社融遇冷，房贷需求为何居高不下？——2021 年 3 月金融数据点评

2021 年 04 月 12 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 邵翔
shaox@dwzq.com.cn

事件

- 央行公布 3 月金融数据，新增信贷 2.73 万亿元，前值 1.36 万亿元；社融增量 3.34 万亿元，前值 1.71 万亿元；社融存量同比 12.3%，前值 13.3%。M2 同比 9.4%，前值 10.1%；M1 同比 7.1%，前值 7.4%。

观点

- **3 月新增信贷和社融如期回落，但如何合理评估金融数据？**此前市场已经普遍预期 3 月金融数据同比会显著回落，但季节性因素叠加部分疫情期间刺激政策的退出导致可观评估 3 月数据存在不少困难。我们可以尝试从以下价格角度来分析：

- **角度一：第一季度新增信贷同比多增的含义。**如果从第一季度信贷增量来看，比去年同期多增加 5741 亿元，其中居民和非金融企业中长期贷款分别同比多增 7200 亿和 1.43 万亿元。**如果按照 2020 年或者 2015 年至 2019 年均值情形的节奏来推演，今年信贷总增量均将超过 20 万亿，无疑这是好于市场预期的。**

- **角度二：表内热，“表外冷”。**去年 3 月社融大幅上涨的一个重要原因是政府净融资规模增幅超 6000 亿元，如果我们剔除政府融资来和季节性因素来观察，3 月社融同比减少 1.59 万亿。主要负向贡献来自于企业债融资和未贴现承兑汇票，**这反映出 3 月信用市场和表外融资渠道萎缩，银行信贷成为金融“输血”的主要途径。**

- **角度三：信贷如何反映不急转弯。**从经济周期所处的位置和季节性特征来看，今年和 2010 年十分相似，不同的是两者在宏观政策基调上存在较大的区别，2010 年政策收紧的速度明显快于当前，第一季度新增信贷同比减少 1.98 万亿。

- **信用压力下融资渠道转移，社融和信贷出现分化。**第一季度新增信贷同比多增 5741 亿元，而同期社融同比少增 8730 亿元。主要原因在企业债和政府债券净融资分别少增 9178 亿元和 9197 亿元，而信托贷款同比多减 3440 亿元。这与今年经济、政策的主线相符，信用结构性收紧下信用风险导致企业债融资萎缩，银行信贷成为“输血”的主要渠道；专项债发行节奏拖后和影子银行压降是第一季度政府债券和信托净投资形成拖累的重要因素。

- **社融遇冷，房地产需求为何迟迟无法降温？**除了企业中长期贷款的高增以来，今年值得注意的居民中长期贷款增长的强劲，背后对应的多是居民按揭需求居高不下，这与疫情后家庭储蓄水平显著上升、经济复苏下利率水平依旧偏低密切相关。

- **M2 增速不及预期，关注银行稳存款压力。**3 月尽管财政存款继续下降，但非金融企业和居民存款同比少增 1.46 万亿和 4100 亿，导致 M2 同比增速弱于预期，这主要是因为去年同期企业和居民融资上升但支出大幅下降有关。不过值得注意的是旺盛的贷款“遭遇”一般存款增速放缓，将对银行负债端形成压力，长端资金需求将导致同业存单发行利率居于高位，这可能成为央行后续定向降准或超量续作 MLF 的导火索。

