



蒋飞点评 3 月份金融数据： 信贷扩张效果仍待观察



文/意见领袖专栏作家 蒋飞



核心观点

结论

新增贷款和社融大超预期，主要由政府债券发行前置以及企业短期贷款贡献，体现了政府信用扩张的决心，有利于提振市场信心；但结构上体现出消费与企业长期投资的低迷，在国外流动性逐渐收紧的形势下降准概率大幅上升。

数据

3 月份 M1 同比为 4.7%，与上个月持平。3 月份 M2 同比为 9.7%，

接近于 1 月份的 9.8%水平。同样的，M2 的同比多增主要是 3 月的贷款多增带来的，3 月份新增贷款为 3.13 万亿，比去年同期增加 4000 亿。

3 月份社融为 4.65 万亿，超出市场预期。其中新增贷款贡献最大，同比去年多增 4817 亿元，其次是非标，同比多增 4262 亿元，最后是政府债，同比多增 3921 亿元。

要点

M1 同比与上个月持平，这一增速水平来之不易。3 月份乘用车同比销量增速为-10.5%，比上个月大幅回落了 15 个百分点。3 月份 30 大中城市商品房成交面积增速仍在下滑，3 月为-47.33%，比 2 月下滑了 20 个百分点。

天量社融增量中，政府债券、非标与短期融资贡献最大，社融结构仍存在优化空间。2021 年非标规模持续下降，趋势延续到今年 2 月。非标总规模也从 2017 年的 27 万亿，下降至当前的 18 万亿，整体来说非标压减成绩明显。3 月份非标规模不再下降，或许是为了稳增长而做的相应调整。

政策支持下的信用扩张效果还需观察。一方面中国最大的经济发动机——房地产行业仍未回暖，该产业链巨大的市场投资空间被大幅压缩，无论是在资产增长幅度和贷款资产质量上，信用扩张的能力都已经下降；另一方面地方政府作为投资的重要主体，面临着债务总额限制和投资项目绩效考核双重约束，投资冲动已经大幅冷却，在长期收益不确定的情况下长

