# 社融尚好，信贷仍强
## ——3 月金融数据点评

作者
潘宇昕 分析师
SAC 执业证书：S0380521010004
联系电话：0755-82830333
邮箱：panyx@wanhesec.com

相关报告

◆ **事件**：2021 年 4 月 12 日央行公布 3 月金融数据。3 月 M2 同比 9.4%，前值 10.1%；M1 同比 7.1%，前值 7.4%。新增社会融资规模 3.3 万亿元，前值 1.7 万亿元。新增人民币贷款 2.73 万亿元，前值 1.36 万亿元。

◆ **核心观点**：

**新增社融保持正常扩张。**2021 年 3 月新增社会融资规模 3.34 万亿元，较去年同期下降 1.84 万亿，存量社融增速下降至 12.3%，连续收敛。但与 2019 年同期相比，新增社融规模多增一万多亿元，处于较快扩张的水平。

**信用扩张内生动力仍强，居民长贷需求继续释放。**金融机构新增人民币贷款 2.73 万亿元，同比少增 1200 亿元，但绝对数值并不低，并且企业部门新增 1.6 万亿人民币贷款，其中中长贷新增 1.3 万亿元，同比环比均多增，显示内生融资动力增强。居民中长期贷款新增 6200 亿元，同比多增 1600 亿，房贷需求仍然旺盛。

**表外融资下降明显。**3 月表外融资减少 4100 亿元，同比少增 6300 亿元，其中信托贷款减少 1800 亿元，主要是由于监管层压降通道类和融资类信托规模以及对信托行业实行余额管控导致。未贴现银行承兑汇票减少 2297 亿元，同比减少 5115 亿元，主要是票据大量到期导致。

**政府债券和企业债券融资回归往年平均水平。**3 月政府债券净融资 3100 亿元，同比少增 3200 亿元，接近 19 年同期水平，企业债券净融资 3500 亿，同比少增 6400 亿，也跟 18、19 年同期水平类似。

**M1、M2 同比增速均回落。**M1 同比增长 7.1%，M2 同比增长 9.4%，较上月末分别低 0.3 个百分点和 0.7 个百分点，增速回落主要是由于基数原因。由于 M1 增速下降幅度更少，M1-M2 的差值从-2.7%提升至-2.3%，主要由于实体经济流动性较好以及地产销售旺盛导致居民存款向企业存款转移。

◆ **流动性判断**：

**高基数影响下社融增速下滑，“稳杠杆”仍是政策主线。**3 月社融整体正常扩张，信贷总量不低且结构持续优化，经济内生融资动力仍然强劲，其他主要分项基本回归往年水平，融资需求并未趋势性下行。在“稳杠杆”的背景下，社融增速应与名义 GDP 增速大致相当，3 月增速的收敛主要是基数导致，后续高基数的拖累将逐渐减弱，内生融资动力或继续保持强劲，后续信贷政策预计偏严以实现“稳杠杆”目标。

**资金面仍将保持紧平衡，利率趋势下行时机未到，紧信用预期导致资本市场博弈加剧。**尽管近期资金面较为宽松，DR007、7 天回购利率均下行至 2%以下，但主要是季节性因素，在广义流动性面临调控压力的同时，短端流动性并不会趋势性放松，长端利率下行时机未到。经济“紧信用”基本是市场一致预期，但目前在高基数的扰动下，资本市场在货币供应和企业盈利方面的分歧或加大，A 股市场或维持振荡。

**风险提示：经济增长不及预期、货币政策收紧过快**

# 正文目录

一、新增社融保持正常扩张 ..... 3
二、中长期贷款继续占优 ..... 3
三、表外融资下降明显 ..... 4
四、直接融资回归往年平均水平 ..... 5
五、M1、M2 同比增速均回落 ..... 5
六、流动性判断 ..... 6
七、风险提示 ..... 6