- **风险提示：**疫情变异不可控，全球货币继续扩大宽松；中国经济出现过热迹象，输入型通胀失控，央行超预期收紧货币政策。

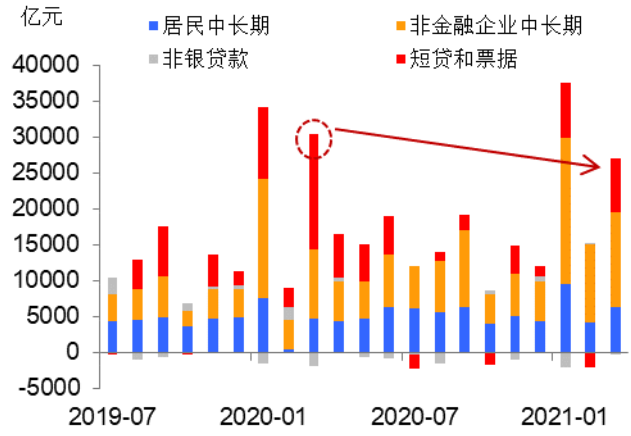
相关研究

1、《宏观点评 20210409：油价上涨对我国 PPI 和行业盈利影响有多大？》2021-04-09
2、《宏观点评 20210407：一文读懂美国预算和解程序》2021-04-07
3、《宏观点评 20210406：4 月聚焦：政治局会议将如何定调？》2021-04-06
4、《宏观点评 20210405：谁更贵？全球股市，债市，还是房地产？》2021-04-05
5、《宏观点评 20210331：3 月 PMI 点评：经济反弹强于季节性》2021-03-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

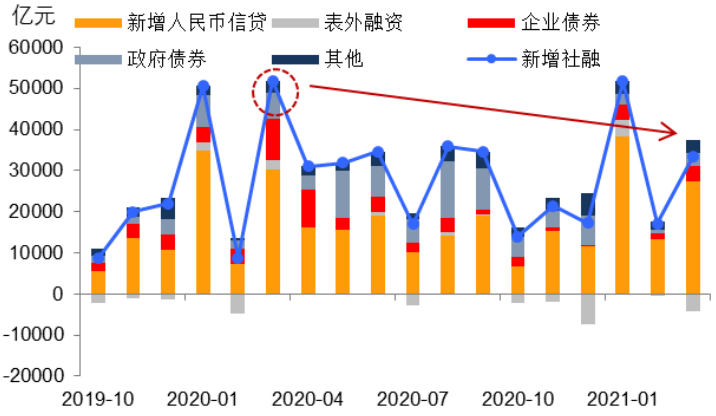
3 月新增信贷和社融如期回落，三个角度评估金融数据。此前市场已经普遍预期 3 月金融数据同比会显著回落（图 1 和 2），但季节性因素叠加部分疫情期间刺激政策的退出导致可观评估 3 月数据存在不少困难。我们可以尝试从以下价格角度来分析：

图 1：新增人民币贷款同比回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

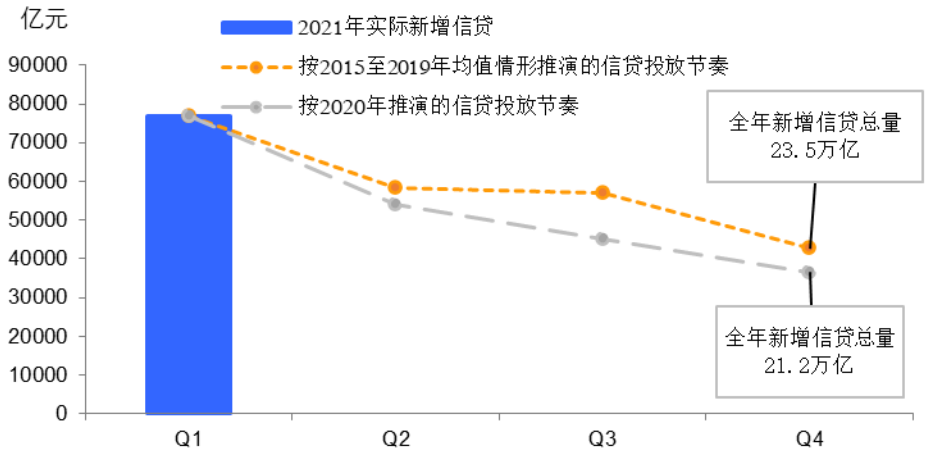
图 2：新增社融同比回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

角度一：第一季度新增信贷同比多增的含义。如果从第一季度信贷增量来看，比去年同期多增加 5741 亿元，其中居民和非金融企业中长期贷款分别同比多增 7200 亿和 1.43 万亿元。如果按照 2020 年或者 2015 年至 2019 年均值情形的节奏来推演，今年信贷总增量均将超过 20 万亿，无疑这是好于市场预期的。

