

3 月金融数据点评

金融数据中的实体经济、资本市场和房地产

新增社融低于预期，新增信贷小幅超预期；由于社融增速大幅下降，导致市场担忧货币政策收紧；从细项看，实体经济融资需求依然较旺盛，复苏趋势持续。

- 3 月新增社融 3.34 万亿元，新增人民币贷款 2.75 万亿元，社融存量同比增长 12.31%。
- M2 同比增长 9.4%，M1 同比增长 7.1%，M0 同比增长 4.2%，单位活期存款同比增长 7.64%，准货币同比增长 10.26%。从流动性来看，现金层面增速依然相对平稳，并且维持在与 2019 年增速相近的水平上，考虑到央行对 M0 增速的控制力最强，如果 2019 年的增速水平是相对合意的，那么预计 M1 和 M2 增速将维持下台阶的趋势。
- 3 月新增存款 3.63 万亿元，其中新增居民存款 1.94 万亿元，企业存款 1.73 万亿元。新增贷款 2.73 万亿元，其中短贷及票据新增 7465 亿元，中长贷新增 1.95 万亿元。
- 3 月存贷款数据表明经济内部整体平稳，波动主要来自三方面：一是资本市场波动导致非银存款少增，但尚未出现明显净流出，二是经济持续复苏导致企业融资需求较旺盛，带动存款多增，三是房地产市场相关政策波动的影响比较宽泛，土地拍卖节奏变化影响企业融资和存款，严查资金违规流入房地产领域影响居民短期贷款需求，部分地区房地产政策的调整可能影响居民中长期贷款。预计房地产因素将在 2021 年持续影响金融数据。
- **金融数据中的实体经济、资本市场和房地产。**3 月社融存量同比增速较 2 月下降 1 个百分点，M2 增速下降 0.7 个百分点，是导致市场担忧货币政策收紧的重要原因，但从信贷来看，3 月同比增速 12.6%，与市场预期相当，较 2 月增速下降 0.3 个百分点，整体依然相对平稳。我们认为 3 月货币政策没有边际变化，变化的是实体经济融资需求从汇票向中长期贷款转移、资本市场调整导致居民存款向非银转移趋势大幅减弱、以及房地产相关政策调整导致的房地产企业融资节奏波动外溢性影响。我们认为当前国内经济复苏趋势继续向好，且企业融资需求旺盛，货币政策暂时没必要调整，但需要密切关注两个方面可能存在的问题，一是国际大宗商品价格上涨是否会导致我国上游固定资产投资出现过热，二是防范美国财政货币政策以及资本市场波动对我国产生的负面影响。

风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

社融低于预期。3 月新增社融 3.34 万亿元，较去年同期少增 1.84 亿元，较 2 月多增 1.63 万亿元，小幅低于市场预期的 3.6 万亿元。3 月社融存量同比增长 12.31%，较 2 月下降了 0.99 个百分点。考虑到 2 月社融数据超预期，因此存在就地过年政策影响下，企业预期复工时间较往年有所提前，因此融资需求时点前移，一定程度上导致 3 月社融略低于预期。

人民币信贷继续高增。3 月新增人民币贷款 2.75 万亿元，较去年同期少增 2885 亿元，较 2 月多增 1.41 万亿元。从社融分类来看，与 2 月相比，最特别的是表外融资大幅少增 3733 亿元，其中信托贷款少增 855 亿元，汇票少增 2937 亿元，仅委托贷款较 2 月多增 59 亿元。我们认为一方面汇票减少反映出企业融资有可能向中长期贷款转化，另一方面由于今年部分热点城市土地招拍挂改为一年三次，可能影响房地产企业表外融资节奏。

图表 1.新增社融构成和变化（单位：亿元）

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	33400	27505	283	-41	-1791	-2297	3535	783	3130
环比上月变动	*16271*	*14092*	*-181*	*59*	*-855*	*-2937*	*2229*	*90*	*2113*
同比去年同期	*-18438*	*-2885*	*-862*	*547*	*-1770*	*-5115*	*-6396*	*585*	*-3214*