# 图表目录

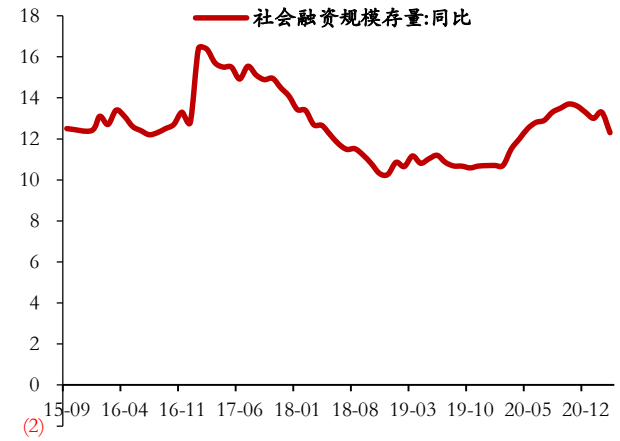
图 1 社会融资规模存量:同比（%） ..... 3
图 2 社会融资规模:当月值（亿元） ..... 3
图 3 社会融资规模:当月值：同比多增（亿元） ..... 3
图 4 新增人民币贷款:当月值（亿元） ..... 4
图 5 新增人民币贷款:当月值：同比多增（亿元） ..... 4
图 6 表外融资规模：同比多增（亿元） ..... 5
图 7 地方政府债券发行额：分类型（亿元） ..... 5
图 8 地方政府债券发行额：分用途（亿元） ..... 5
图 9 货币增速（%） ..... 6
图 10 金融机构新增人民币存款（亿元） ..... 6

# 一、新增社融保持正常扩张

2021 年 3 月新增社会融资规模 3.34 万亿万亿元，较去年同期下降 1.84 万亿，宏观政策跨周期调节的设计下，今年社融收敛确定性较高，存量社融增速从去年 10 月的 13.7%下降至 3 月末的 12.3%，广义流动性连续收敛。

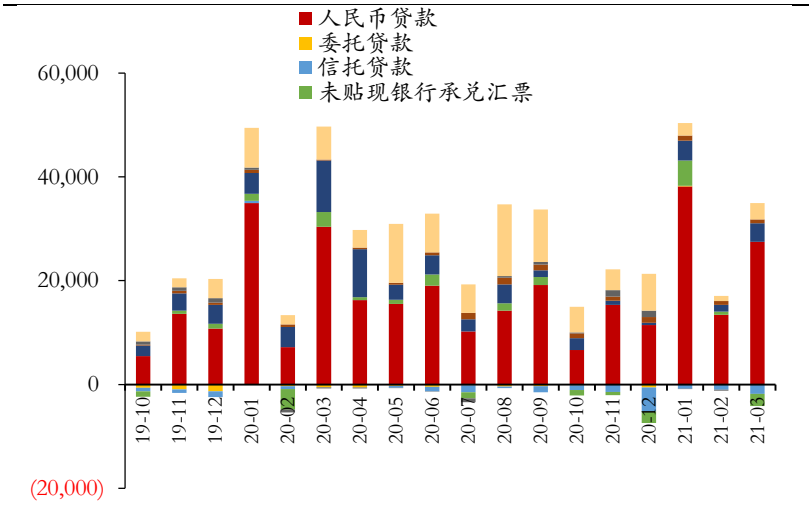
不过，去年疫情爆发背景下的巨量社融规模可比性不强，与 2019 年同期相比，新增社融规模同比多增有一万多亿，仍然处于一个较快扩张的水平，结构方面也是以中长期信贷为主要贡献。结合 3 月 PMI 以及进出口数据，国内经济保持良好的复苏势头，在稳杠杆的政策背景下，后续信贷政策仍然偏严，资本市场中仍将持续面临“剩余流动性”的挤出。

