宏观研究

融资需求仍然强劲，复苏势头没有减弱

——3 月金融数据点评

宏观事件点评　　2021 年 4 月 13 日

报告摘要：

- **信贷规模和质量均较高**

3月新增人民币贷款27300亿元，超出市场预期为25038亿元。分结构看，企业中长期贷款新增13300亿元，相比去年同期多增3657亿元，是信贷最大拉动项，中长期贷款在信贷中质量最高，中长期贷款预示着企业投资持续恢复，有利于拉动经济增长。居民中长期贷款新增6239亿元，同比多增1501亿元，居民中长期贷款强劲与商品房销售增速反弹对应，反映出当前楼市行情较好的现象。居民短期贷款多增5242亿元，同比多增98亿元，好于往年同期水平。企业短期贷款新增3748亿元，同比少增5004亿元，是信贷最大拖累项。企业短期贷款的回落与去年疫情期间结构性货币政策工具退出有关，我们预计未来仍有回落空间。票据融资新减1525亿元，同比减少3600亿元，延续下跌趋势。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新增296亿元，同比多增2148亿元。总体来看，3月信贷不仅规模上超出市场预期，质量也明显较高。中长期贷款占比高反映出实体经济需求强劲的态势。

- **社融数据为何低于预期？**

3月社融新增3.34万亿元，低于市场预期的3.6万亿元。分结构来看，非标融资减少了4129亿元，同比多减6338亿元。具体来看，委托贷款减少41亿元，同比少减547亿元；信托贷款同比减少1791亿元，同比多减1770亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票减少2297亿元，同比多增5115亿元，是社融拖累项。未贴现银行承兑汇票减少的原因主要系未贴现银行承兑汇票存量较高，由于1-2月大量发行的未贴现银行承兑汇票还未消耗完，企业缺乏继续申票的动力。从整个一季度来看，2021年一季度未贴现银行承兑汇票发行规模明显高于往年同期。由于1-2月大量发行，3月未贴现银行承兑汇票回落属于正常现象。3月企业债新增3535亿元，同比减少6396亿元，企业债同比多减的一部分原因是去年同期基数较高，属于正常现象。3月股权融资新增783亿元，同比多增585亿元，表现继续亮眼。政府债券新增3130亿元，同比减少3214亿元，但与往年同期持平。由于今年财政赤字率低于去年，我们预计政府债券发行规模也会持续低于去年同期。总体来看3月社融不及预期主要原因系未贴现银行承兑汇票较低所致，并非监管大幅收紧所致。3月政府债券和企业债发行规模虽低于去年，但与前年持平，处于正常区间。

- **M2为什么下降**

3月M2增速从2月的10.1%下降至9.4%，M2从7.4%下降至7.1%，但这主要系去年同期基数较高所致。从绝对值环比来看，3月M1环比增速和M2环比增速均处于历年较高水平，与去年同期持平。因此剔除基数来看3月M1和M2增速并不低。从存款端来看，3月非金融企业存款增幅低于去年，说明企业将大量资金投入生产领域而非存入银行，不存在去年3月出现的金融套利现象。

- **风险提示**

美联储货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001
电话：010-85127665
邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016
电话：010-85127665
邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