图 3：今年贷款节奏和总量的历史推演



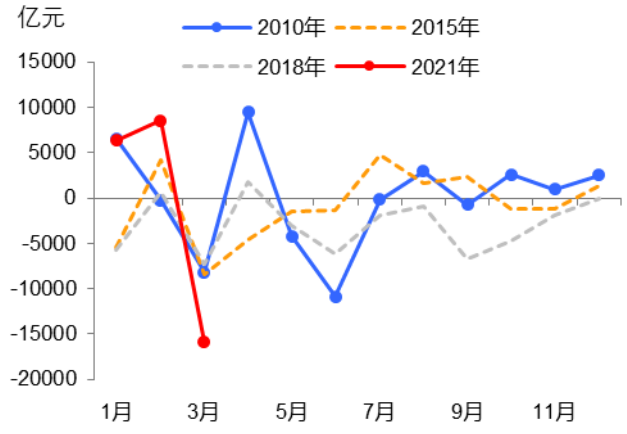
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

角度二：表内热，“表外冷”。去年 3 月社融大幅上涨的一个重要原因是政府净融资规模增幅超 6000 亿元，如果我们剔除政府融资来观察，3 月社融同比减少 1.59 万亿。主要负向贡献来自于企业债融资和未贴现承兑汇票，**这反映出 3 月信用市场和表外融资渠道萎缩，银行信贷成为金融“输血”的主要途径**。

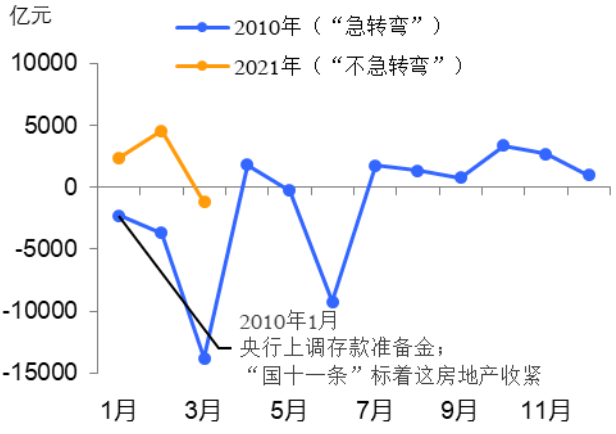
角度三：信贷如何反映不急转弯？从经济周期所处的位置和季节性特征来看，今年和 2010 年十分相似，不同的是两者在宏观政策基调上存在较大的区别，2010 年政策收紧的速度明显快于当前——2010 年 1 月央行开始上调准备金，1 月 10 日“国十一条“的出台也拉开了房地产密集调控的序幕，2010 年第一季度新增信贷同比减少 1.98 万亿。与今年第一季度形成鲜明对比。

图 4：新增社融（剔除政府净融资）的季节新变化



注：2010、2015 和 2018 年春节都在 2 月中下旬。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：新增信贷同比变化（2021 VS 2010）