图 1　社会融资规模存量:同比（%）



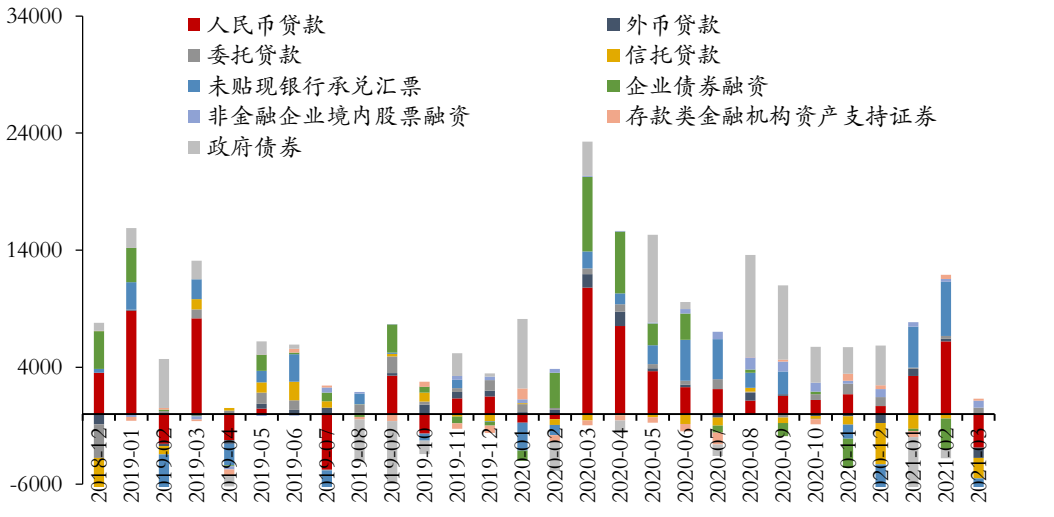

资料来源：Wind、万和证券研究所

图 2　社会融资规模:当月值（亿元）




资料来源：Wind、万和证券研究所

图 3　社会融资规模:当月值：同比多增（亿元）




资料来源：Wind、万和证券研究所

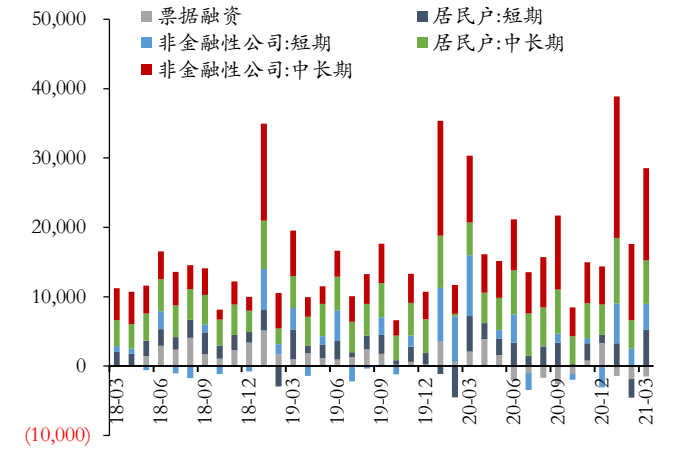
# 二、中长期贷款继续占优

**信用扩张内生动力仍强。**3 月份金融机构新增人民币贷款 2.73 万亿元，同比去年的高基数少增 1200 亿元，绝对数值并不低。分部门看，实体经济新增 1.6 万亿人民币贷款，其中中长期

贷款增加 1.3 万亿元，环比 2 月进一步扩大，显示内生融资动力增强。一方面，美国经济复苏以及财政刺激政策都在外需方面拉动国内制造业景气度，另一方面，3 月建筑业 PMI 大幅上行或指向基建项目逐渐进入传统旺季。

