

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

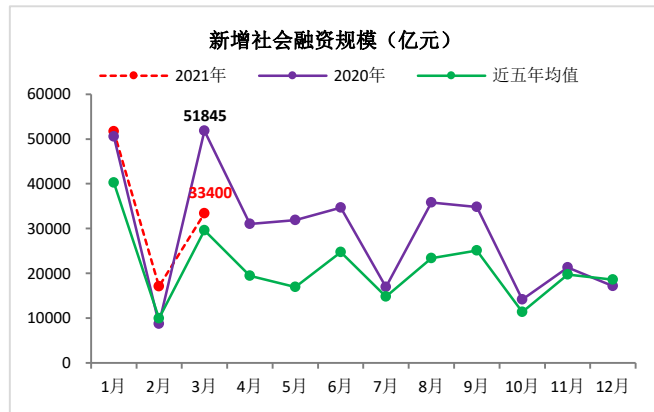
3 月份社融增量为 3.34 万亿元，同比少增 1.84 万亿元，存量增速为 12.3%，较上月大幅回落 1 个百分点（见图 1-2）。本月社融收敛节奏超出市场预期：

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

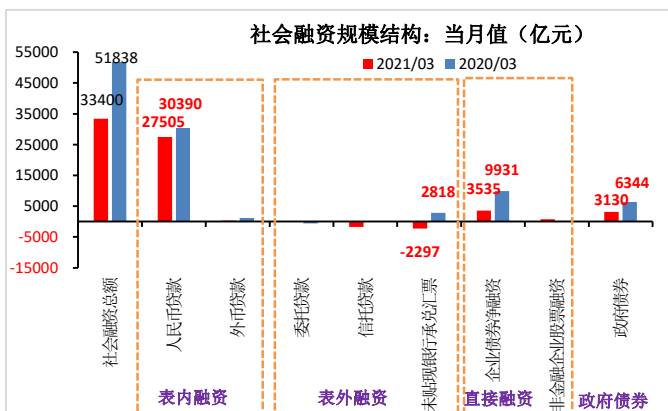
大幅减少 6396 亿元（见图 3）；同时随着去年短期救助性财政刺激政策逐步退出，加上今年地方债发行有所后置，3 月政府债券融资规模同比减少 3214 亿元，连续三个月同比缩水。

图 1：3 月份社融增量大幅低于去年同期值



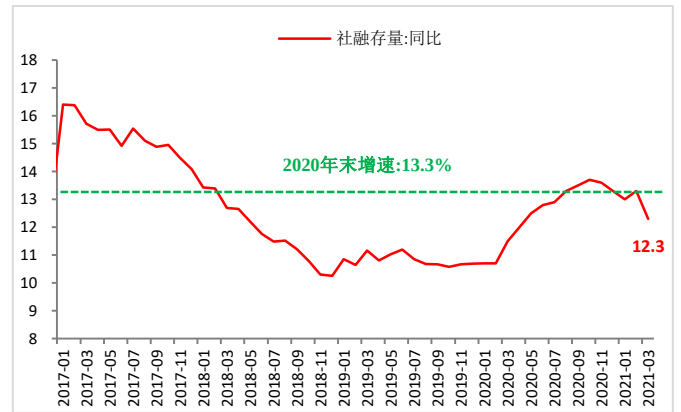
资料来源：WIND，财信研究院

图 3：3 月份新增社会融资规模结构



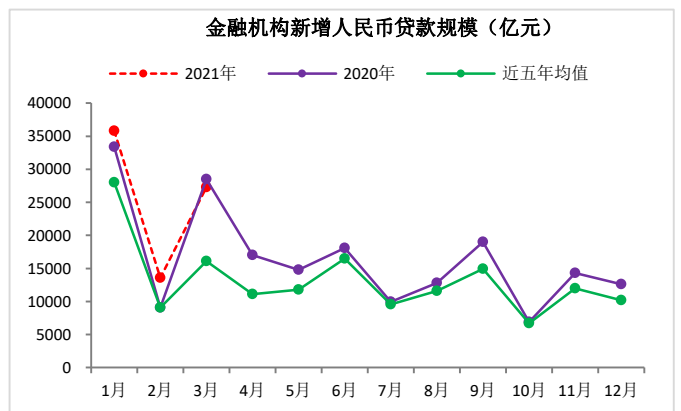
资料来源：WIND，财信研究院

图 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 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，

