

3 月金融数据：信用全面收缩的开始

核心观点

3 月信贷增加 2.73 万亿，高于市场及我们的预期，但新增量同比少增，且增速回落；3 月社融新增 3.34 万亿，低于市场预期，但与我们的预期基本一致，社融存量增速较 2 月大幅回落 1 个百分点至 12.3%，3 月数据验证了我们此前“3 月是信用收缩重要观察期”的判断，**我们认为，这是信用全面收缩的开始。**未来央行政策调控，信用端比货币端更重要，2021 年稳健中性的货币政策基调下，信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程，预计全年增速回落至 11%、10.9%，M2 增速回落至 9%，同时提示后续核心关注非线性信用收缩。

□ 信贷同比少增，但超市场预期，居民和企业长期贷款是主要支撑

3 月，人民币贷款增加 2.73 万亿，同比少增 1200 亿，高于市场及我们的预期，增速 12.6% 降 0.3 个百分点，出现下行。结构方面，同比少增主要来自企业短期贷款和票据融资，两者分别增加 3748 亿元、减少 1525 亿元，同比少增 5004、3600 亿元，合计同比少增 8604 亿元；居民贷款和企业中长期贷款项目同比多增较多，两者分别新增 1.15 万亿、1.33 万亿，同比多增 1614 和 3657 亿元，居民贷款同比多增主要来自中长期贷款新增 6239 亿元，同比多增 1501 亿元。通过数据我们发现，企业端今年以来持续表现出中长期贷款同比多增、短期贷款和票据融资同比少增的鲜明特征，体现出银行在信贷额度受限、年初优质信贷项目集中及 MPA 考核制造业中长期信贷占比等几项因素叠加的情况下，更倾向于增加中长期贷款投放，对短期贷款构成挤压，从信贷需求看，当前经济状况较好，企业对未来经济形势乐观，资本开支意愿旺盛，中长期信贷需求强劲，而由于利润状况较好，资金周转压力不大，对短期贷款和票据贴现的需求相应降低，供需匹配，呈现出中长期贷款占比提升的信贷结构优化特征，短期或仍有延续。居民端长期贷款强劲，地产销售强劲意味着居民按揭贷款需求旺盛，也说明目前地产领域信贷调控尚未对按揭贷构成明显拖累。但总体看，在信贷需求比较旺盛的情况下信贷新增量仍然同比少增、增速下行，意味着信用收缩已经开启。

□ 社融大幅回落，符合我们的预测

3 月社会融资规模增量为 3.34 万亿，同比少增 1.84 万亿，增速大幅下行 1 个百分点至 12.3%，低于市场一致预期，但与我们预测值基本一致。结构上，除信贷外，社融同比回落较大的几个项目分别是：企业债券融资增加 3535 亿元，同比少增 6396 亿元，主因去年 3 月企业债券收益率处于低位，单月有近万亿的新增净融资，基数较高；未贴现银行承兑汇票项目减少 2297 亿元，同比少增 5115 亿元，与当前的经济形势并不相符，我们认为可能有央行主动压降；政府债券增加 3130 亿元，同比少增 3214 亿元，也主因去年专项债发行较早带来的较高基数。我们此前提示信贷和票据是未来我们需最为密切关注的央行主动调控角度，目前看票据和信贷监管均已强化，3 月信贷、社融新增规模和存量增速的回落标志着信用全面收缩的开始。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

□ M2 回落符合预期，4 月可能仍面临下行压力

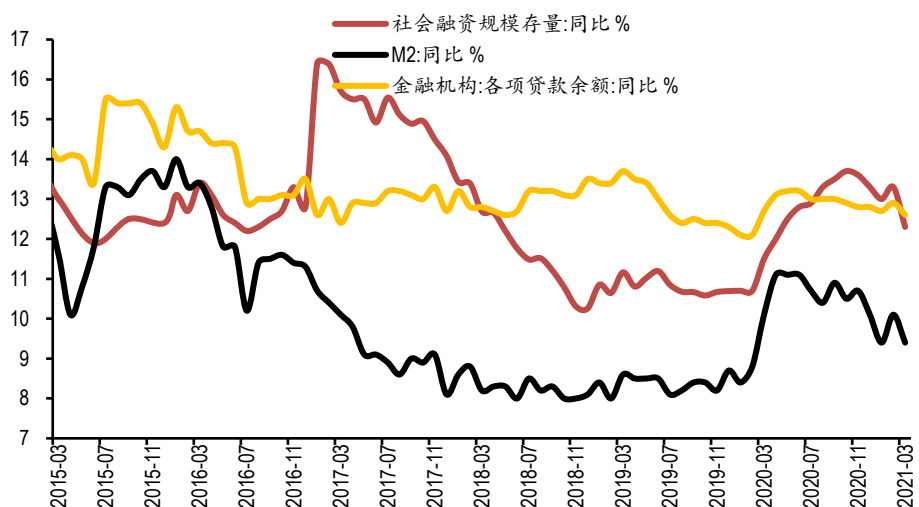
3 月末，M1 同比增速 7.1%，较前值小幅回落 0.3 个百分点，保持稳健，1、2 月的基数影响逐渐褪去，当前 M1 走势与短期经济形势和实体部门活跃度是匹配的，我们也由此判断今年后续随着经济回落，M1 增速也将是走降的过程。3 月 M2 增速回落至 9.4%，较前值大幅回落 0.7 个百分点，与我们的预测值 9.6% 也基本一致，信贷稳定、财政支出较为积极对 M2 增速构成支撑，但去年基数走高使得数据下行，4 月 M2 增速的去年基数继续走高，或意味着其后续增速仍有一定下行压力。3 月 M0 同比增速持平于 4.2%，符合一般性规律，以往非春节月份 M0 增速基本稳定于较低水平，2020 年受疫情影响，M0 增速全年保持高位，春节后也未回落至低位，体现为经济结构性增长动力分化、县域地区对现金的需求仍然较强，我们认为 M0 增速的回归意味着我国经济基本面进入全面修复状态。

□ 3 月是信用全面收缩的开始，未来核心关注非线性信用收缩

3 月信贷同比少增、增速回落，结构上向居民贷款和企业中长期贷款集中，社融数据大幅下行，尤其是表外票据大幅回落均意味着信用全面收缩的开始。我们继续强调全年“从再通胀到信用收缩”的宏观逻辑，今年货币政策以金融稳定为首要目标转向稳健中性，未来央行政策调控信用端比货币端更重要，2021 年信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程。展望全年，预计 M2 增速在 9% 左右，M1 增速为 3-4%，人民币信贷增速 11% 左右，社融增速 10.9% 左右，与之相对应的信贷、社融全年新增量分别为 19 和 31 万亿元，分别较去年少增约 6000 亿和 4 万亿。紧信用环境下，大类资产的决定逻辑将转变为信用影响利率、估值，进而影响各大类资产。未来核心关注非线性信用收缩，尤其需关注的几个信用风险领域在优质民企、国企和城投平台，因其资质好或具有政府信用背书，往往深受投资者青睐，经济越好，地方政府对信用债违约的关注度可能越弱，则越需警惕两者违约的风险，一旦该类债券出现违约，由于其债券市场抱团资产，容易出现估值调整风险，冲击市场。

风险提示：中美博弈改变货币政策节奏。

图 1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19117

