东兴证券 DONGXING SECURITIES

拐点如期而至，企业需求仍强——2021年3月金融数据点评

2021 年 4 月 13 日

A 股策略 | 数据点评

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	高天然 电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

社融增速回落主要受去年同期高基数影响。3 月社融存量增速较 2 月下降 1 个百分点，增速回落符合市场预期。但剔除掉基数效应影响，3 月社融同比增速 2 年均值为 11.9%，与 2020 年末基本持平。

新增贷款超预期，显示实体企业需求强劲。结构来看，企业部门短期、中长期企业贷款呈此消彼长态势，3 月中长期贷款更是创下近五年同月新高水平，显示生产经营情况持续改善。

M2 回落速度快于 M1，企业活化程度较高。非金融企业存款同比减少多来自定期存款，非银行金融机构存款同比增长主要受居民、企业将资金投向资本市场所致。

社融拐点已现，预计全年增速 11%左右。结构上，主要由地方债（Q2、Q3 发行高增）、企业债券（受“年报季”影响）贡献，新增贷款受信用周期下行及贷款利率上行影响，或将出现回落。

风险提示：宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

目 录

1. 核心要点 3
2. 正文 3
3. 风险提示 6

插图目录

图 1：新增社融规模及存量同比 4
图 2：社融存量同比增速两年平均值 4
图 3：商品房成交规模及价格 4
图 4：非金融企业短期、中长期人民币贷款 4
图 5：票据贴现发生额及转贴现利率 5
图 6：M1、M2 同比增速及剪刀差 6

表格目录

1. 核心要点

1.1 社融增速回落主要受去年同期高基数影响。3 月社融存量增速较 2 月下降 1 个百分点，增速回落符合市场预期。但剔除掉基数效应影响，3 月社融同比增速 2 年均值为 11.9%，与 2020 年末基本持平。

1.2 新增贷款超预期，显示实体企业需求强劲。结构来看，企业部门短期、中长期企业贷款呈此消彼长态势，3 月中长期贷款更是创下近五年同月新高水平，显示生产经营情况持续改善。

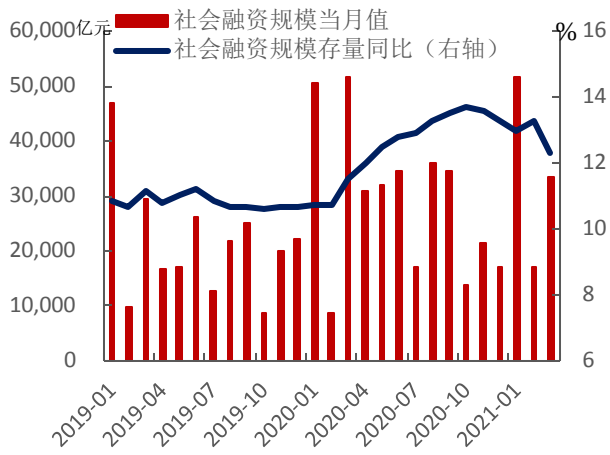
1.3M2 回落速度快于 M1，企业活化程度较高。非金融企业存款同比减少多来自定期存款，非银行金融机构存款同比增长主要受居民、企业将资金投向资本市场所致。

1.4 社融拐点已现，预计全年增速 11%左右。结构上，主要由地方债（Q2、Q3 发行高增）、企业债券（受“年报季”影响）贡献，新增贷款受信用周期下行及贷款利率上行影响，或将出现回落。

2. 正文

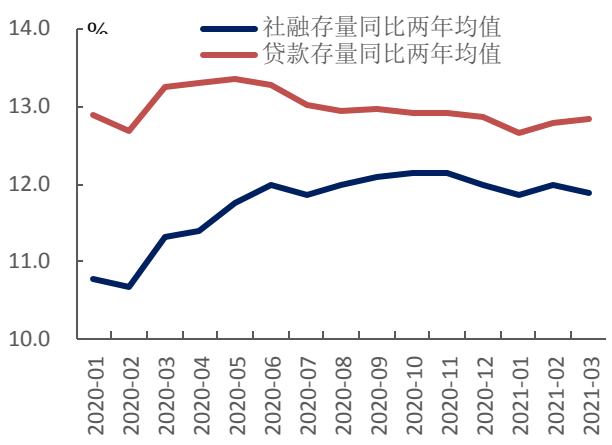
社融增速如期回落，政策仍有延续性。拐点如期而至，2021 年 3 月新增社融 3.34 万亿元，同比下降 1.84 万亿元；存量增速为 12.3%，较 2 月增速下降 1 个百分点，后疫情时期政策逐渐退出背景下，市场预期拐点如期而至，3 月社融总体未超预期。**3 月新增社融规模、存量增速下滑主要受到高基数影响**，2020 年 3 月在突发新冠疫情影响下，央行为加大对防控疫情的支持力度，信贷投放额度、债券发行支持力度均较大，导致 2021 年 3 月同比基数抬高。3 月社融同比增速 2 年均值（2021 年 3 月与 2020 年 3 月增速平均）为 11.9%，与 2020 年末基本持平，社融拐点虽现但不至于收缩，与金融委强调“政策保持连续性、稳定性和可持续性”保持一致。