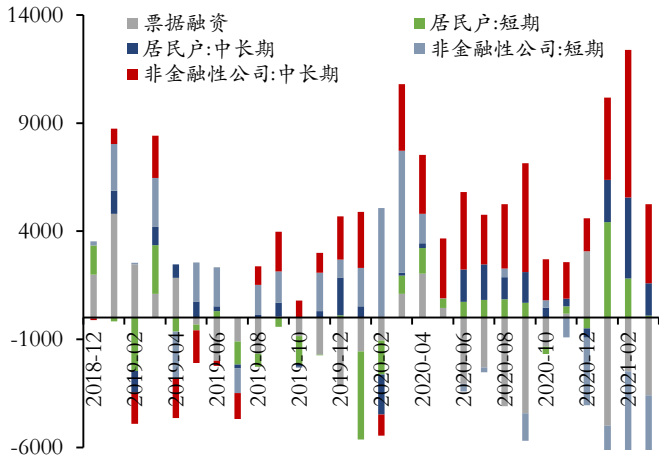
**居民长贷需求继续释放。**居民贷款新增 1.1 万亿元，其中短期贷款增加 5200 亿元，与去年基本一致，中长期贷款增加 6200 亿元，同比去年和 2019 年分别多增 1600 亿和 1500 亿，反映出房贷需求仍然较为旺盛，严查经营贷违规进入房地产市场尚未对购房需求产生明显影响，政策是否会进一步加码仍需观察。

图 4　新增人民币贷款:当月值（亿元）




资料来源：Wind、万和证券研究所

图 5　新增人民币贷款:当月值：同比多增（亿元）




资料来源：Wind、万和证券研究所

**短期贷款和票据融资整体不低。**3 月短贷及票据融资增加 7500 亿元，同比减少 8500 亿。除了基数原因以外，也体现了贷款额度收紧背景下短贷为中长期贷款腾挪空间的影响。不过，短期贷款及票据整体融资水平并不低，同比 2019 年仅下降 900 亿，但几乎高于 2016-2018 年所有月度新增规模，所以表内短期贷款仍处于历史上相对较高的融资水平。

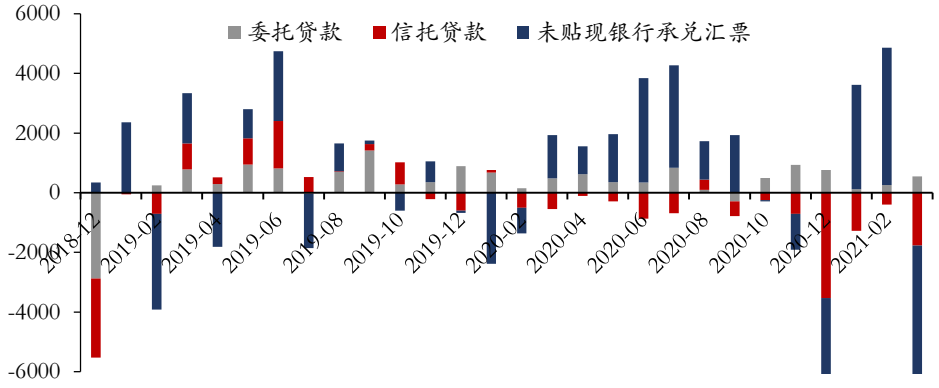
## 三、表外融资下降明显

**对非标的压降是今年政策关键点。**相对小幅收敛的表内融资，表外融资显著下降，3 月减少 4100 亿元，同比少增 6300 亿元，其中值得关注的一个是信托贷款减少 1800 亿元，环比与同比均显著多减，较 2018/2019 年同期也是显著下降，另一个是未贴现银行承兑汇票。

按照“新发规模-到期规模”来测算，3 月单一信托和集合信托计划的到期规模是 2880 亿元，低于 2019 年 3300 亿元和 2020 年 4600 亿元的到期规模，所以信托贷款规模的缩降主要是新发贷款规模较低所致，其背后原因，一方面可能是由于监管层要求压降融资类信托和通道类信托业务规模，并对信托公司实行余额管控，可能对新发规模有所阻遏；另一方面，信托贷款往往被用作观察房地产企业融资的敏感性指标，今年地产公司面临三条红线的约束，信托公司获取优质资产难度偏大，导致新发信托贷款持续缩量。