事件：

4 月 12 日，央行公布 3 月金融数据：

新增人民币贷款 27300 亿元，预期 25038 亿元，前值 13600 亿元。

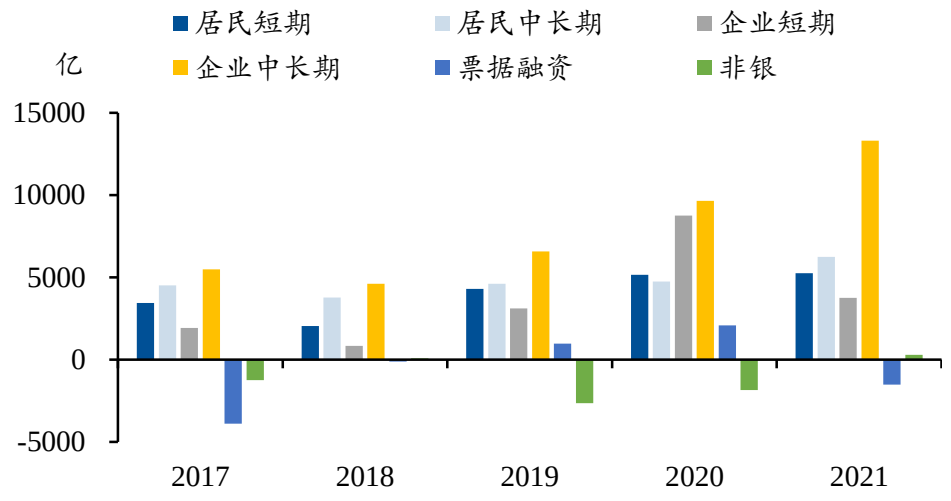
社会融资规模为 3.34 万亿元，预期 3.6 万亿元，前值 1.71 万亿元。

M2 同比增长 9.4%，预期 9.6%，前值 10.1%。

1 数据表现：信贷规模和质量均较高

信贷规模和质量均较高。3 月新增人民币贷款 27300 亿元，超出市场预期为 25038 亿元。分结构看，企业中长期贷款新增 13300 亿元，相比去年同期多增 3657 亿元，是信贷最大拉动项，中长期贷款在信贷中质量最高，中长期贷款预示着企业投资持续恢复，有利于拉动经济增长。居民中长期贷款新增 6239 亿元，同比多增 1501 亿元，居民中长期贷款强劲与商品房销售增速反弹对应，反映出当前楼市行情较好的现象。居民短期贷款多增 5242 亿元，同比多增 98 亿元，好于往年同期水平。企业短期贷款新增 3748 亿元，同比少增 5004 亿元，是信贷最大拖累项。企业短期贷款的回落与去年疫情期间结构性货币政策工具退出有关，我们预计未来仍有回落空间。票据融资新减 1525 亿元，同比减少 3600 亿元，延续下跌趋势。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新增 296 亿元，同比多增 2148 亿元。总体来看，3 月信贷不仅规模上超出市场预期，质量也明显较高。中长期贷款占比高反映出实体经济需求强劲的态势。

图 1：3 月份信贷质量比较高

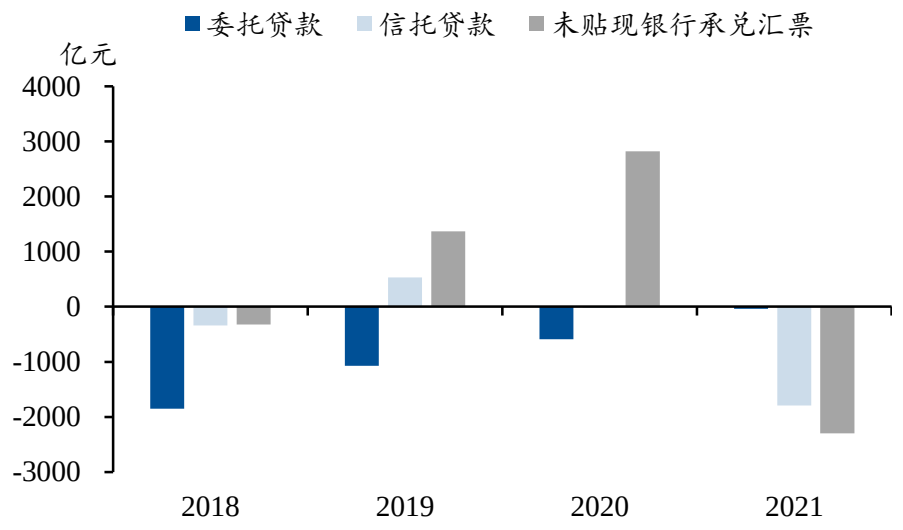


资料来源：Wind，民生证券研究院

社融数据为何低预期？ 3 月社融新增 3.34 万亿元，低于市场预期的 3.6 万亿元。分结构来看，非标融资减少了 4129 亿元，同比多减 6338 亿元。具体来看，委托贷款减少 41 亿元，同比少减 547 亿元；信托贷款同比减少 1791 亿元，同比多减 1770 亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票减少 2297 亿元，同比多增

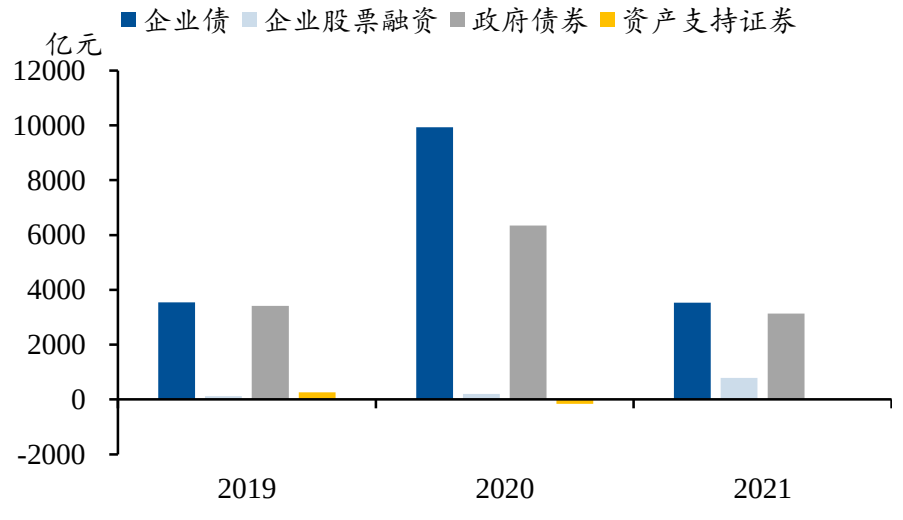
5115 亿元，是社融拖累项。未贴现银行承兑汇票减少的原因主要系未贴现银行承兑汇票存量较高，由于 1-2 月大量发行的未贴现银行承兑汇票还未消耗完，企业缺乏继续申票的动力。从整个一季度来看，2021 年一季度未贴现银行承兑汇票发行规模明显高于往年同期。由于 1-2 月大量发行，3 月未贴现银行承兑汇票回落属于正常现象。3 月企业债新增 3535 亿元，同比减少 6396 亿元，企业债同比多减的一部分原因是去年同期基数较高，属于正常现象。3 月股权融资新增 783 亿元，同比多增 585 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 3130 亿元，同比减少 3214 亿元，但与往年同期持平。由于今年财政赤字率低于去年，我们预计政府债券发行规模也会持续低于去年同期。总体来看 3 月社融不及预期主要原因系未贴现银行承兑汇票较低所致，并非监管大幅收紧所致。3 月政府债券和企业债发行规模虽低于去年，但与前年持平，处于正常区间。

图 2：3 月份未贴现银行承兑汇票低于往年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：3 月份政府债券和企业债发行规模回落至往年正常水平