图 1：新增社融规模及存量同比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2：社融存量同比增速两年平均值



资料来源：Wind、东兴证券研究所

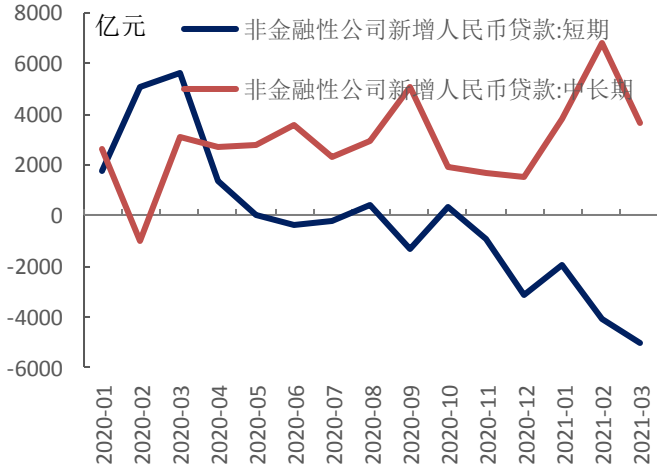
新增贷款表现超预期，企业需求不弱。信用周期下行但实体贷款需求强劲，2021 年 3 月新增人民币贷款为 2.75 万亿元，虽同比下行 2885 亿元，但较市场预期（WIND）超出 2262 亿元，且一季度新增人民币贷款 7.91 万亿元，同比多增 6589 亿元，稳增长政策逐步退出情况下实体信贷需求不弱，说明资金供给收紧而非需求减弱。**结构来看，居民中长期贷款多增**，居民部门 3 月新增贷款 1.15 万亿元，短期、中长期贷款分别新增 5242、6239 亿元，分别同比多增 98、1501 亿元，年初以来房地产市场升温，成交价格、套数均有所上行，导致居民中长期贷款需求规模增长。**企业生产持续改善**，企业部门 3 月新增贷款 1.6 万亿元，短期、中长期贷款分别新增 3748 亿元、1.33 万亿元，同比分别下降 5004 亿元、增长 3657 亿元，随企业盈利逐渐好转、周转资金需求减少、复工复产逐渐展开，2020 年下半年以来短期、中长期企业贷款呈此消彼长态势，3 月中长期贷款为近五年同月新高，生产经营情况持续改善。