期投资也难以明显回升。

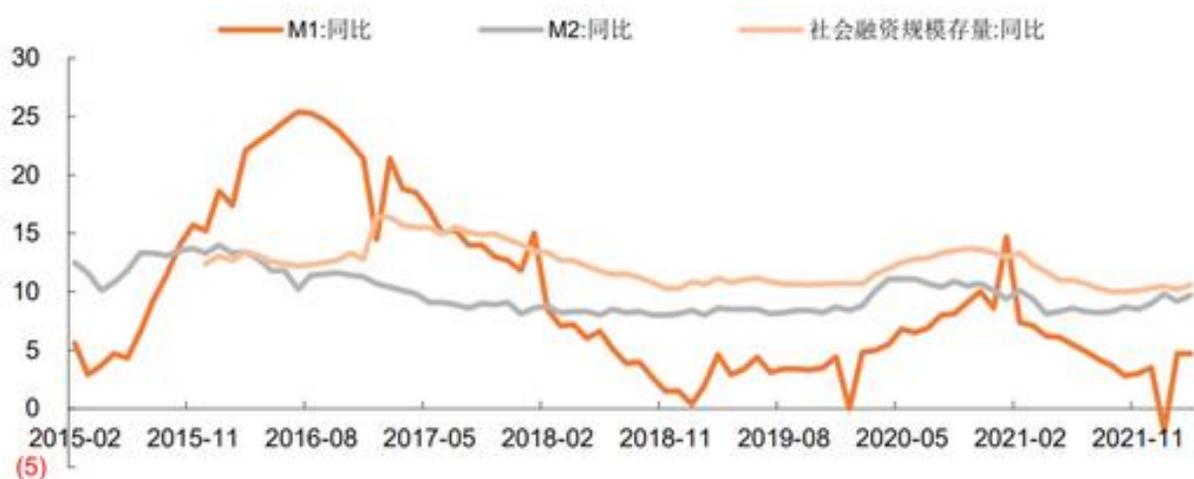
1

信用扩张提速但实体需求低迷

1.1

M1 同比增速持平，实属不易

图 1: M1、M2 和社融增速



资料来源: WIND, 长城证券研究院

3 月份 M1 同比为 4.7%，与上个月持平。这个增速来之不易，3 月份乘用车同比销量增速为-10.5%，比上个月大幅回落了 15 个百分点。3 月份 30 大中城市商品房成交面积增速仍在下滑，3 月为-47.33%，比 2 月下 滑了 20 个百分点。在两大交易类资产同比均在大幅下滑的情况下，M1 同 比增速还能与上个月持平，实属不易。

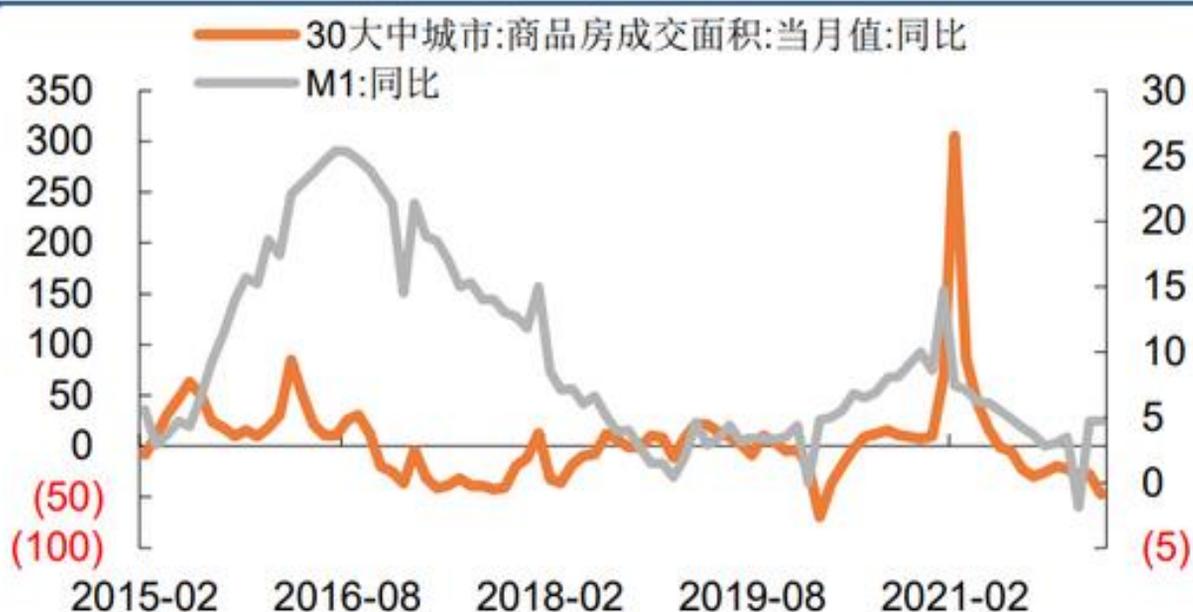
另外受疫情的影响，3月份 PMI 指数为 49.5%，比上个月回落了 0.7 个百分点，低于荣枯线。除此之外，消费和服务行业均出现了明显的收缩，预计 4 月份 M1 同比增速会再次下行。

图 2: M1 同比和乘用车销量增速同比 (剔除异常值)



