3 月金融数据评论

宏观经济点评

融资需求旺盛，信用整体收缩

基本结论

- **信贷弱于 2020 年同期但强于季节性，市场融资需求旺盛。**总量上，3 月新增人民币贷款规模 2.73 万亿元，同比少增 1200 亿元，但依然超出 2019 年水平。分部门来看，居民贷款继续扩张，居民短期贷款和中长期贷款分别同比多增 98 亿元和 1501 亿元，同比多增幅度较前两月均显著降低，居民中长期贷款扩张放缓与房地产金融监管趋严、地产销售逐渐降温表现一致；企业部门同比少增 4500 亿元，其中票据融资和企业短期贷款为主要缩减项，分别少增 3600 亿元和 5004 亿元，少增幅度均超过 2 月，说明稳杠杆、紧信用的政策背景下，企业融资需求相对供给继续偏强，企业中长期贷款同比多增 3657 亿元，表现强劲，在新增人民币贷款总贷款占比为 48.72%，仍处在较高水平。

- **银行信贷额度相对紧张。**从转贴现利率来看，3 月 期间 1 个月国股银票转贴现利率中枢为 3.12%，较 2 月的 3.44%明显回落，但仍高于常规水平（2019 年和 2020 年全年中枢分别为 2.78%和 2.46%），说明银行仍然面临信贷规模压降的政策压力，为腾挪信贷空间，一季度以来票据融资和企业短期贷款持续大幅少增。根本原因在于全球经济复苏带动企业经营预期改善，融资需求与稳杠杆的货币政策导向背离。

- **当前的信用收缩主要体现在表外票据和债券融资两个方面。**3 月社融新增 3.34 万亿元，同比少增 18438 亿元；存量增速环比回落升 1 个百分点至 12.3%。除了委托贷款和股票融资高于去年同期，其余分项均明显少增。其中非标融资收缩力度最大，信托贷款和未贴现的银行承兑汇票分别同比少增 1770 亿元和 5115 亿元，未贴现银行承兑汇票大幅减少部分原因在于去年同期票据套利引发基数偏高。直接融资方面，股票融资表现相对稳定，但企业债和政府债融资同比少增明显，主要原因在于去年的高基数效应和地方政府专项债额度发行靠后。

- **企业和居民存款下降、财政投放少增对 M2 形成拖累。**M2 同比增长 9.4%，增速较上月末回落 0.7 个百分点，也低于去年同期 0.7 个百分点；M1 同比增长 7.1%，增速环比和同比分别回落 0.3 和 2.1 个百分点；M1-M2 剪刀差提升 0.4 个百分点，资金活化程度提升。3 月新增财政存款投放 4854 亿元，同比投放少增 2499 亿元。

- **融资需求相对较强，信用收缩主要体现政策回归常态。首先，**信贷数据体现出整体融资需求依然相对旺盛。从总量来看，整体新增信贷依然强于季节性；从结构来看，企业中长期贷款表现较强。**第二，**信用收缩主要由基数原因造成，更多体现政策回归常态的方向。从总量看，新增社融数据降幅较大主要由于去年基数原因；从结构看，表外票据和政府债券融资下降较多，体现刺激政策退出。**第三，**需求和供给的缺口拉大，但短端利率（DR007）并未上升，体现流动性依然相对稳定。**第四，**信用供给在未来几个月仍可能进一步收缩。未来几个月，虽然政府债券发行可能有所恢复，但信贷增速可能放缓，整体信用收缩的趋势不变。**第五，**随着信用收缩的加剧，信用风险预计有所上升，“杀估值”的压力依然存在。

- **风险提示：**货币出现收缩、系统性信用风险爆发、通胀大幅超出预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨海帆 联系人
yanghaifan@gjzq.com.cn