图 3：商品房成交规模及价格



资料来源：Wind、东兴证券研究所

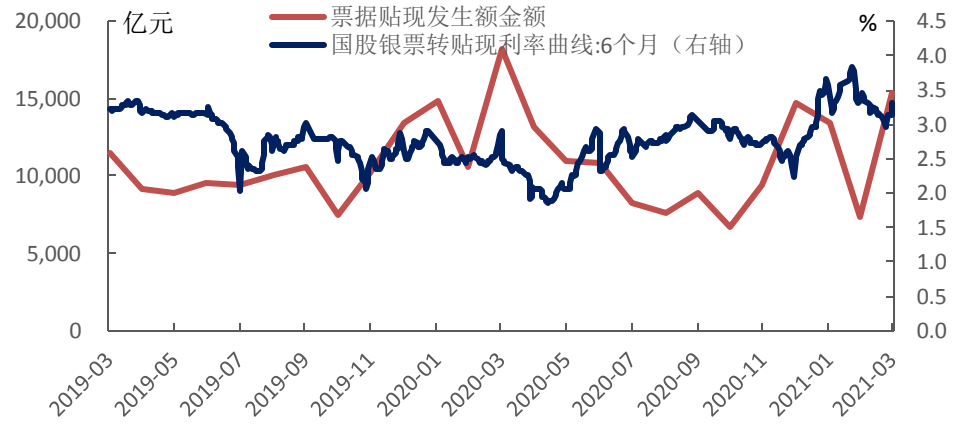
图 4：非金融企业短期、中长期人民币贷款



资料来源：Wind、东兴证券研究所

3 月新增社融主要受到债券、非标融资拖累。3 月地方债、企业债券融资新增规模分别为 3130、3535 亿元，分别同比下降 3214、6396 亿元。2021 年新增地方债发行进度明显推迟，拖累 3 月地方债发行规模；企业债则在“金融政策支持疫情防控和复工复产”政策指导下，2020 年初发行规模高增，高基数导致 2021 年 3 月企业债发行规模同比下降。3 月表外融资规模为-4129 亿元，同比下降 6338 亿元。其中委托贷款、信托贷款新增规模分别为-41 亿元、-1791 亿元，同比增长 547 亿元、下降 1770 亿元，2021 年度信托监管工作会议“两压一降”指导思想下，预计非标融资规模继续压缩。未贴现银行承兑汇票虽一季度增加 3245 亿元，同比多增 2985 亿元，但 3 月单月规模为-2297 亿元，同比下降 5115 亿元，或与 3 月票据利率下行、贴现意愿抬升有关。

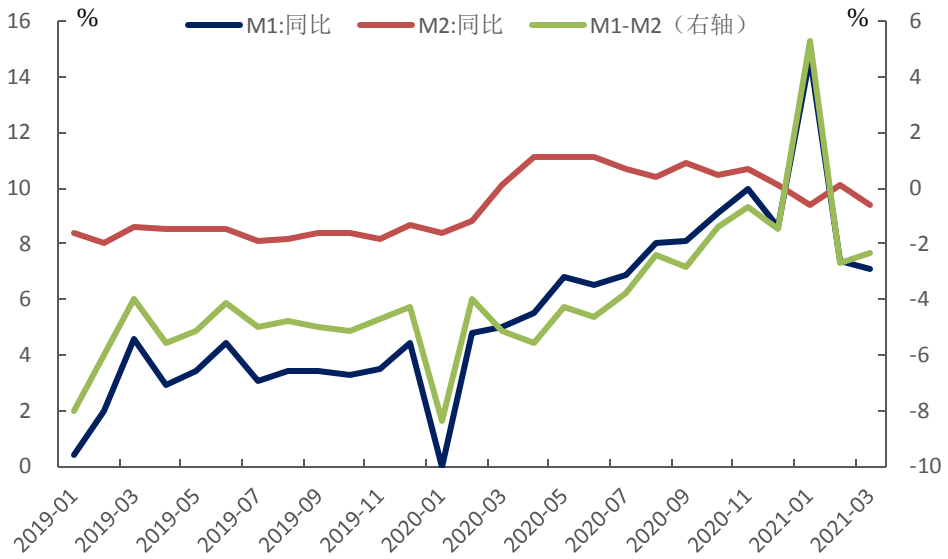
图 5：票据贴现发生额及转贴现利率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

M2 回落速度快于 M1，企业活化程度提高。3 月 M1、M2 同比增速分别为 7.1%、9.4%，分别环比下行 0.3、0.7 个百分点，M2 回落速度大于 M1，企业活化程度提高。存款结构来看，3 月新增人民币存款为 3.63 万亿元，同比下降 5300 亿元。其中，非金融企业、居民分别同比下降 1.46 万亿元、4100 亿元；非银行金融机构、财政存款分别同比增长 1.1 万亿元、2499 亿元。结合 M1、M2 增速变化可知，非金融企业存款同比减少部分多为定期存款，非银行金融机构存款同比增长主要受居民、企业将资金投向资本市场影响。

图 6：M1、M2 同比增速及剪刀差



资料来源：Wind、东兴证券研究所

下阶段社融增速继续下行，结构上地方债、企业债券贡献较大。总量来看，3 月社融存量增速较 2 月下行 1 个百分点，验证之前一季度出现社融拐点判断。3 月 2 日银保监会国新办新闻发布会表示“贷款利率也会有回升”，贷款增速抬升也将对信贷规模张造成负面影响。结构来看，下阶段地方债、企业债对社融规模贡献增大，2021 年地方政府赤字为 8200 亿元，新增专项债规模 3.65 万亿元，全年到期规模 2.67 万亿元，因此全年发行规模超 7 万亿元，但一季度发行规模仅约 9000 亿元，预计二、三季度地方债发行规模高增。企业债受“430”年报季影响，也会尽量在年报披露前完成发行，因此下阶段债券融资将对社融规模形成较大贡献。

3. 风险提示

宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526