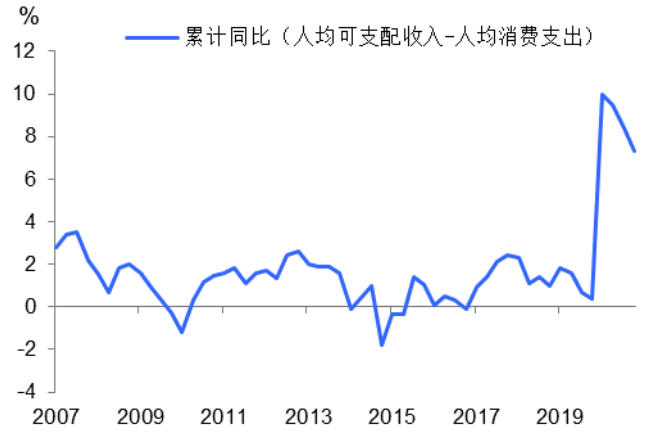
数据来源：Wind，东吴证券研究所

信用压力下融资渠道转移，社融和信贷出现分化。第一季度新增信贷同比多增 5741 亿元，而同期社融同比少增 8730 亿元。主要原因在企业债和政府债券净融资分别少增 9178 亿元和 9197 亿元，而信托贷款同比多减 3440 亿元。这与今年经济、政策的主线相符，**信用结构性收紧下信用风险上升导致企业债融资萎缩，银行信贷成为“输血”的主要渠道**；专项债发行节奏拖后和影子银行压降是第一季度政府债券和信托净投资形成拖累的重要因素（图 1 和 2）。

社融“遇冷”，房地产需求为何迟迟无法降温？除了企业中长期贷款的高增以来，今年值得注意的居民中长期贷款增长的强劲，3 月再次新增超过 6000 亿。背后对应的多是居民按揭需求居高不下，这与疫情后家庭储蓄水平显著上升、经济复苏下利率水平依旧偏低密切相关（图 6 和 7）。尽管今年以来政府持续加强对于房地产融资、供地机制的监管和规范，但旺盛的需求将成为今年房地产投资的重要支撑，这一点我们可以从房地产投资的资金来源以及疫情后投资增速与居民中长期贷款增速密切相关看出端倪（图 8

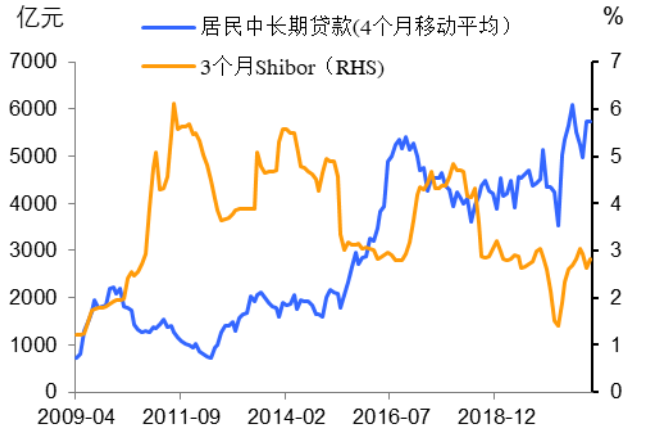
和 9）。

图 6：疫情使得家庭储蓄水平明显上升



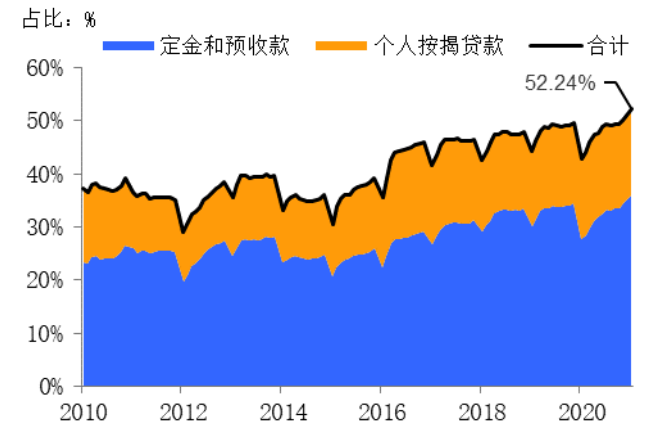
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：利率水平偏低是居民贷款需求旺盛的重要催化剂



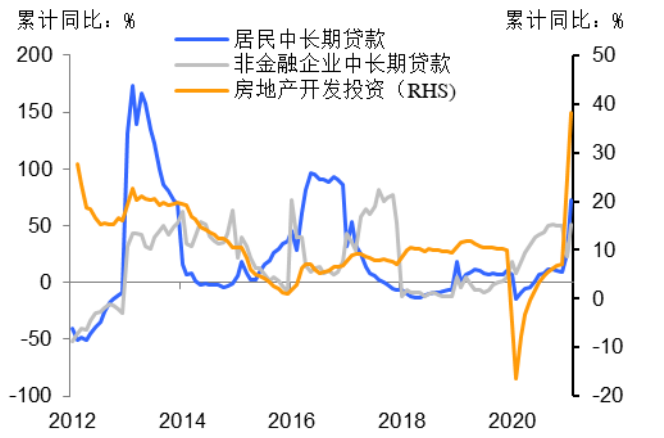
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：房地产投资资金来源中居民端占比创新高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：疫情之后房地产开放投资于居民端贷款关系更加紧密