资料来源: WIND, 长城证券研究院

图 3: M1 同比和 30 大中城市商品房成交面积增速



资料来源: WIND, 长城证券研究院

1.2

M2 同比大幅反弹，贷款结构有待优化

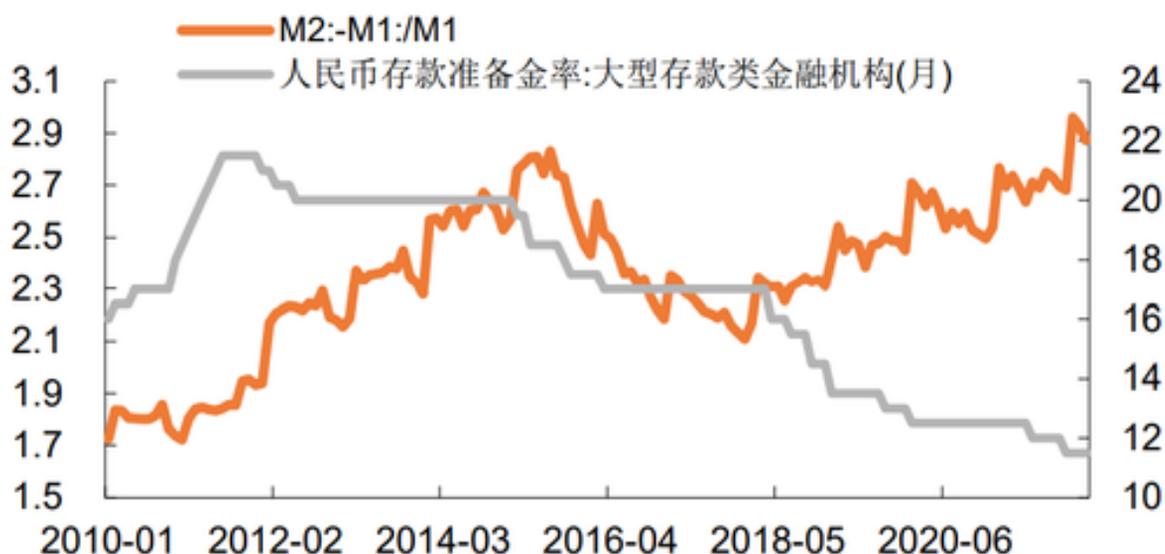
3 月份 M2 同比为 9.7%，接近于 1 月份的 9.8% 水平。同样的，M2 的同比多增主要是 3 月的贷款多增带来的，3 月份新增贷款为 3.13 万亿，比去年同期增加 4000 亿。3 月的 M1/ (M2-M1) 指标虽有所回升，但是季节性回升，趋势仍在下降。

从新增贷款结构来看，分部门看，住户贷款增加 7583 亿元，其中，短期贷款增加 3848 亿元，中长期贷款增加 3735 亿元；企（事）业单位贷款增加 24700 亿元，其中，短期贷款增加 8089 亿元，中长期贷款增加

13448 亿元，票据融资增加 3187 亿元。

根据测算可以发现，今年 3 月份相比去年同期新增的信贷主要来自于企业短期贷款和票据融资，这种情况与今年 1 月份较为相似。从结构来看，3 月份住户贷款仍在同比减少，无论是短期贷款还是中长期贷款，这表明商品房市场仍未明显好转，这与商品房成交面积增速持续下行较为一致。3 月企业的中长期贷款相比去年同期变化不大，短期贷款和票据融资大幅增加，这同样反映出信贷投放仍然谨慎，投资意愿依然不强。当然这也与土地市场仍在收缩有关，在过去土地成交金额占企业中长期贷款占比较大，现在企业中长期贷款能维持不变就已经极不容易。

图 4：存款准备金率和存款定期化



资料来源：WIND，长城证券研究院

表 1：新增贷款结构（单位：亿元）

月份	住户短期贷款	住户长期贷款	企业短期贷款	企业长期贷款	票据融资
202103	5242	6239	3748	13300	-1525
202203	3848	3735	8089	13448	3187
增加	-1394	-2504	4341	148	4712

资料来源：WIND，长城证券研究院

1.3

社融增速再次反弹，非标缩减暂停

3 月份社融为 4.65 万亿，超出市场预期。其中新增贷款贡献最大，同

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_40247