3 月未贴现银行承兑汇票减少 2297 亿元，同比减少 5115 亿元。主要应该是基数效应，去年 2 月以来为对冲疫情影响，央行陆续下发 1.8 万亿再贷款再贴现额度，导致表外票据量大增，预计 3 月开始大量到期，叠加信贷政策仍偏严，主要用表内额度满足融资需求，压降表外融资规模。

图 6　表外融资规模：同比多增（亿元）

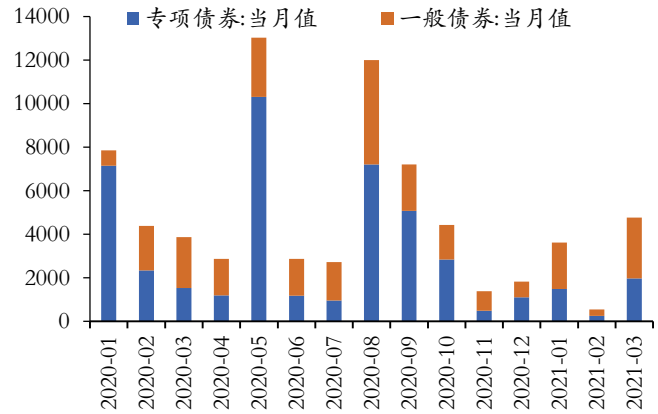



资料来源：Wind、万和证券研究所

## 四、直接融资回归往年平均水平

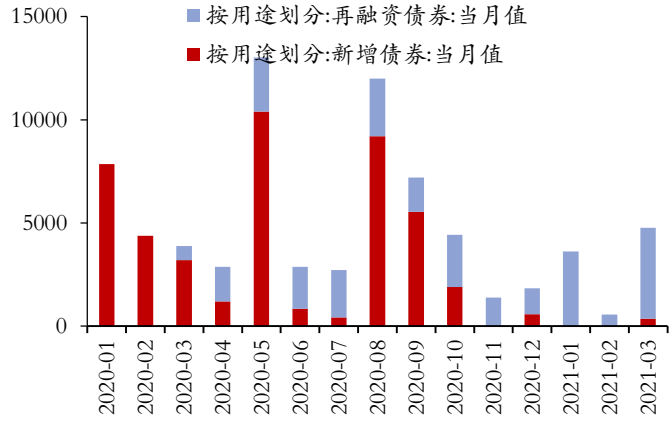
**政府债券和企业债券融资大致符合市场预期。**3 月政府债券净融资 3100 亿元，同比少增 3200 亿元，与 19 年同期相仿，后续随着地方债额度的下达、地方债发行放量，财政融资对社融的拖累将迅速减弱。类似的，企业债券净融资 3500 亿，同比少增 6400 亿，跟 18、19 年同期水平类似。

图 7　地方政府债券发行额：分类型（亿元）




资料来源：Wind、万和证券研究所

图 8　地方政府债券发行额：分用途（亿元）



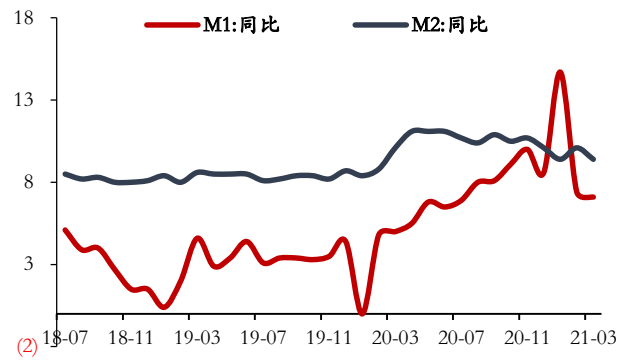

资料来源：Wind、万和证券研究所

## 五、M1、M2 同比增速均回落

3 月 M1 同比增长 7.1%，M2 同比增长 9.4%，较上月末分别低 0.3 个百分点和 0.7 个百分点。同比增速回落主要是由于基数原因，3 月新增存款 3.6 万亿，同比少增约 5000 亿。此外，3 月财政存款减少 4800 亿元，同比少减 2500 亿，指向更多流动性流入政府部门，从而对 M1 和 M2 增速构成了一定的拖累。

