宏观

报告原因：点评

社融绝对值不弱，关注增速

2021 年 4 月 13 日

宏观/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

➢ **事件回顾。**2021 年 4 月 12 日，中国人民银行公布 2021 年 3 月金融统计数据及社会融资规模存量与增量数据。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；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；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%；3 月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。我们对此进行点评。

➢ **3 月社融增量绝对值不差，但同比回落幅度较大。**3 月社融增量虽低于 2020 年同期 1.84 万亿元，但处于历年同期的次高水平，显示当前社会投融资需求并不低，当然和 1-2 月的融资情况具有一定差距。3 月社融增量的回落幅度达到 2018 年以来的最大值。从累计增速来看，2021 年一季度社融累计值为 10.24 万亿元，同比下降 7.55%，2019 年以来首次出现下降。3 月末社融存量为 294.55 万亿元，同比增长 12.3%，增速比上期低 1 个百分点，其中人民币贷款存量增速比上期低 0.5 个百分点。整体来看，3 月社融数据并不弱，但社融回落幅度及增速降低或对市场“宽信用”预期产生一定影响，叠加 3 月以来中央和央行相继再次强调“政策不急转弯”，预计政策将大概率继续推动信用“磨顶”，但具体还要看官方是否认为 3 月金融数据达到“急转弯”水平。

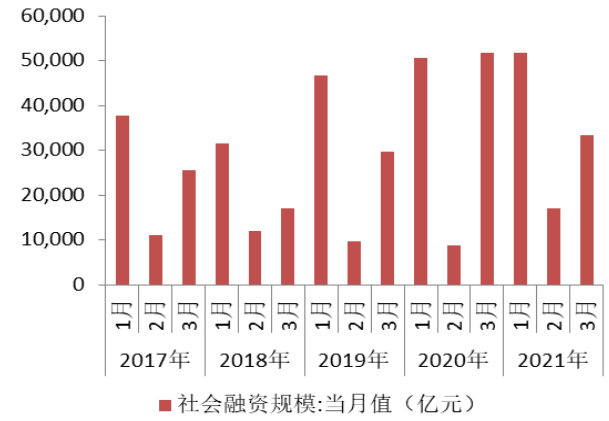
➢ **3 月人民币贷款增量不差，非标加速压缩，企业债券融资不佳，股票融资继续发力。**分项来看，人民币贷款增量为 2.75 万亿元，为 2018 年以来次高，回落幅度也仅次于 2019 年 7 月；非标（委托+信托）融资压缩 1832 亿元，呈加速趋势；企业债券融资 3535 亿元，表现不佳，为 2018 年以来同期最低值；股票融资 783 亿元，无论是同比还是环比角度看均较好；地方政府专项债融资 3130 亿元，情况一般，低于 2019 年和 2020 年，预计 4 月将进入加速发行期。

➢ **3 月人民币贷款结构持续优化。**3 月人民币贷款增加 2.73 万亿元，同比少增 1039 亿元。3 月企业中长期贷款新增 1.31 万亿元，远高于 2019 年及 2020 年同期，短期贷款增量依然偏低，显示企业资本支出加快。住户贷

款增量也较高。从住户贷款和企业贷款比例来看，一季度住户贷款增量与企业贷款增量比值为 0.4785，这个比例远远高于 2020 年一季度，同时也高于 2019 年的 0.4053，显示一季度需求和供给契合度较高。从单月来看，这一比值从 2020 年 10 月下行至 2021 年 2 月，显示这段期间边际需求相较于供给在下行，和经济数据走势呈现的内容也较为一致。从 3 月数据来看，这一比值回升至 0.7139，但较 2019 年以来的均值仍有一定差距，显示 3 月边际需求相较供给端有所恢复，但依然偏弱。

