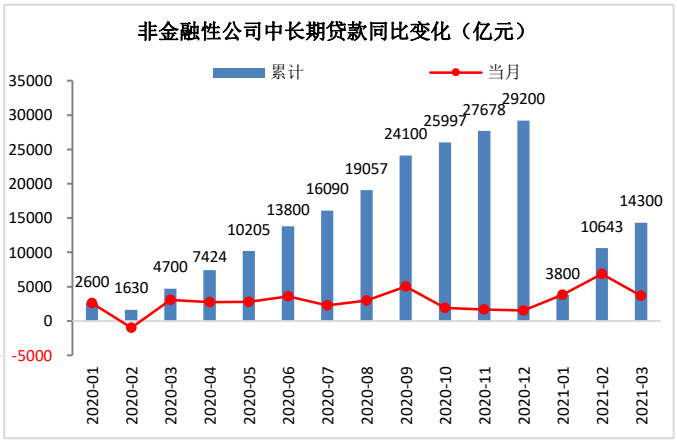
3 月份居民部门新增贷款 11479 亿元，在去年基数偏高的基础上，同比继续多增 1614 亿元（见图 5）。其中，居民短贷同比仅多增 98 亿元，但去年同期基数高达 5144 亿元，是历史单月最高值，表明本月居民短贷已相当强劲，也反映出居民消费需求修复情况或较好，如 3 月份国内汽车销量同比环比均超 70%，也侧面验证了居民消费在明显改善。同时，3 月居民中长贷同比多增 1501 亿元，连续三个月同比多增 1500 亿元以上，表明居民加杠杆买房意愿仍强，房地产消费热度亦或不减。

图 5：金融机构新增人民币贷款:当月同比变化



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：非金融性公司新增中长期贷款：同比变化



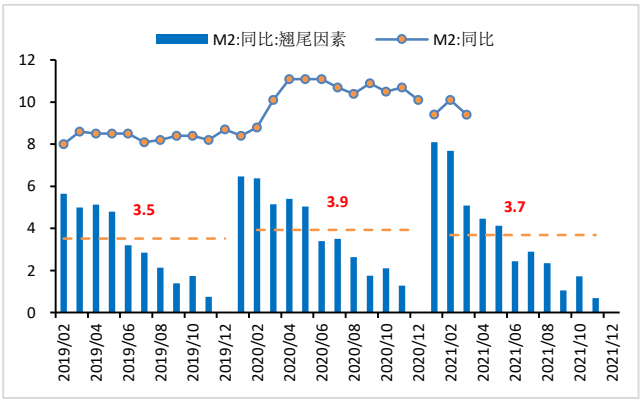
资料来源：WIND，财信研究院

三、翘尾与信贷回落共致 M2 放缓；高基数下 M1 或难以大幅提升

3 月末 M2 同比增长 9.4%，增速较上月降低 0.7 个百分点（见图 7），原因主要有三：一是翘尾因素较上月大幅回落 2.6 个百分点，不利于 M2 增速提高（见图 7）；**二是**财政存款环比、同比分别提高 3625、2499 亿元，不利于阶段性增加银行体系存款，对 M2 形成拖累；**三是** 3 月信贷投放放缓，人民币贷款增速回落 0.3 个百分点，导致贷款创造存款的信用货币创造放缓，也不利于 M2 增速提升。

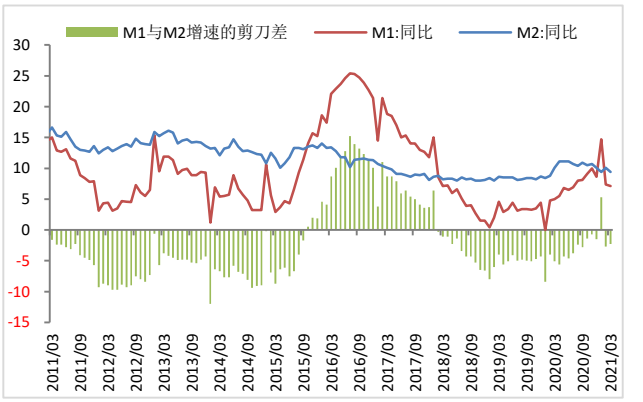
3 月末 M1 同比增长 7.1%，增速较上月继续回落 0.3 个百分点。其中，单位活期存款占 M1 的比重超过 80%，其增速由 2 月的 8.0%降低至 3 月的 7.6%，是 M1 回落的主因。单位活期存款增速回落，一方面源于国内企业盈利虽明显改善，但应收账款增速偏高（2021 年 1-2 月值达到 16.4%），导致企业现金和资金流改善有限；另一方面，去年同期单位活期存款基数环比提高 0.3 个百分点，也不利于 M1 回升，且一直到 2021 年 11 月份，M1 基数效应均呈扩大态势，或持续对其增速形成一定制约。

图 7：3 月份 M2 翘尾因素回落较多



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：M1 与 M2 增速剪刀差小幅回升



资料来源：WIND，财信研究院

四、预计流动性继续维持“紧平衡”，但社融等增速降幅或明显放缓

在基数效应偏高、政策退潮和监管边际收紧等因素的共同影响下，3 月份金融数据总量均有所收缩；但结构上企业中长贷、居民短贷和中长贷均维持强劲，反映出实体需求或依旧不弱。随着国内经济持续修复，预计货币政策将继续“稳字当头”，流动性大概率维持“紧平衡”，利率或先波动向上后回落；但考虑到经济恢复仍不平衡、不充分，流动性收紧节奏或趋缓，社融、M2 和信贷增速下降的速度均有望放缓。

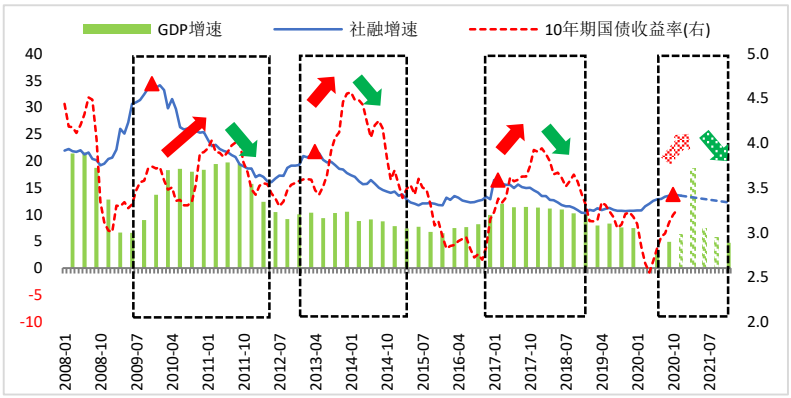
一是国内出口延续高景气度、工业补库存未完待续、加上服务业低位加快修复无悬念，预计 2021 年上半年经济总量延续微热概率偏大；同时二季度国内 PPI、CPI 有望共振加速回升，给流动性维持“紧平衡”提供了重要支撑。

二是海外疫苗接种与经济修复持续提速，美元指数与美债利率仍处在回升趋势之中，随着中美利差进一步收窄，也为国内边际收紧流动性创造了有利环境。

三是历史经验显示，社融增速见顶之后，利率先波动向上后回落概率较大（见图 9）。

四是国内经济修复仍不平衡、不充分，消费和投资增速均尚未恢复至疫情前水平，中小微企业恢复活力仍需再帮一把，货币政策退潮的步伐仍不宜过快。

图 9：GDP 增速、社融增速与 10 年期国债收益率



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。