

2021年3月金融数据点评

3月金融数据增速全面下行，温和“紧信用”过程有望持续推进

作者：东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

央行公布数据显示：2021年3月新增金融机构人民币贷款2.73万亿，环比多增1.37万亿，同比少增1200亿，月末贷款余额增速12.6%，较上月末低0.3个百分点，较上年同期低0.1个百分点。

3月新增社融3.34万亿，环比多增约1.63万亿，同比少增约1.84万亿；3月末存量社会融资规模294.55万亿，同比增长12.3%，增速比上月末低1个百分点，比上年同期高0.8个百分点。3月末，M2同比增长9.4%，增速比上月末低0.7个百分点，比上年同期低0.7个百分点；M1同比增长7.1%，增速比上月末低0.3个百分点，比上年同期高2.1个百分点。

主要观点：

3月信贷、社融及M2等主要金融数据增速下行，一方面源于上年同期为货币扩张高峰，高基数会压低今年的同比增速，另一方面则反应当前货币政策正在向常态化回归，新增信贷、社融规模处于温和增长状态。事实上，在今年稳定宏观杠杆率的目标下，后期主要金融数据虽仍会出现波动，但增速整体温和下行的方向不会改变。适度“紧信用”将是今年金融环境的一个突出特征。具体来看：

3月新增贷款环比季节性回升，同比则少增1200亿，拖累月末贷款余额增速较上月末放缓0.3个百分点，信贷投放回归收紧过程。不过，当月新增贷款规模仍超出普遍预期，显示信用收缩仍相对温和，主要原因是在企业融资需求仍然较强，且政策支持力度依然较高的背景下，3月企业中长期贷款表现强劲；另外，当月楼市依然火热，也支撑居民中长期贷款维持多增。

社融方面，3月新增社融环比季节性多增，同比则大幅少增约1.84万亿，拖累月末社融存量增速较上月末大幅下滑1.0个百分点；3月社融存量增速放缓幅度明显超出贷款余额增速，主要原因是受市场利率高位运行、监管趋严、发行计划安排等因素影响，债券融资和表外融资收缩速度要快于银行贷款。

3月M2增速明显回落，主要原因是当月信贷增速下滑，带动存款派生减速；另外，3月财政存款少减，也对M2增速起到一定下拉作用。3月M1增速小幅下滑，主要源于上年基数抬高，环比来看，M1增长水平不低，显示实体经济仍处于较强修复过程。

展望4月，信贷、社融增量将季节性下调，而且在货币政策回归常态指引下，增量规模也将受到控制。在同比增速方面，考虑到去年4月仍处于货币扩张高峰期，高基数效应仍然存在，因此4月人民币贷款余额、存量社融及M2增速将延续下行，但降幅或有不同程

度收窄。而在经济修复带动企业经营、投资活动增加的影响下，4月M1增速有望反弹。

具体分析如下：

一、3月新增贷款环比季节性回升，同比则少增1200亿，拖累月末贷款余额增速较上月末放缓0.3个百分点，信贷投放回归收紧过程。不过，当月新增贷款规模仍超出普遍预期，显示信用收缩仍相对温和，主要原因是在企业融资需求仍然较强，且政策支持力度依然较高的背景下，3月企业中长期贷款表现强劲；另外，当月楼市依然火热，也支撑居民中长期贷款维持多增。

3月新增人民币贷款2.73万亿，环比多增1.37万亿，符合节后工作日增加和“季末冲量”的季节性规律。同比来看，当月新增人民币贷款比去年3月少增1200亿，拖累月末贷款余额增速较上月末放缓0.3个百分点至12.6%，在上月短暂反弹后重回下行通道。从数据表现来看，贷款余额增速放缓显示3月信用回归收紧过程。在1-2月信用扩张超预期的情况下，3月信贷投放节奏放缓也顺应了政策导向——3月22日，央行组织召开主要银行信贷结构优化调整座谈会，会上强调“保持贷款平稳增长、合理适度，把握好节奏”。不过，考虑到去年3月疫情冲击下信贷政策发力明显，今年3月新增贷款规模仅同比少增1200亿，仍超出市场普遍预期，显示紧信用虽有所释放，但政策“不急转弯”下，信用收缩仍处在相对温和的过程。

图1 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

从分项来看，除非银贷款外，3月人民币贷款各分项新增规模环比均现季节性多增，同

比则分化明显。其中，企业中长期贷款和居民贷款同比多增，企业短贷和票据融资则同比大幅少增。

具体来看，3月企业中长期贷款表现依然强劲，当月新增规模1.33万亿，环比多增2300亿，同比多增3657亿。这一方面反映国内经济动能仍处上行过程，实体经济融资需求旺盛——根据央行一季度银行家问卷调查报告，当季贷款总体需求指数为77.5%，比上季提高5.9个百分点，比上年同期提高11.6个百分点；另一方面，政策层面继续支持银行加大对实体经济的中长期贷款支持力度——央行在信贷结构优化调整座谈会上强调，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。我们判断，3月企业中长期贷款的强劲表现也是政策效果的体现。而在整体信贷额度偏紧且结构上向中长期贷款倾斜的情况下，3月企业短期贷款和票据融资表现较弱。其中，票据利率高企背景下，票据融资仍处于压降状态。尤其考虑到去年3月短贷冲量和票据套利带动短贷和票据融资大幅增长，高基数下，今年3月企业短贷和票据融资同比大幅少增5004亿和3600亿。

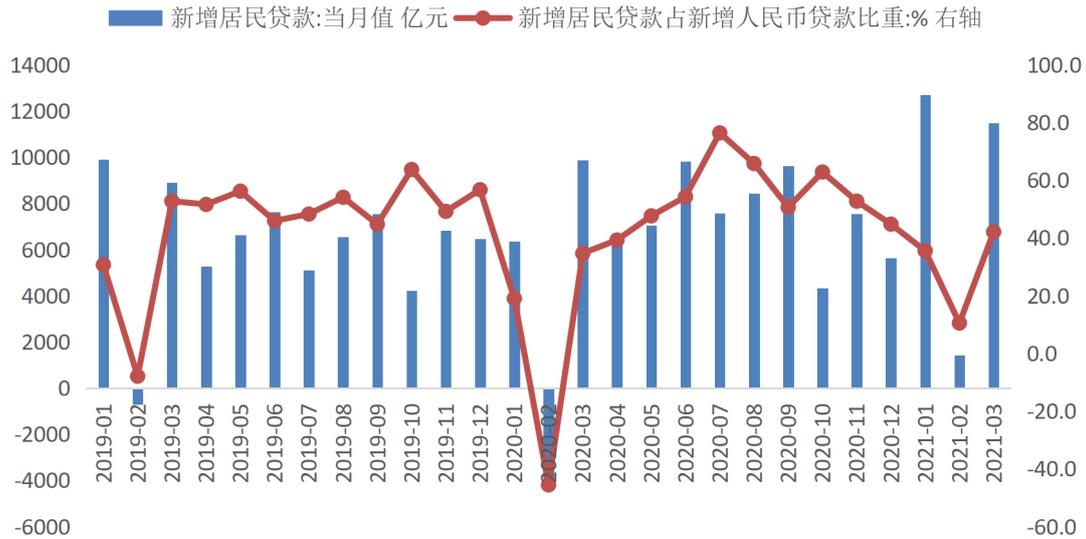
图2 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚整理

居民贷款方面，3月新增居民中长期贷款6239亿，环比多增2126亿，在基数抬升背景下，同比仍多增1501亿，与当月商品房销售依然火热相印证。当月新增居民短贷5242亿，环比虽季节性多增7933亿，但同比仅多增98亿，表明监管严查消费贷、经营贷等居民短贷违规流入房地产市场已取得成效。

图3 新增居民贷款规模及占比



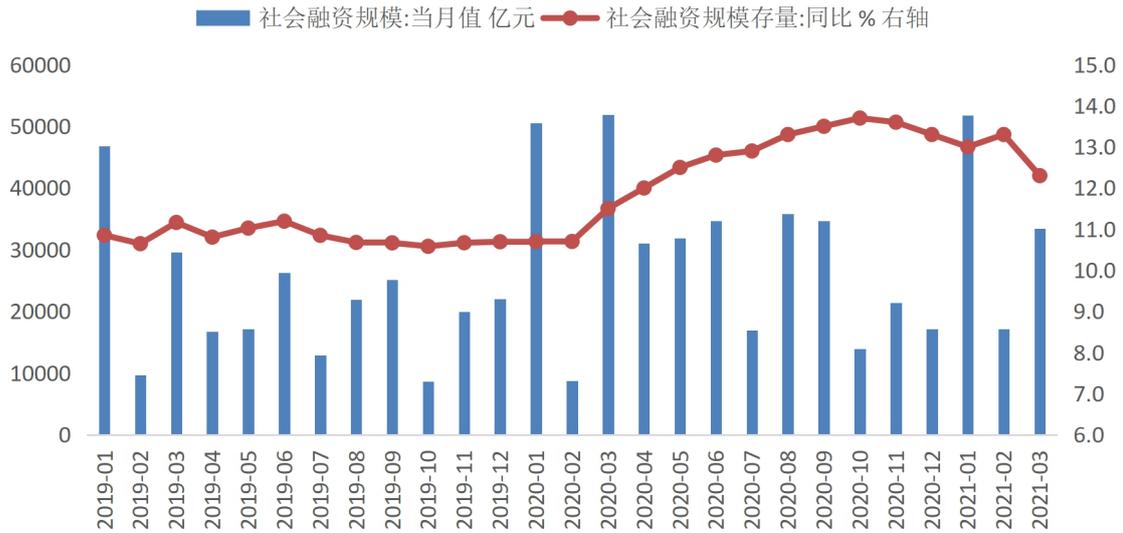
数据来源：WIND，东方金诚整理

二、3月新增社融环比季节性多增，同比则大幅少增约1.84万亿，拖累月末社融存量增速较上月末大幅下滑1.0个百分点；3月社融存量增速放缓幅度明显超出贷款余额增速，主要原因是受市场利率高位运行、监管趋严、发行计划安排等因素影响，债券融资和表外融资收缩速度要快于银行贷款。

3月新增社融3.34万亿，环比多增1.63万亿，主因投向实体经济的人民币贷款环比季节性多增1.41万亿，以及企业债券融资和政府融资环比分别多增2229亿和2113亿——除因3月工作日增加外，也与当月资金面稳中偏松、债券发行利率有所回落，提振发行需求边际回暖有关。

同比来看，除委托贷款和股票融资等新增规模波动对整体社融影响不大的分项同比少减或多增外，3月社融主要分项新增规模普遍不及上年同期。由此，3月新增社融整体同比少增约1.84万亿，这也拖累月末社融存量增速结束上月低基数下的短暂反弹，大幅下滑1.0个百分点至12.3%。我们注意到，3月社融存量增速放缓幅度明显超出贷款余额增速，主要原因是受市场利率高位运行、监管趋严、发行计划安排等因素影响，债券融资和表外融资收缩速度要快于在结构性货币政策下担纲“精准滴灌”重任的银行贷款。

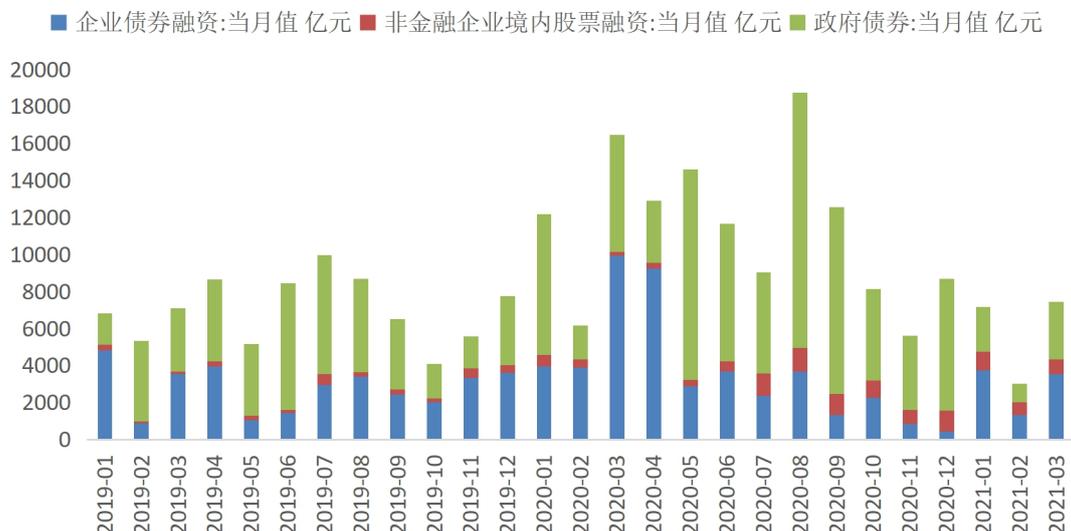
图4 社会融资规模增长状况



数据来源: WIND

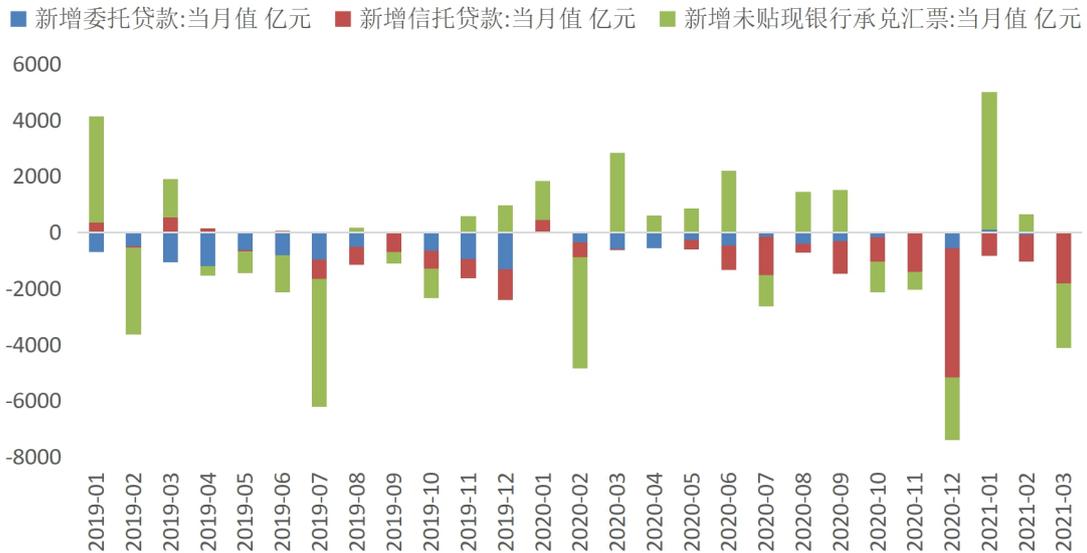
具体来看, 3月新增债券融资和表外票据融资规模明显不及去年同期。其中, 3月企业债券融资虽边际回暖, 但考虑到去年同期监管开辟债券发行绿色通道, 鼓励企业发债来缓解流动性压力, 而当前信用债融资政策和利率水平明显不及当时友好, 再加上前期大型地方国企违约事件影响犹存, 故今年3月企业债券融资同比少增6396亿, 成为当月社融同比下行的主要拖累项。3月政府债券融资同比少增3214亿, 主要原因是今年3月新增地方政府专项债额度才开始下达, 但地方政府安排发行需要一定时间, 因此, 3月专项债发行并未放量, 节奏明显慢于去年。3月表外票据融资负增2297亿, 环比多减2937亿, 同比多减5115亿, 或因近几个月票据利率高企背景下, 企业开票需求也开始受到抑制。另外, 由于信托业严监管态势依旧, 3月信托贷款维持压降态势, 环比多减855亿, 同比多减1770亿。

图5 直接融资增量变化



数据来源：WIND

图 6 表外融资增量变化



数据来源：WIND

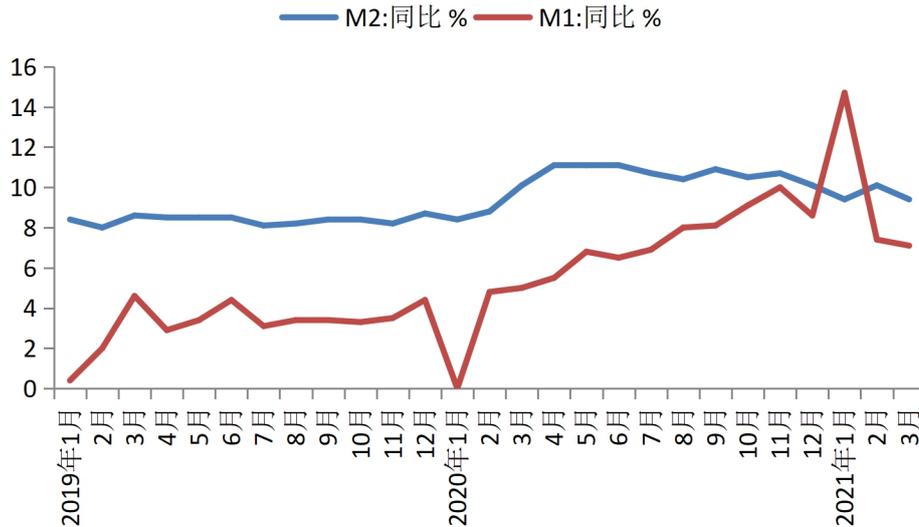
三、3月M2增速明显回落，主要原因是当月信贷增速下滑，带动存款派生减速；另外，3月财政存款少减，也对M2增速起到一定下拉作用。3月M1增速小幅下滑，主要源于上年基数抬高，环比来看，M1增长水平不低，显示实体经济仍处于较强修复过程。

3月末，M2同比增速较上月末下降0.7个百分点至9.4%，回到年初水平，意味着经历2月份的短暂波动后，广义货币供应量增速恢复了去年下半年以来的下行势头。3月M2增速下滑有两个直接原因：一是当月贷款增速下行，存款派生随之减速；二是当月财政存款下降4854亿，比去年同期少减约2500亿——财政存款少减会直接拉低M2增速。我们认为，3月财政收入会随经济修复较快增长，但考虑到年初投资偏强，3月财政支出力度会有所下降，这或是当月财政存款同比少减的宏观经济原因。就M2增速趋势来看，去年下半年以来的震荡走低态势表明，在宏观经济进入较快修复过程以后，数量型货币政策已从快速扩张转向逐步收敛——这也是去年下半年以来我国宏观杠杆率得以趋稳的重要原因。

在其他存款方面，经历2月的大幅增加后，3月居民存款环比增幅明显下降，这与2月集中向居民发放年终奖等效应退去直接相关。3月企业存款环比季节性多增，同比大幅下降14570亿，主要源于上年同期“保市场主体”政策全面发力，资金大规模流向企业，造成上年同期企业存款增幅明显偏高。在非银存款方面，近期资本市场进入震荡格局，与3月非银存款环比下降相印证；同比方面，由于2020年3月股市大幅下跌，造成当月非银存款骤降14338亿，低基数导致今年3月非银存款同比少减11058亿。

3月末M1同比为7.1%，较上月末下降0.3个百分点，但这并不意味着实体经济活跃程度出现边际下降迹象。3月M1同比增速下滑，主因在于当月M1翘尾因素比上月大幅下降了4.4个百分点。环比来看，3月M1增速高达3.8%，是去年下半年以来最高增速，与历年同期数据相比也处于中上水平。分析支撑3月M1增速的原因，除了局部疫情退去后实体经济活力增强外，3月房地产市场仍处高位运行状态也有一定影响——历史数据显示，M1增速与房地产市场的活跃度有较强的相关性。

图7 M2与M1增速



数据来源：WIND

我们认为，3月信贷、社融及M2等主要金融数据增速下行，一方面源于上年同期货币扩张加速导致基数偏高，另一方面则反应当前货币政策正在向常态化回归。事实上，在今年稳定宏观杠杆率的目标下，后期主要金融数据虽仍会出现波动，但整体温和下行的方向不会改变。适度“紧信用”将是今年金融环境的一个突出特征。

展望4月，新增信贷、社融将季节性下调，而且在货币政策回归常态指引下，增量规模也将受到控制。在同比增速方面，考虑到去年4月仍处于货币扩张高峰期，高基数效应仍然存在，因此4月人民币贷款余额、存量社融及M2增速将延续下行，但降幅或有不同程度收窄。而在经济修复带动企业经营、投资活动增加的影响下，4月M1增速将会反弹。

我们判断，在今年信用总量整体收紧的背景下，货币投放将更加凸显“有保有压”的结构性特征，“保”的重点是科技创新、小微企业、绿色发展，监管层可能会推出新的政策工具，引导金融资源向这些领域集中，“压”则主要指向房地产金融以及地方政府平台融资。在融资成本方面，今年政府工作报告强调“推动实际贷款利率进一步降低”。我们认为，这里的“实际贷款利率”是考虑手续费等之后的贷款综合融资成本，不完全等于银行发放的贷款利率。这意味着除了对制造业、小微企业发放的贷款利率还有小幅下降空间外，今年银行

整体贷款利率有可能低位小幅上行，特别是涉房贷款利率将会出现一定升幅。