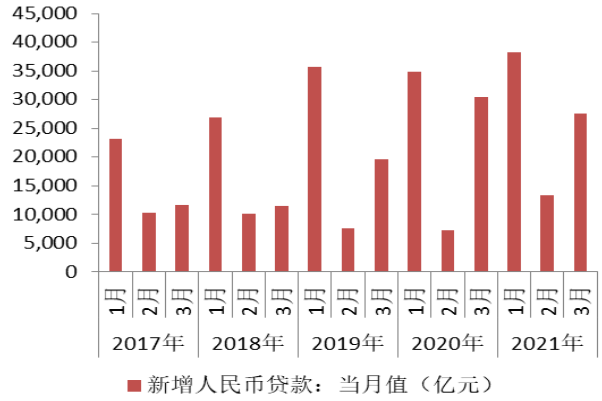
- **M1-M2 剪刀差变化不大。**3 月狭义货币(M1)余额 61.61 万亿元，同比增长 7.1%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点。广义货币(M2)余额 227.65 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末和上年同期均低 0.7 个百分点。相较而言，M2 回落幅度略高。由于 M2 增速本身和信贷扩张力度有关，而信贷扩张力度一方面源于经济融资需求，另一方面源于银行信贷意愿。由于 3 月 M1 增速下降不明显，企业中长期贷款保持强劲，显示实体经济活力和融资需求均不差，因此 M2 增速下降可以有两个解释，一是 1-2 月大量的信贷投放导致实体经济流动性不差，二是金融防风险以及近期经营贷流入房地产市场引发监管关注，继而引发银行在这一领域信贷意愿有所降低。