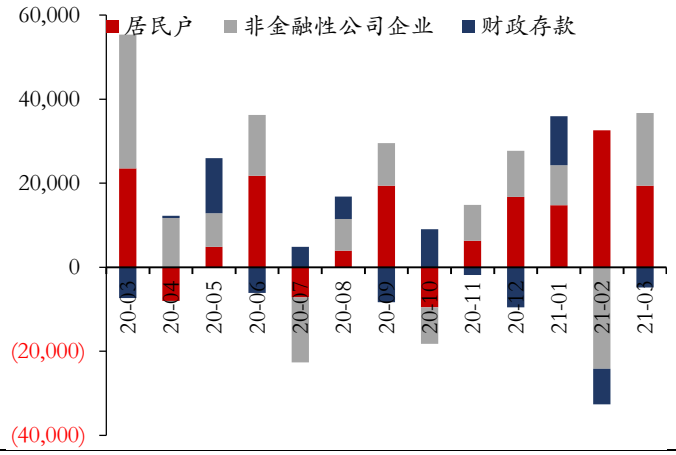
由于 M1 增速下降幅度更少，M1-M2 剪刀差从-2.7%走阔至-2.3%。其背后原因主要在于经济景气度较高，实体经济流动性较好，并且可能由于地产销售旺盛导致居民户存款向企业存款转移。

图 9　货币增速（%）




资料来源：Wind、万和证券研究所

图 10　金融机构新增人民币存款（亿元）




资料来源：Wind、万和证券研究所

## 六、流动性判断

**高基数影响下社融增速下滑。**正如我们前文所说的，3 月社融数据较 2019 年同期仍然处于正常的扩张水平，信贷总量不低且结构持续优化，显示经济内生融资动力仍然强劲，其他的分项，如短贷及票据、企业债券、政府债券等基本回归往年平均水平，整体融资活动尚未体现“紧信用”的压力。

**货币政策主线仍是“稳杠杆”。**这要求社融增速与名义 GDP 增速大致相当，1-2 月 13%以上的社融增速明显偏高，而 3 月增速的收敛则主要是基数影响导致，从国内外经济景气度来看，内生融资动力有望继续保持强劲，而高基数对社融增速的拖累则逐渐减弱，再加上国内大宗商品存在涨价压力，如果后续社融收敛增速过于缓慢，金融政策可能加大调控力度。

**资金面仍将保持紧平衡，利率趋势下行时机未到。**尽管近期资金面较为宽松，DR007、7 天回购利率均下行至 2%以下，但主要是由于财政存款释放、发债较少等季节性因素，在广义流动性面临调控压力的同时，短端流动性并不会趋势性放松，所以长端利率下行时机未到。再加上美债收益率仍有上行空间，对国内债券收益率也将形成扰动。

**紧信用预期导致资本市场博弈加剧。**2021 年国内经济“紧信用”格局基本是市场一致预期，但目前在高基数的扰动下，资本市场在货币供应和企业盈利方面的分歧或加大，A 股市场预计维持振荡。

## 七、风险提示

经济增长不及预期、货币政策收紧过快

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级标准：**

**行业投资评级**：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市**：相对沪深300指数涨幅10%以上；

**同步大市：**相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深300指数跌幅10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深300指数涨幅15%以上；

**增持：**相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

**中性：**相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深300指数跌幅5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人 收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

**万和证券股份有限公司**

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn