东兴证券 DONGXING SECURITIES

社融后续或加速下行

——3月金融数据点评

2021 年 4 月 13 日

固定收益 | 点评报告

分析师	杨若木 电话：010-66554032 邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
研究助理	贾清琳 电话：010-66554042 邮箱：jiaql@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070058

事件：

2021 年 4 月 12 日，央行发布中国 3 月金融数据：

新增人民币贷款 2.73 万亿元，前值 13600 亿元，同比少增 1200 亿元；社融规模存量为 294.55 万亿元，同比增 12.3%；社融规模增量 3.34 万亿元，前值 17100 亿元，同比少增 18438 亿元；3 月 M2 同比 9.4%，前值 10.1%，M1 货币供应同比 7.1%，前值 7.4%，M0 货币供应同比 4.2%，前值 4.2%。

观点：

一、居民、企业部门中长期贷款高增助力信贷好于预期，信贷结构继续优化，经济下行压力尚未显现

3 月新增人民币贷款 2.73 万亿元，同比少增 1200 亿元，好于预期。3 月末人民币贷款余额 180.41 万亿元，同比增长 12.6%，增速比上月末减少 0.3%，比上年同期低 0.1%。中长期贷款多增（+5158 亿），短贷和票据融资则大幅少增（-8506 亿），中长期贷款占比进一步提升，信贷结构持续优化。

居民部门增加 11479 亿元，同比多增 1614 亿元。其中，短期贷款增加 5242 亿元，同比多增 98 亿元；中长期贷款增加 6239 亿元，同比多增 1501 亿元。一方面，居民部门短贷增长明显好于企业部门，一定程度上指向消费端复苏的迹象比之前明朗一些了；另一方面，3 月 30 大中城市商品房销售面积数据显示居民购房热情仍然高涨，地产销售韧性仍强，说明前期地产调控系列政策尚未对居民按揭贷款增长形成制约，因此呈现居民中长期贷款同比高增，后续为了控制违规进入地产市场的信贷扩张，政策或会继续趋严。

企业部门贷款增加 1.2 万亿元，去年同期是增加了 11300 亿元，同比多增 700 亿元。其中，短期贷款增加 3748 亿元，同比少增 5004 亿元，票据融资减少 1525 亿元，同比多减 3600 亿元，中长期贷款增加 1.3 万亿元，同比多增 3657 亿元，远高于往年同期。我们从需求端来看，当前国内基本面状况良好，企业对未来经济形势非常乐观，3 月初以来企业生产开工活跃度环比提高，信贷需求持续恢复，资本开支意愿强，中长期信贷需求旺盛。且当前盈利修复进度良好，资金流动性充足，所以短贷和票据融资的需求相应回落，当然这其中也有前期高基数的原因。**另外票据融资的缩减一定程度上是资金在向中长期贷款（政策倾向的制造业等）腾挪，这属于监管层信贷供给调控的方面，反映了央行对于银行表内信贷的主动收紧。**总体来说企业部门供需相对匹配，信贷投放供需两旺。

二、社融在 2 月份反弹之后大幅回落，基本符合预期，再次印证了监管层可能在主动收敛信用规模

3 月社会融资规模增量为 3.34 万亿元，比上年同期少 18438 亿元，但较 2019 年同期仍然多增 3798 亿。3 月末社会融资规模存量为 294.55 万亿元，同比增长 12.3%，增速环比下降 1%。政府债券、企业债券、非标和信贷均同比少增，社融全面回落。

非标融资大幅压降 4129 亿元，同比多减 6338 亿元，监管主动压降动作明显。其中未贴现的银行承兑汇票减少 2297 亿元，同比多减 5115 亿元，信托贷款减少 1791 亿元，同比多减 1770 亿元，委托贷款减少 41 亿元，同比少减 547 亿元。未贴现的银行承兑汇票为主要拖累项，我们可以看到 2020 年 3 月承兑发生额高达 2.47 万亿，是票据集中到期月份，因此企业开票意愿推迟→一级市场票源供给不足→票据利率“逆季节性”回落，导致企业贴现意愿增强，所以我们看到了 3 月未贴现银行承兑汇票大幅回落的情形。

政府债券净融资偏弱，企业债券净融资大幅回落，基本在预期范围内。3 月政府债券净融资 3130 亿元，同比少增 3214 亿元。今年地方专项债额度未提前下达，地方债和国债的供给高峰未至，所以政府债券融资偏弱，但放量后应该会明显缓和。企业债券净融资 3535 亿元，同比少增 6396 亿元，高基数是一个原因，利率水平较去年同期明显提升，发行成本上升因而企业融资亿元下降是原因之二；市场对于信用风险担忧仍大，大量弱资质主体发债难度仍大是原因之三。

三、高基数原使得因 M2 回落幅度大于 M1，但 3 月存款整体仍然偏强

3 月份 M2 余额为 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% ，M1 同比增长 7.1%，较前值小幅回落 0.3%，剪刀差在缩小。今年 3 月份存款仍然整体偏强，人民币存款余额同比增长 9.9%，增速比上月末低 0.5%，但比上年同期高 0.6%，信贷仍强则对 M2 形成了一定支撑， M2 增速回落主要还是受到了高基数的影响，去年同期疫情影响使得表内信贷和企业债融资均大幅增加，2020 年 3 月份 M2 同比由前值 8.8%大幅增加到了 10.1%，；M1 走势则与当前企业经济活动旺盛相匹配，回落幅度不大，后续随着基本面下行压力加大 M1 回落幅度可能会加大。

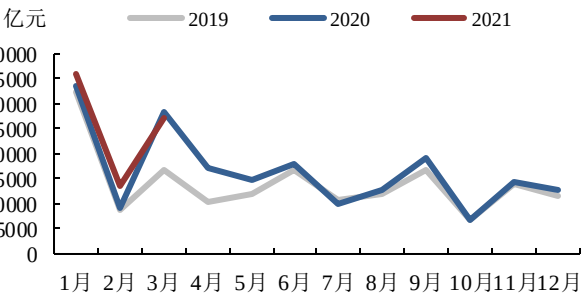
综上我们认为，3月金融数据社融再次确认回落，信贷仍强，反应出企业生产热情的高涨，以及对于后续社融回落的量和节奏的判断我们更需关注政策的层面。今年货币政策坚持稳字当头，但我们观察到一季度货币政策委员会例会中删除了对于“不急转弯”的表述，我们认为“不急”和“转弯”在一定程度上已经完成了过渡，社融接下来大概率会加速回落，接下来信贷管理的目标主要针对的是总量的管理和结构的优化：保持好货币信贷合理增长，平衡好稳增长和防风险的关系，会继续加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，比如在普惠小微企业贷款和制造业中长期贷款方面；量的方面，今年一季度新增信贷同比去年已经多增近6000亿元，考虑到去年四季度整体增速已经开始放缓，而此前就有报道称银行接到了央行的通知要控制今年整体的贷款增速不超过去年，因此我们认为在二三季度会有一个相对明显压降的过程，压降大概率会集中在二三季度，地产领域会是政策重点，此外由于资管新规过渡期截止今年底，全年非标下降压力也较大。到时在经济动能放缓的情形下，建议密切跟踪利率债的高位转向，最需要警惕国企及城投平台的信用风险。

图 1：从斜率来看新增信贷仍强



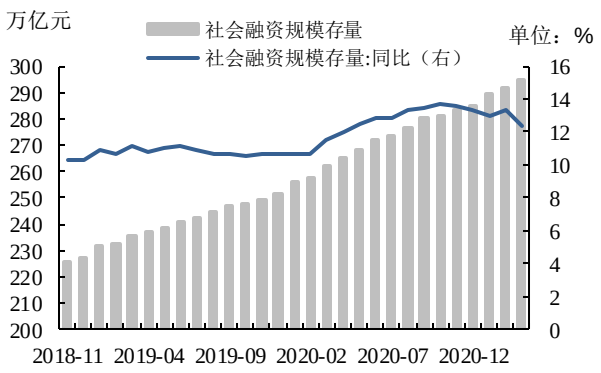
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 2：新增人民币贷款月度同比增量对比



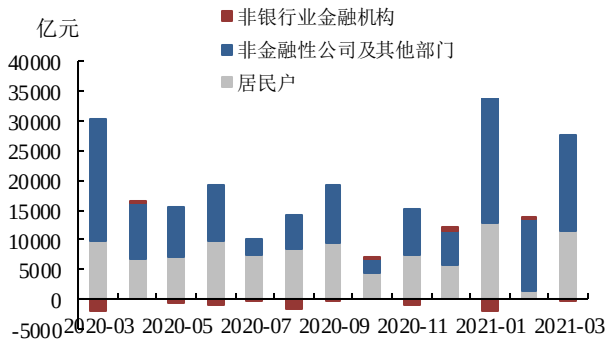
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 3：3 月社融增速大幅回落



