

2021 年 04 月 12 日

信用“收缩”的结构特征

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@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持。

● 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。大部分入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

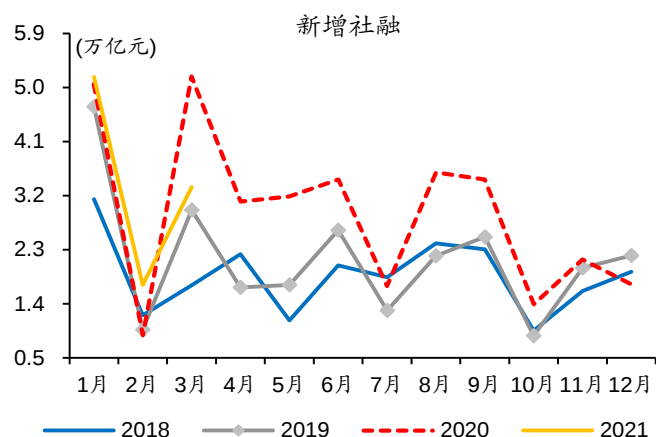
图表目录

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

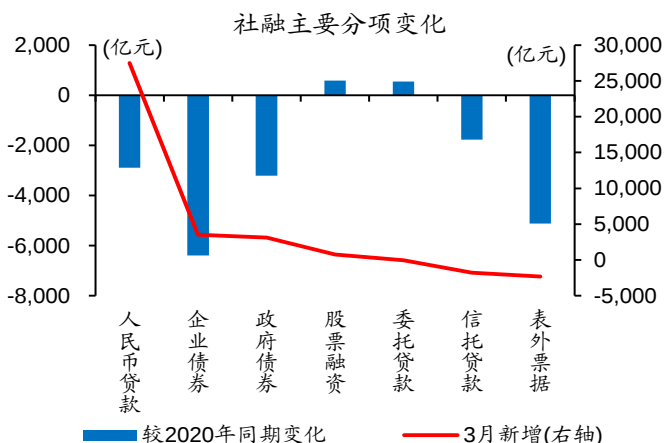
3月社融略低市场预期，非标融资收缩加快。3月，新增社融3.34万亿元、低于市场预期的3.7万亿元，同比少增1.84万亿元；存量增速12.3%、较上月回落1个百分点。主要分项均低于2020年同期，其中，信托贷款和未贴现承兑汇票显著收缩，推动社融低预期，信托贷款净收缩1790亿元、创历史同期新低；企业债券3535亿元、与2019年同期相当，新增人民币贷款2.75万亿元、为主要支撑项。

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

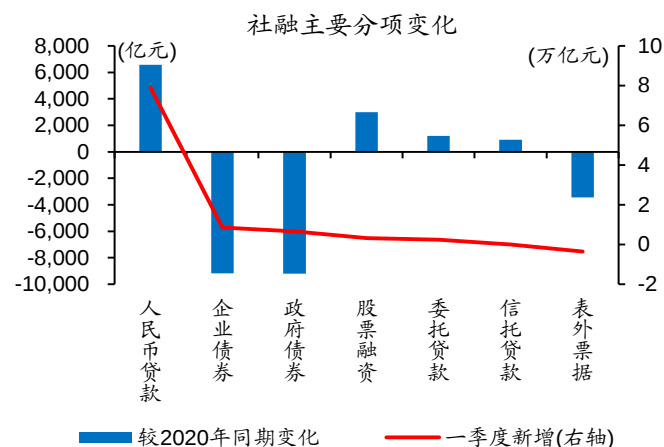
图2：社融受债券融资、非标拖累明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

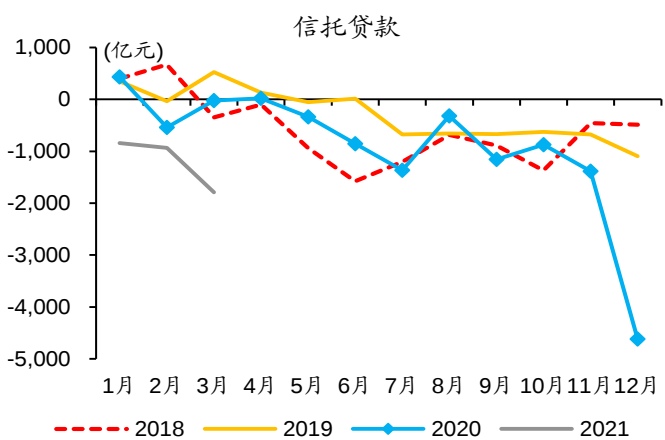
一季度社融总体超预期，主要缘于信贷支撑。一季度，新增社融10.24万亿元、同比少增8730亿元，其中，人民币贷款7.91万亿元、同比多增6589亿元，为主要贡献项；基数影响下，企业债券和政府债券均同比少增超9000亿元；信托贷款延续超季节性收缩态势，委托贷款收缩较慢或缘于个人公积金贷款的支持。

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

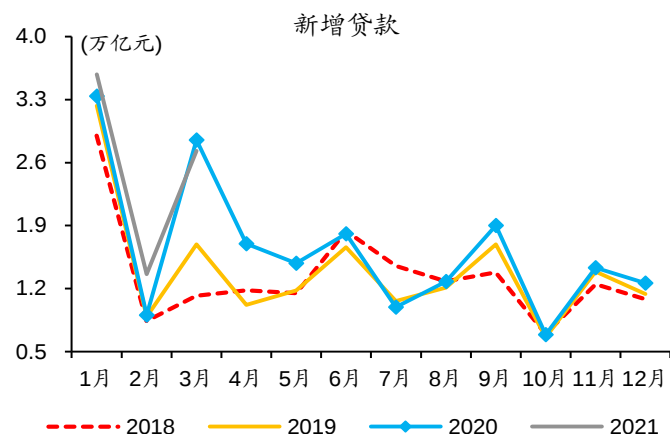
图4：2020年底以来，信托贷款加快收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