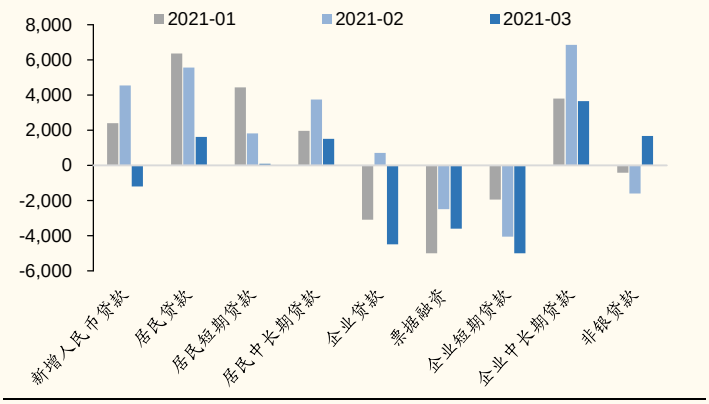
数据：

中国人民银行公布：3 月新增人民贷款 2.73 万亿元，比去年同期少增 1200 亿元。3 月新增社融 3.34 亿元，同比少增 1.84 万亿元。截至 3 月末，社融存量同比增长 12.3%。

1. 信贷弱于 2020 年同期但强于季节性，市场融资需求旺盛

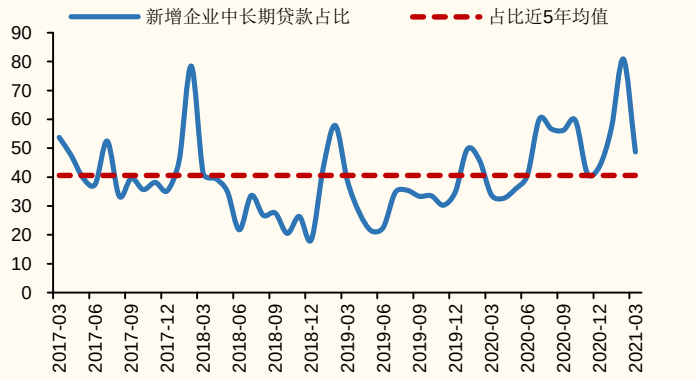
3 月新增人民币贷款规模 2.73 万亿元，同比少增 1200 亿元，相较 1 月和 2 月分别同比多增 2400 亿元和 4543 亿元，信贷投放规模有所收缩，但依然超出市场预期。分部门来看，居民贷款继续扩张，居民短期贷款和中长期贷款分别同比多增 98 亿元和 1501 亿元，同比多增幅度均显著降低，居民中长期贷款扩张放缓与房地产金融监管趋严、销售逐渐降温表现一致；企业部门同比少增 4500 亿元，其中票据融资和企业短期贷款为主要缩减项，分别少增 3600 亿元和 5004 亿元，少增幅度均超过 2 月，说明稳杠杆、紧信用的政策背景下，企业融资需求相对供给继续偏强，企业中长期贷款同比多增 3657 亿元，表现强劲，在新增人民币贷款总贷款占比为 48.72%，仍处在较高水平。

图表 1：3 月信贷同比少增（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

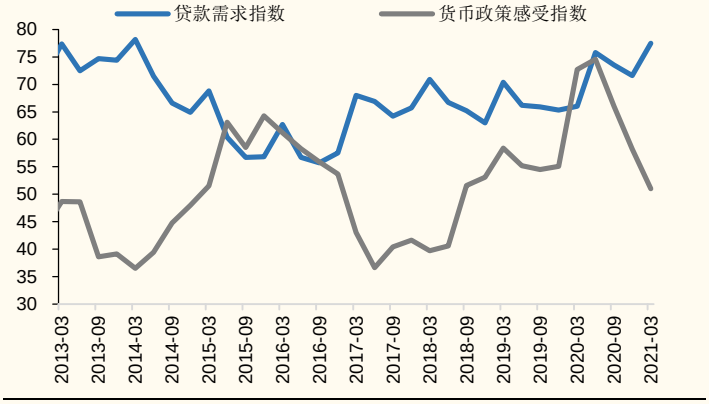
图表 2：企业中长期贷款占比有所回落（%）



来源：Wind，国金证券研究所

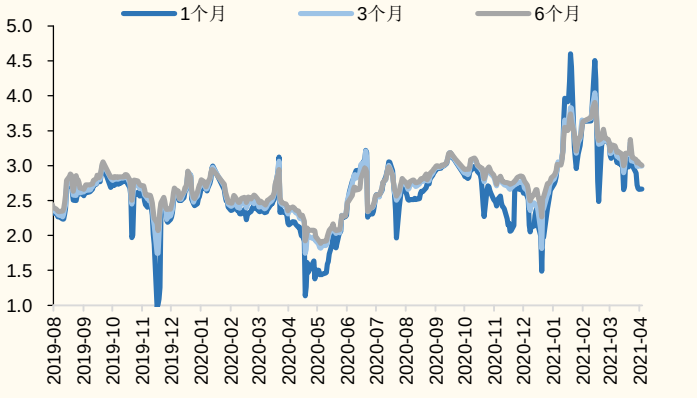
从转贴现利率来看，3 月 期间 1 个月国股银票转贴现利率中枢为 3.12%，较 2 月的 3.44%明显回落，但仍高于常规水平（2019 年和 2020 年全年中枢分别为 2.78%和 2.46%），说明银行仍然面临信贷规模压降的政策压力，为腾挪信贷空间，一季度以来票据融资和企业短期贷款持续大幅少增。根本原因在于全球经济复苏带动企业经营预期改善，融资需求与稳杠杆的货币政策导向背离。

图表 3：贷款需求与信用供给出现背离（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：3 月转贴现利率中枢有所下移（%）

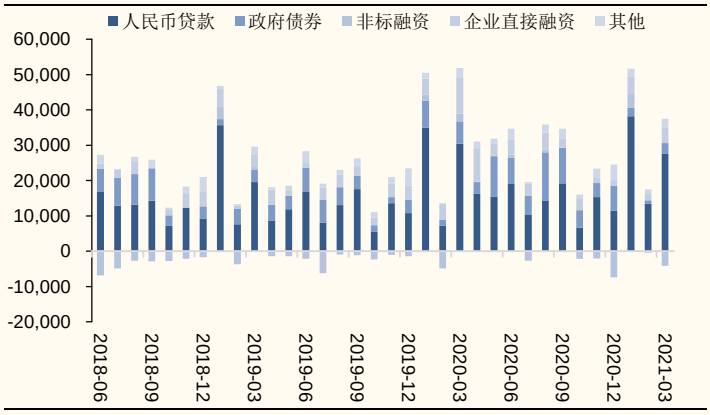


来源：Wind，国金证券研究所

2. 信用收缩主要体现在表外票据和债券融资

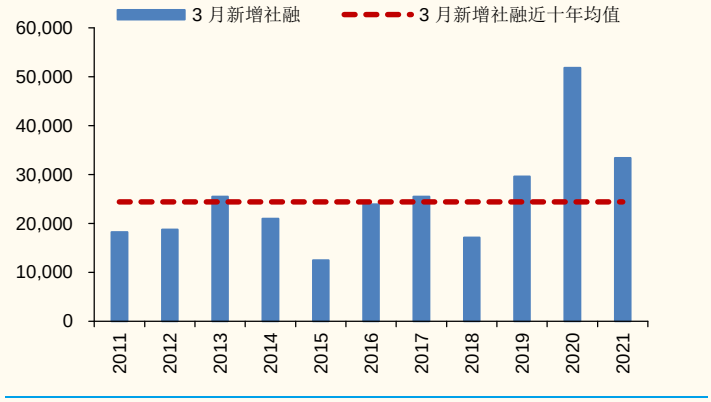
3 月社融新增 3.34 万亿元，同比少增 18438 亿元；存量增速环比回落升 1 个百分点至 12.3%。除了委托贷款和股票融资高于去年同期，其余分项均明显少增。其中非标融资收缩力度最大，信托贷款和未贴现的银行承兑汇票分别同比少增 1770 亿元和 5115 亿元，未贴现银行承兑汇票大幅减少部分原因在于去年同期票据套利引发基数偏高。直接融资方面，高基数作用下企业债券少增 6396 亿元，同时债券集中到期、信用分层加剧也导致弱资质发行人的发债难度加大，股票融资多增 585 亿元。政府债券和扣除非银贷款的表内信贷分别同比少增 3214 亿元和 2885 亿元。为缓解疫情造成的企业资金压力，去年 3 月是历史单月社融规模的最高峰，因此今年大幅少增主要源自超高基数效应，相较于 2019 年同期，今年 3 月社融高出 3798 亿元。