资料来源：万得，中银证券

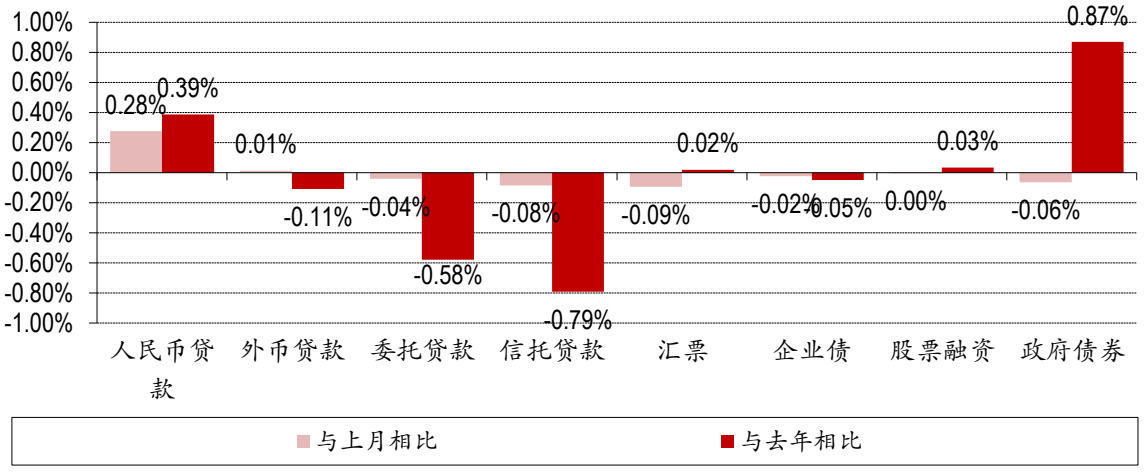
图表 2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	27788	-4129	4318	5423
环比上月变动	*13911*	*-3733*	*2319*	*3774*
同比去年同期	*-3747*	*-6338*	*-5811*	*-2542*

资料来源：万得，中银证券

汇票融资占比小幅下降。从社融存量结构来看，2021 年 3 月与 2 月相比，占比上升的主要是人民币贷款上升了 0.28%，另外外币贷款占比小幅上升 0.01%，直接融资渠道当中企业债占比下降 0.02%，政府债券占比下降 0.06%，表外融资降幅最大，信托贷款占比下降 0.08%，汇票占比下降 0.09%；与去年同期相比，汇票占比上升 0.02%，较 2 月明显下降。从 3 月汇票占比变化看，2 月汇票融资的高增长存在信贷额度预增的情况，从 3 月新增信贷和企业新增中长期信贷较高的情况来看，实体经济融资需求依然旺盛。

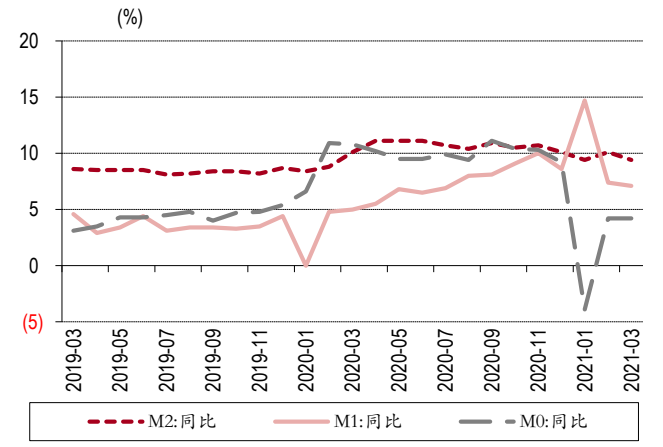
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源：万得，中银证券

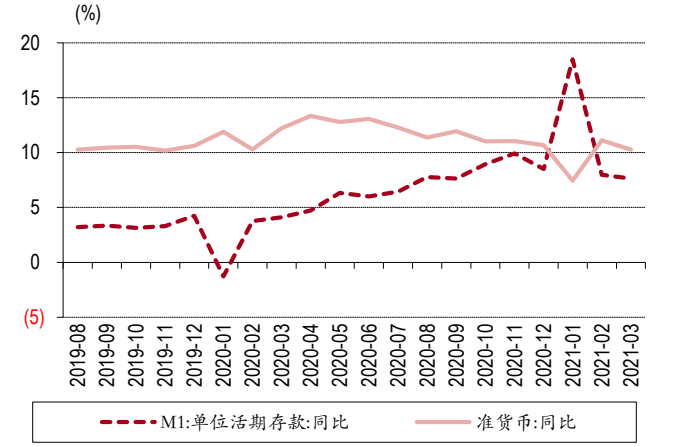
M2 增速回落，低于市场预期。3 月 M2 同比增长 9.4%，较 2 月下降 0.7 个百分点；M1 同比增长 7.1%，较 2 月下降 0.3 个百分点；M0 同比增长 4.2%，较 2 月持平。3 月单位活期存款同比增长 7.64%，较 2 月下降 0.34 个百分点，准货币同比增长 10.26%，较 2 月下降 0.86 个百分点。3 月货币投放总量增速基本维持回落趋势，在度过春节时点之后，货币政策依然保持了边际收紧但不急转弯的操作，从流动性来看，现金层面增速依然相对平稳，并且维持在与 2019 年增速相近的水平上，考虑到央行对 M0 增速的控制力最强，如果 2019 年的增速水平是相对合意的，那么预计 M1 和 M2 增速将维持下台阶的趋势。分部门看，单位活期存款增速依然同比下降，表明企业流动性需求在逐步回落，居民部门流动性增速与 2019 年底相当，接下来需要关注居民收入增速的变化情况。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

非银存款大幅下降。3 月新增存款 3.63 万亿元，其中新增居民存款 1.94 万亿元，企业存款 1.73 万亿元，非银存款少增 3280 亿元，财政存款少增 4854 亿元。受到资本市场波动影响，非银存款大幅下降，但新增居民存款较 2 月和去年同期继续少增，关注接下来房地产销售增速情况。受到企业融资较强影响，新增企业存款表现较好。随着两会结束，地方政府开始加大财政支出力度，财政存款少增，2021 年居民存款一方面受收入增速影响，另一方面受房地产等大额消费影响，关注房住不炒相关政策对居民存款数据的影响。

中长期贷款继续高增。3 月新增贷款 2.73 万亿元，较去年同期少增 1200 亿元，其中短贷及票据新增 7465 亿元，较去年同期少增 8506 亿元，中长贷新增 1.95 万亿元，较去年同期多增 5158 万亿元，3 月中长贷继续维持强劲增长，表明实体经济融资需求依然旺盛。居民贷款新增 1.15 万亿元，较去年同期多增 1614 亿元，其中居民中长贷新增 6239 亿元，短贷新增 5242 亿元，企业中长期贷款新增 1.33 万亿元，短贷新增 3748 亿元。考虑到银行对于信贷资金违规流入房地产领域检查力度加大，可能影响居民短期贷款增长。

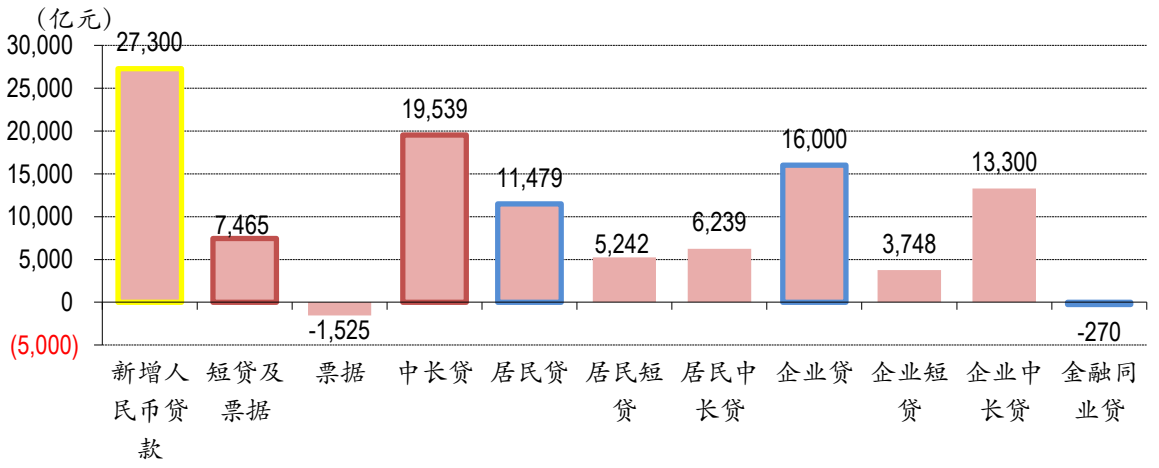
房地产因素对存贷款的扰动加大。3 月存贷款数据表明经济内部整体平稳，波动主要来自三方面：一是资本市场波动导致非银存款少增，但尚未出现明显净流出，二是经济持续复苏导致企业融资需求较旺盛，带动存款多增，三是房地产市场相关政策波动的影响比较宽泛，土地拍卖节奏变化影响企业融资和存款，严查资金违规流入房地产领域影响居民短期贷款需求，部分地区房地产政策的调整可能影响居民中长期贷款。预计房地产因素将在 2021 年持续影响金融数据。

图表 6.新增存贷款变化（单位：亿元）

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		36300	19400	17290	-4854	-3280	7744
	环比上月变动	*24800*	*-13200*	*41490*	*3625*	*-19380*	*12265*
	同比去年同期	*-5300*	*-4100*	*-14570*	*2499*	*11058*	*-187*
		新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款		27300	7465	19539	11479	16000	-270
	环比上月变动	*13700*	*9514*	*4426*	*10058*	*4000*	*-450*
	同比去年同期	*-1200*	*-8506*	*5158*	*1614*	*-4500*	*1678*

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券

金融数据中的实体经济、资本市场和房地产。3 月社融存量同比增速较 2 月下降 1 个百分点，M2 增速下降 0.7 个百分点，是导致市场担忧货币政策收紧的重要原因，但从信贷来看，3 月同比增速 12.6%，与市场预期相当，较 2 月增速下降 0.3 个百分点，整体依然相对平稳。我们认为 3 月货币政策没有边际变化，变化的是实体经济融资需求从汇票向中长期贷款转移、资本市场调整导致居民存款向非银转移趋势大幅减弱、以及房地产相关政策调整导致的房地产企业融资节奏波动外溢性影响。我们认为当前国内经济复苏趋势继续向好，且企业融资需求旺盛，货币政策暂时没必要调整，但需要密切关注两个方面可能存在的问题，一是国际大宗商品价格上涨是否会导致我国上游固定资产投资出现过热，二是防范美国财政货币政策以及资本市场波动对我国产生的负面影响。

风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371