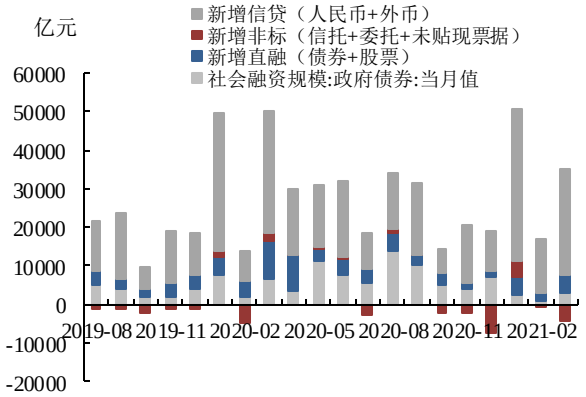
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 4：新增贷款居民户和企业户均有超出预期



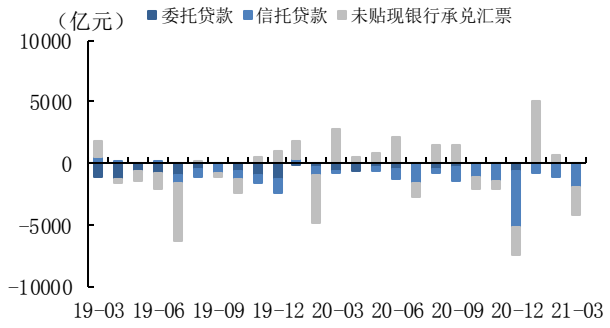
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 5：非标及债券净融资的回落是社融的主要拖累项



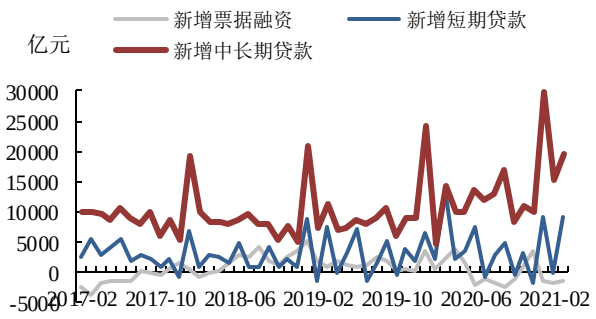
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 6：未贴现票据大幅缩减是非标缩减的主要方面



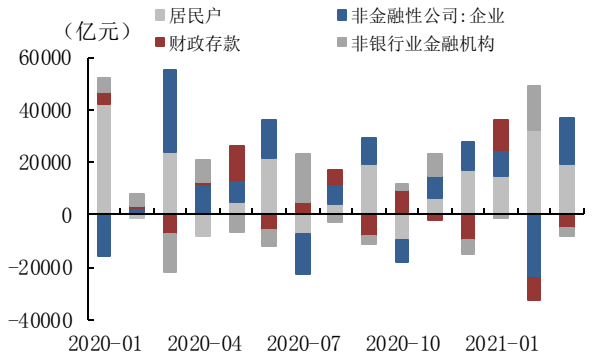
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 7：新增信贷有从票据和短贷想中长贷腾挪的趋势



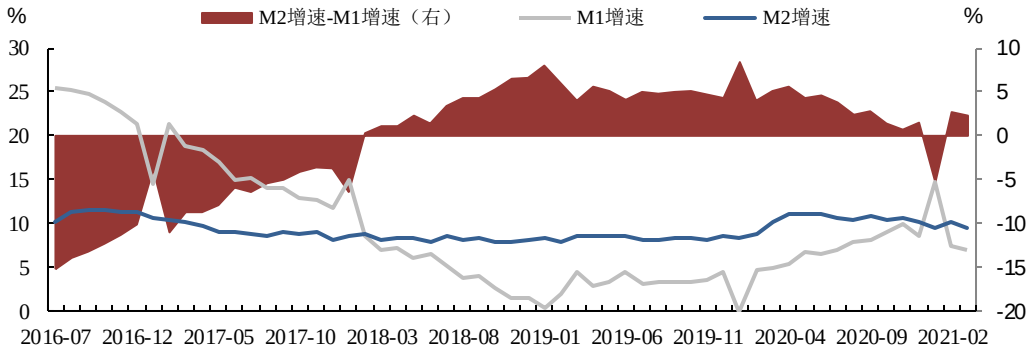
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 8：居民存款高增，企业存款则大幅少增，财政存款仍强



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 9：M1 与 M2 剪刀差有所缩减



数据来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

风险提示：经济运行发展不及预期

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。

研究助理简介

研究助理：贾清琳

金融本硕，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究，侧重信用债策略及转债方向。

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