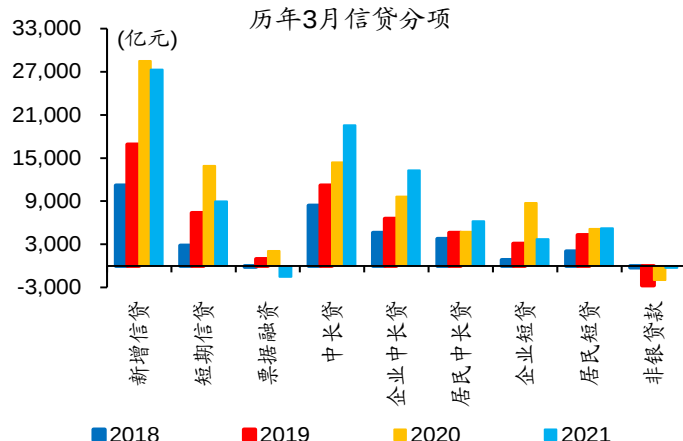
3月信贷继续超量，核心在企业中长期贷款。3月，新增贷款2.73万亿元、略低于2020年同期；其中，新增企业中长期贷款1.33万亿元、同比多增3657亿元，剔除基数，两年平均较2019年同期多增4899亿元，而企业短期贷款和票据融资明显低于2020年同期。居民贷款继续保持高位，其中新增中长期贷款6239亿元，或主要缘于商品房销售；地产调控加强下，居民贷款持续性仍需紧密跟踪。

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

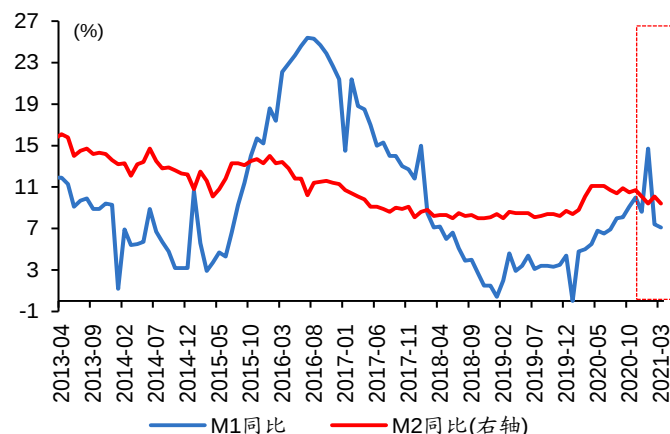
图6：信贷略超市场预期，主要缘于企业中长期贷款



数据来源：Wind、开源证券研究所

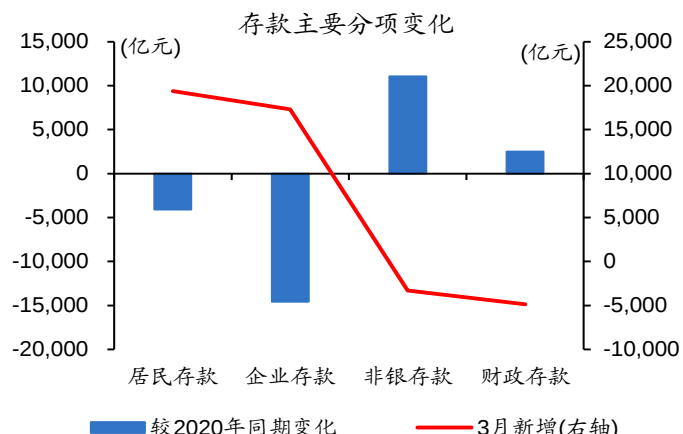
M1和M2增速双双回落，或与基数效应和财政存款投放偏慢等有关。3月，M1增速7.1%、较上月回落0.3个百分点，M2增速9.4%、较上月回落0.7个百分点。3月存款结构变化来看，居民和企业存款同比分别少增4100亿元和1.5万亿元，而非银存款同比少减1.1万亿元，均与2020年同期基数效应有关；财政存款净投放4854亿元，低于2019年同期的6928亿元和2020年同期的7353亿元。

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

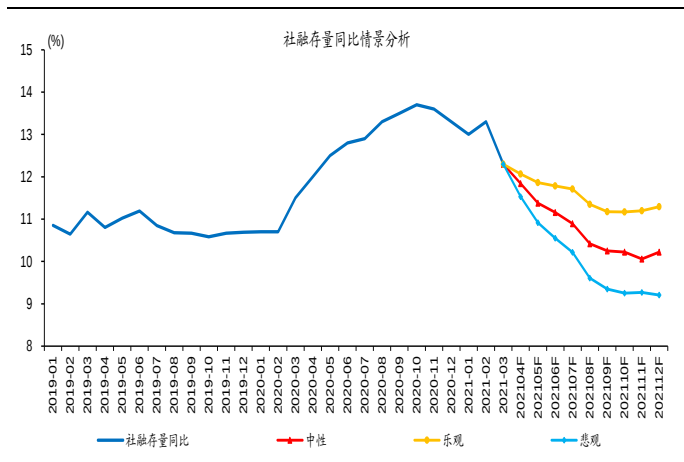


数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

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_19125

