

信贷结构虽好，社融回落已现

——中国3月金融数据点评

事件

央行公布了一季度信贷数据，其中社会融资规模增量累计为10.24万亿元，比上年同期少8730亿元。3月末社会融资规模存量为294.55万亿元，同比增长12.3%。一季度人民币贷款增加7.67万亿元，同比多增5741亿元。3月末，广义货币(M2)余额227.65万亿元，同比增长9.4%，增速比上月末和上年同期均低0.7个百分点。

点评

趋势：社融开始回落，非信贷分项已放缓。3月社会融资新增3.34万亿元，同比少增1.84万亿，低于市场预期；社融存量同比12.3%，较前值大幅下滑1%，低于市场预期。由于去年3月受疫情影响所推行的再贷款，再贴现等政策对当期信贷有很大支撑，因此当前社融同比基数较高，同比少增符合预期。从分项上来看，虽然表内信贷依旧高位，对社融支撑较强，但是非标和表外票据融资拖累明显，总体延续2月“表内强、表外弱”的趋势。3月企业债券融资增加3535亿元，同比少增6396亿元，由于去年3月企业债收益率处于低位，单月新增量超过万亿，基数较高。3月政府债券增加3130亿元，同比少增3214亿元，也受到去年专项债发行较早带来的较高基数影响。由于对地产等领域的政策严控，压降大概率集中在第二季度；当表内信贷开始走弱，社融回落的拐点将进一步得到确认。

结构：居民与企业中长期贷款强劲，企业预期乐观。3月新增人民币贷款2.76万亿元，同比少增1200亿元，高于市场预期。结构方面，同比少增主要由于企业短贷及票据融资的下降，两者分别增加2748亿元、减少1525亿元，同比少增5004亿元和3600亿元。企业中长期贷款新增1.33万亿元，同比多增3657亿元。观察可以发现，企业端今年以来持续表现出中长期贷款强，短贷票融弱的局面。其主要由于银行信贷额度受限，年初优质信贷项目集中及MPA考核制造业中长期信贷贷款占比，因此中长期贷款投放量增加，对短贷结构上挤压；同时企业本身对未来预期较为乐观，资本支出意愿较强，中长期贷款需求强劲，资金周转压力不大，短贷需求降低。居民端来看，中长期贷款继续保持主导地位，3月净增6239亿元，同比多增1500亿元；短期贷款净增5242亿元，同比多增92亿元。由于高频数据显示房地产销售依然火热，说明地产销售仍然韧性十足，居民买房需求高涨，房贷相关政策收紧的影响尚未体现。后续来看，由于3月以来持续严查贷款违规进入楼市，此外央行对消费贷的创新也态度趋紧，我们认为居民端将持续承压。

节奏：二季度信贷大概率全面放缓，全年回落节奏。总体而言，一季度新增信贷整体仍然偏强，同时结构优化，体现了政策“不急转弯”以及对制造业等领域的持续支持。但由于房地产贷款严控、国企杠杆管控在持续加强支撑信贷的表内融资后续将逐步回落。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[社融见顶得到印证，关注信用放缓的节奏——中国12月金融数据点评](#)

2021-01-12

[信用仍在扩张区间，关注央行政策节奏——中国11月金融数据点评](#)

2020-12-10

[信贷结构向好，关注实体经济修复——中国10月金融数据点评](#)

2020-11-12

附 1：2021 年 3 月金融统计数据报告

来源：人民银行¹

点评：货币负债端的增速有所回落，M2 同比受去年高基数影响回落，M1 回落平稳。M1 与 M2 剪刀差小幅收窄。

点评：货币资产端的增速在 2 月后顶部已现，3 月开始回归，但提出高基数因素后仍在景气区间。人民币信贷增速环比与同比均出现上涨，持续改善方向不变。

点评：资产端结构上，居民与中长期企业信贷持续增长，支撑了 3 月信贷增量；同时由于企业预期良好，资本开支意愿旺盛，对短贷及票据贴现需求有所降低。

点评：负债端来看，一季度人民币存款持续上升（同比多增 2844 亿元），且受春节期间收到红包后存款影响，住户存款增加 6.68 万亿元。

一、广义货币增长 9.4%，狭义货币增长 7.1%

3 月末，广义货币(M2)余额 227.65 万亿元，**同比增长 9.4%**，增速比上月末和上年**同期均低 0.7 个百分点**；狭义货币(M1)余额 61.61 万亿元，**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**；流通中货币(M0)余额 8.65 万亿元，**同比增长 4.2%**。一季度净投放现金 2229 亿元。

二、一季度人民币贷款增加 7.67 万亿元，外币贷款增加 495 亿美元

3 月末，本外币贷款余额 186.44 万亿元，**同比增长 12.3%**。月末人民币贷款余额 180.41 万亿元，**同比增长 12.6%**，增速分别比上月末和上年同期**低 0.3 个和 0.1 个百分点**。

一季度人民币贷款增加 7.67 万亿元，**同比多增 5741 亿元**。分部门看，住户贷款**增加 2.56 万亿元**，其中，短期贷款**增加 5829 亿元**，中长期贷款**增加 1.98 万亿元**；企（事）业单位贷款**增加 5.35 万亿元**，其中，短期贷款**增加 1.2 万亿元**，中长期贷款**增加 4.47 万亿元**，票据融资**减少 4785 亿元**；非银行业金融机构贷款**减少 2082 亿元**。3 月份，人民币贷款**增加 2.73 万亿元**，**同比少增 1039 亿元**。

3 月末，外币贷款余额 9167 亿美元，**同比增长 12.8%**。一季度外币贷款**增加 495 亿美元**，**同比多增 240 亿美元**。3 月份，外币贷款**增加 18 亿美元**，**同比多增 51 亿美元**。