图表 5：新增社融结构（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：3 月社融规模位于历史次高位（亿元）

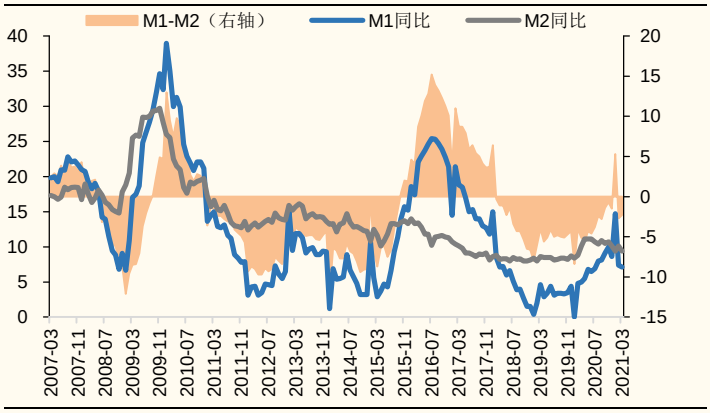


来源：Wind，国金证券研究所

3. 企业和居民存款下降、财政投放少增对 M2 形成拖累

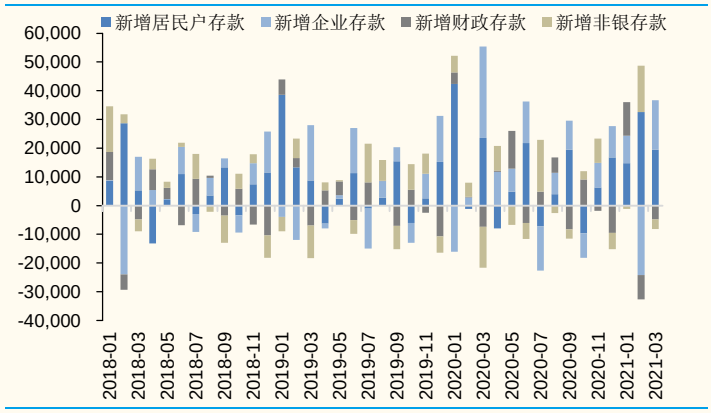
3 月末 M2 同比增长 9.4%，增速较上月末回落 0.7 个百分点，也低于去年同期 0.7 个百分点；M1 同比增长 7.1%，增速环比和同比分别回落 0.3 和 2.1 个百分点；M1-M2 剪刀差提升 0.4 个百分点，资金活化程度提升。3 月财政性存款净支出 4854 亿元，使得社融与 M2 继续收敛，净支出规模同比减少 2499 亿元，有望进一步发力。

图表 7：M1 和 M2 均有所回落（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：新增存款结构（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

4. 融资需求相对较强，信用收缩主要体现政策回归常态

首先，信贷数据体现出整体融资需求依然相对旺盛。从总量来看，整体新增信贷依然强于季节性；从结构来看，企业中长期贷款表现较强。**第二，**信用收缩主要由基数原因造成，更多体现政策回归常态的方向。从总量看，新增社融数据降幅较大主要由于去年基数原因；从结构看，表外票据和政府债券融资下降

较多，体现刺激政策退出。**第三，**需求和供给的缺口拉大，但短端利率（DR007）并未上升，体现流动性依然相对稳定。**第四，**信用供给在未来几个月仍可能进一步收缩。未来几个月，虽然政府债券发行可能有所恢复，但信贷增速可能放缓，整体信用收缩的趋势不变。**第五，**随着信用收缩的加剧，信用风险预计有所上升，“杀估值”的压力依然存在。

风险提示：

1、流动性收缩导致短端利率出现较大上升；

2、信用收缩过快、过大导致系统性信用风险爆发；

3、通胀大幅超出预期，导致货币政策被动收紧。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402