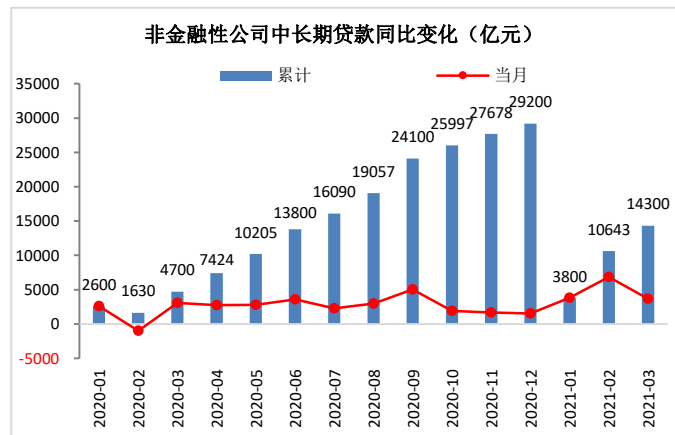
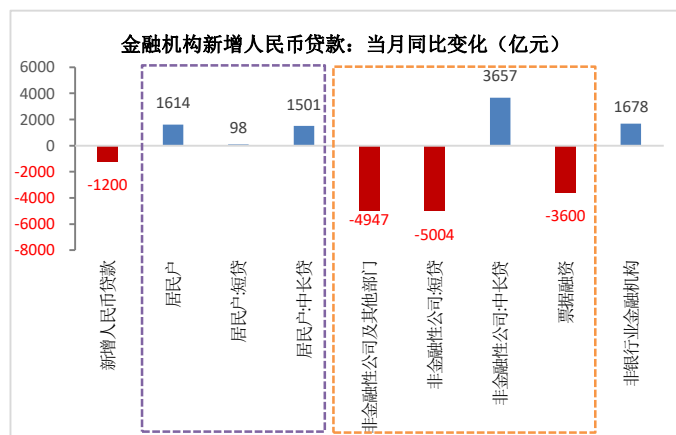
工业企业盈利明显改善,推动企业融资需求增加;二是今年宏观政策助企纾困力度不减,普惠小微贷款或继续“量增、价降、面扩”,对企业中长贷形成支撑;三是央行多次强调要进一步加大对科技创新、制造业的支持,提高制造业贷款比重,增加高新技术制造业信贷投放,制造业企业中长期贷款投放或依旧不弱。

(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

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

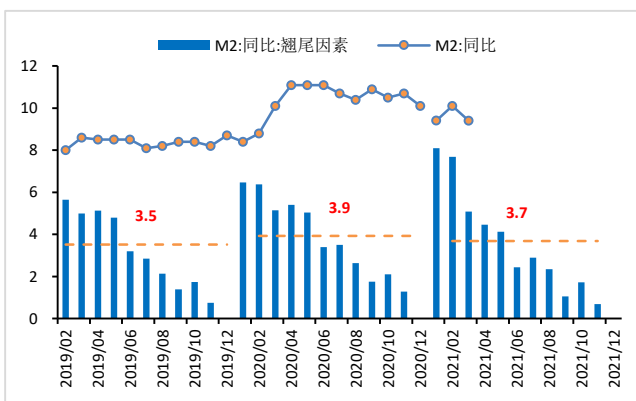
资料来源: WIND, 财信研究院

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。

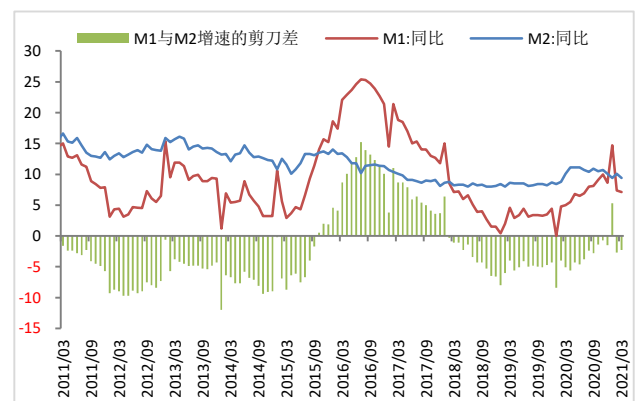
3月末 M1 同比增长 7.1%, 增速较上月继续回落 0.3 个百分点。其中, 单位活期存款占 M1 的比重超过 80%, 其增速由 2 月的 8.0% 降低至 3 月的 7.6%, 是 M1 回落的主因。单位活期存款增速回落, 一方面源于国内企业盈利虽明显改善, 但应收账款增速偏高(2021 年 1-2 月值达到 16.4%), 导致企业现金和资金流改善有限; 另一方面, 去年同期单位活期存款基数环比提高 0.3 个百分点, 也不利于 M1 回升, 且一直到 2021 年 11 月份, M1 基数效应均呈扩大态势, 或持续对其增速形成一定制约。

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

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_19145