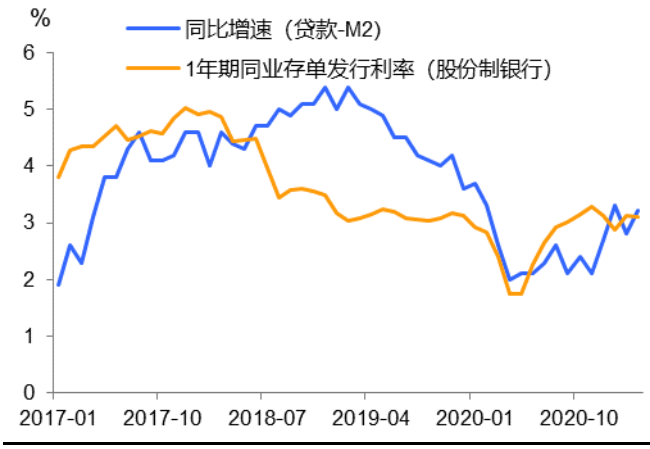
数据来源：Wind，东吴证券研究所

M2 增速不及预期，关注银行稳存款压力。3 月尽管财政存款继续下降，但非金融企业和居民存款同比少增 1.46 万亿和 4100 亿，导致 M2 同比增速弱于预期，这主要是因为去年同期企业和居民融资上升但支出大幅下降有关。不过值得注意的是旺盛的贷款“遭遇”一般存款增速放缓，将对银行负债端形成压力，长端资金需求将导致同业存单发行利率居于高位，这可能成为央行后续定向降准或超量续作 MLF 的导火索（图 10）。

展望未来，类滞涨风险下货币政策面临难题，房地产存在过热风险。上周刘鹤总理在国务院金融稳定发展委员会会议上既强调“宏观政策的首要目标是保就业和保市场主体”，又表示“要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势”，当前经济复苏依

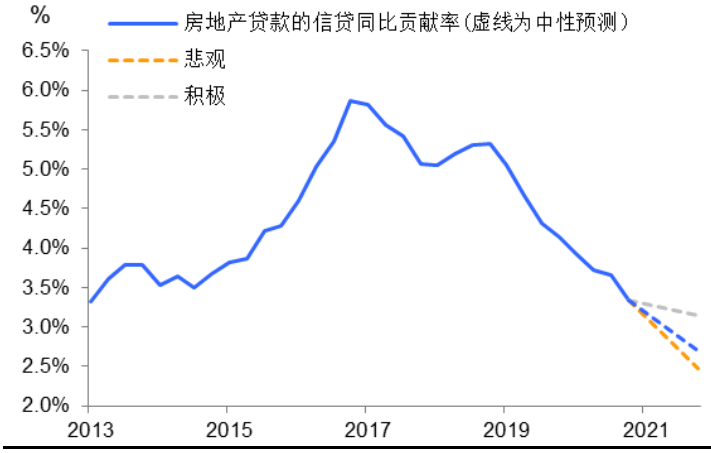
旧不稳固，但是输入型通胀风险上升，在类滞涨风险下央行货币政策会愈加谨慎。在当前的环境下房地产存在过热风险，预计相关监管会进一步强化，我们预期今年房地产贷款对于信贷同比增速的贡献率会继续下降（图 11）。

图 10：贷款增速快于 M2 将提高银行负债端压力



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：房地产贷款今年对信贷增长的贡献率将下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

风险提示：疫情变异不可控，全球货币继续扩大宽松；中国经济出现过热迹象，输入型通胀失控，央行超预期收紧货币政策。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