图表 1：当月社会融资规模情况



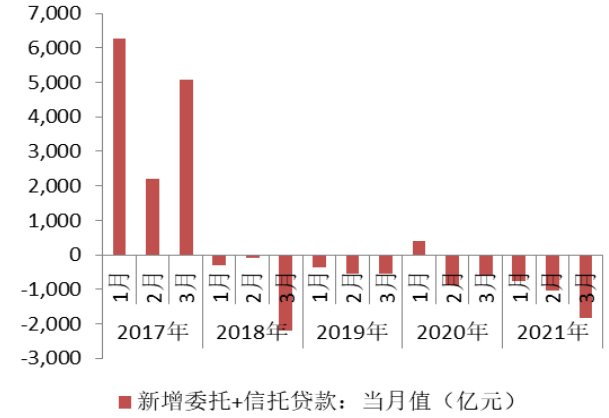
数据来源：wind、山西证券研究所

图表 2：当月新增人民币贷款情况



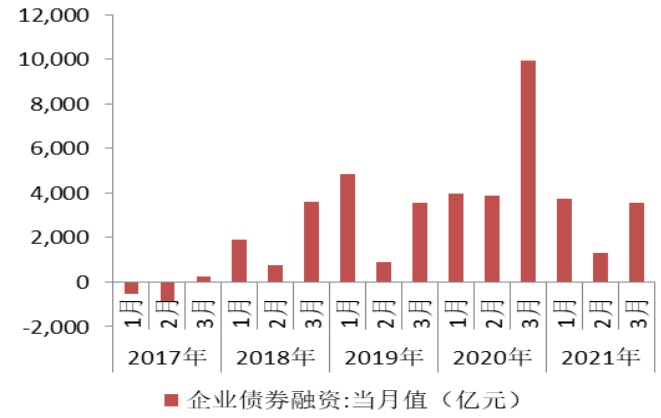
数据来源：wind、山西证券研究所

图表 3：当月非标融资情况



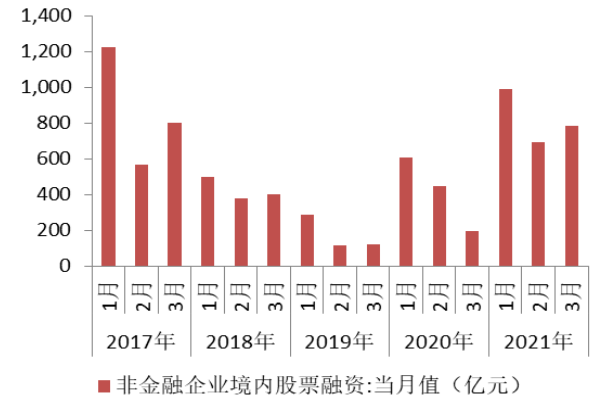
数据来源：wind、山西证券研究所

图表 4：当月企业债券融资情况



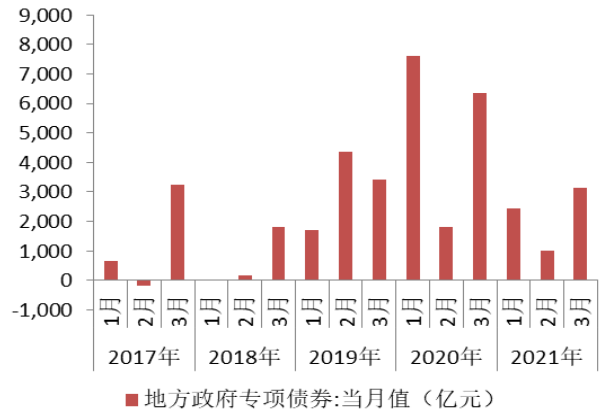
数据来源：wind、山西证券研究所

图表 5：当月股票融资情况



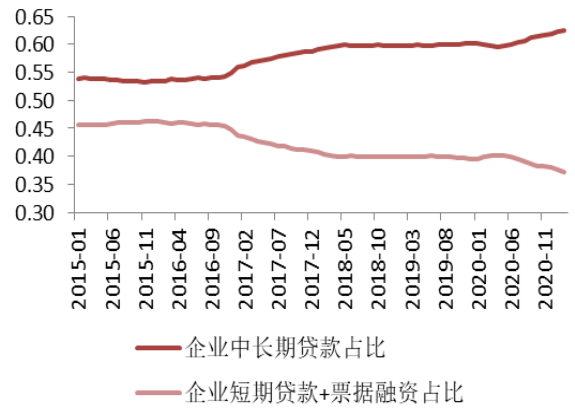
数据来源：wind、山西证券研究所

图表 6：当月地方政府专项债融资情况



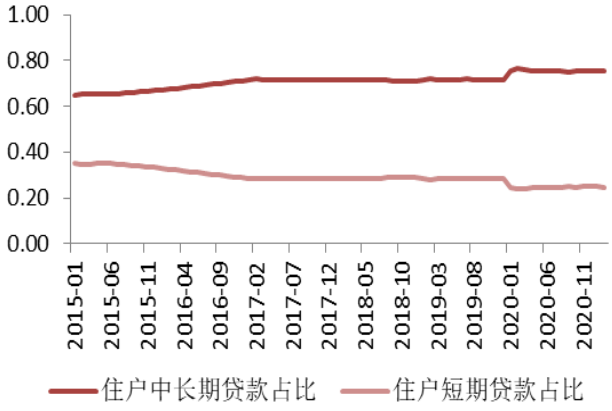
数据来源：wind、山西证券研究所

图表 7：企业贷款期限结构



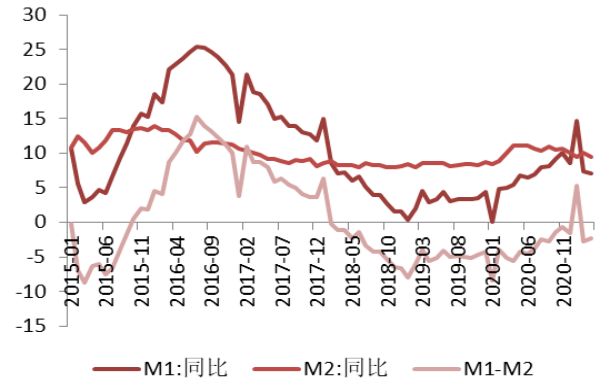
数据来源：wind、山西证券研究所

图表 8：住户贷款期限结构



数据来源：wind、山西证券研究所

图表 9：M1-M2 走势



数据来源：wind、山西证券研究所

图表 10：社会融资规模存量及人民币贷款增速



数据来源：wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336