三、一季度人民币存款增加 8.35 万亿元，外币存款增加 675 亿美元

3 月末，本外币存款余额 227.21 万亿元，**同比增长 10.1%**。月末人民币存款余额 220.92 万亿元，**同比增长 9.9%**，增速比上月末**低 0.5 个百分点**，比上年同期**高 0.6 个百分点**。

一季度人民币存款增加 8.35 万亿元，**同比多增 2844 亿元**。其中，住户存款**增加 6.68 万亿元**，非金融企业存款**增加 2574 亿元**，财政性存款**减少 1633 亿元**，非银行业金融机构存款**增加 1.17 万亿元**。3 月份，人民币存款增加 3.63 万亿元，**同比少增 4696 亿元**。

3 月末，外币存款余额 9568 亿美元，**同比增长 25%**。一季度外币存款增加 675 亿美元，**同比多增 599 亿美元**。3 月份，外币存款减少 49 亿美元，**同比少减 172 亿美元**。

四、3 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 2.01%，质押式债券回购月加权平均利率为 2.01%

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4228789/index.html>

点评: 3月银行间市场放量升价运行, 春季资金供需较为平衡, 流动性总体平稳。

一季度银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 298.41 万亿元, 日均成交 4.97 万亿元, 日均成交同比**增长 3.5%**。其中, 同业拆借日均成交同比**下降 11.6%**, 现券日均成交同比**下降 7.1%**, 质押式回购日均成交同比**增长 8.8%**。

3 月份同业拆借加权平均利率为 2.01%, 比上月**低 0.05 个百分点**, 比上年同期**高 0.61 个百分点**; 质押式回购加权平均利率为 2.01%, 比上月**低 0.09 个百分点**, 比上年同期**高 0.57 个百分点**。

五、国家外汇储备余额 3.17 万亿美元

3 月末, 国家外汇储备余额为 3.17 万亿美元。3 月末, 人民币汇率为 1 美元兑 6.5713 元人民币。

六、一季度跨境贸易人民币结算业务发生 1.7 万亿元, 直接投资人民币结算业务发生 1.17 万亿元

一季度, 以人民币进行结算的跨境货物贸易、服务贸易及其他经常项目、对外直接投资、外商直接投资分别发生 1.29 万亿元、0.41 万亿元、0.32 万亿元、0.85 万亿元。

注 1: 当期数据为初步数。

注 2: 自 2015 年起, 人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项, 人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注 3: 报告中的企(事)业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

附 2：2021 年 3 月社会融资规模增量统计数据报告

来源：人民银行²

点评：人民币贷款持续强劲支撑 3 月社融，其中企业资本开支意愿较强导致中长期贷款需求旺盛；而对于影子金融体系的压降仍在继续（委托、信托）。

初步统计，2021 年一季度社会融资规模增量累计为 10.24 万亿元，比上年同期少 8730 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款**增加 7.91 万亿元**，同比**多增 6589 亿元**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币**增加 1845 亿元**，同比**少增 65 亿元**；委托贷款**减少 50 亿元**，同比**少减 920 亿元**；信托贷款**减少 3569 亿元**，同比**多减 3439 亿元**；未贴现的银行承兑汇票**增加 3245 亿元**，同比**多增 2985 亿元**；企业债券净融资 8614 亿元，同比**少 9178 亿元**；政府债券净融资 6584 亿元，同比**少 9197 亿元**；非金融企业境内股票融资 2467 亿元，同比**多 1212 亿元**。3 月份，社会融资规模增量为 3.34 万亿元，比上年同期**少 1.84 万亿元**。

从结构看，一季度对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 77.3%，**同比高 12 个百分点**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币占比 1.8%，**同比高 0.1 个百分点**；委托贷款占比-0.05%，**同比高 0.9 个百分点**；信托贷款占比-3.5%，**同比低 3.4 个百分点**；未贴现的银行承兑汇票占比 3.2%，**同比高 3 个百分点**；企业债券占比 8.4%，**同比低 7.6 个百分点**；政府债券占比 6.4%，**同比低 7.8 个百分点**；非金融企业境内股票融资占比 2.4%，**同比高 1.3 个百分点**。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 7 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4228783/index.html>

附 3：2021 年 3 月社会融资规模存量统计数据报告

来源：人民银行³

点评： 3 月社融存量同比增速从 2 月的 13.3% 回落至 12.3%，是信贷收缩的开始。结构来看，委托贷款和信托贷款的压降（表外到表内），企业债和政府债的高增（间接到直接），持续释放的转变的信号。

初步统计，3 月末社会融资规模存量为 294.55 万亿元，同比**增长 12.3%**。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 179.51 万亿元，同比**增长 13%**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.31 万亿元，同比**下降 1.1%**；委托贷款余额为 11.04 万亿元，同比**下降 2.8%**；信托贷款余额为 6.01 万亿元，同比**下降 19.2%**；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.83 万亿元，同比**增长 14.1%**；企业债券余额为 28.17 万亿元，同比**增长 11.7%**；政府债券余额为 46.71 万亿元，同比**增长 18.8%**；非金融企业境内股票余额为 8.5 万亿元，同比**增长 13.5%**。

从结构看，3 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.9%，同比**高 0.3 个百分点**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.8%，同比**低 0.1 个百分点**；委托贷款余额占比 3.7%，同比**低 0.6 个百分点**；信托贷款余额占比 2%，同比**低 0.8 个百分点**；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.3%，与**上年同期持平**；企业债券余额占比 9.6%，与**上年同期持平**；政府债券余额占比 15.9%，同比**高 0.9 个百分点**；非金融企业境内股票余额占比 2.9%，与**上年同期持平**。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 7 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4228786/index.html>

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com