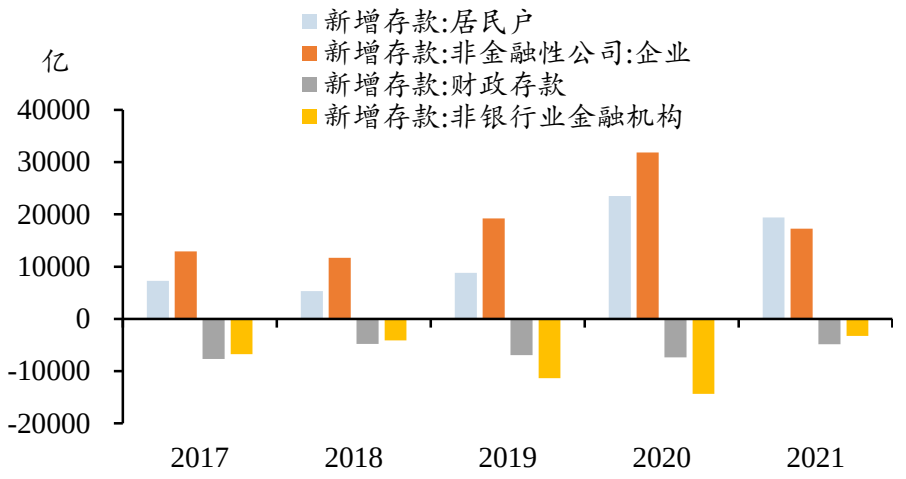


资料来源：Wind，民生证券研究院

M2 为什么下降？3 月 M2 增速从 2 月的 10.1%下降至 9.4%，M2 从 7.4%下降至 7.1%，

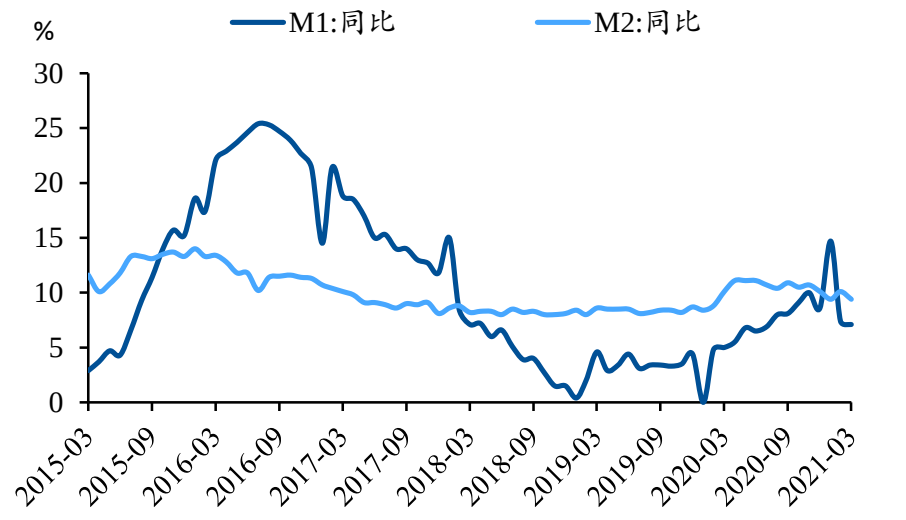
但这主要系去年同期基数较高所致。从绝对值环比来看，3 月 M1 环比增速和 M2 环比增速均处于历年较高水平，与去年同期持平。因此剔除基数来看 3 月 M1 和 M2 增速并不低。从存款端来看，3 月非金融企业存款增幅低于去年，说明企业将大量资金投入生产领域而非存入银行，不存在去年 3 月出现的金融套利现象。

图 4：3 月非金融企业存款同比回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：3 月 M1 和 M2 增速有所回落



资料来源：wind，民生证券研究院

2 数据背后：货币政策并未急转弯

信贷质量较高，社融规模不低。3 月信贷规模不仅超过市场预期，而且企业中长期贷款占比较高，企业短期贷款和票据融资占比较低，反映出企业投资需求旺盛的事实，信贷质量非常高，且并未出现限制信贷规模增长的现象。3 月社融不及预期主要系未贴现银行承兑汇票回落所致，而这种回落属于短期性回落。整体来看 3 月社融并不算太低，流动性并未大幅收紧。

货币政策并未急转弯，PPI 上行影响大不。一季度来看银行信贷和社融并未大幅收紧，货币政策并未急转弯。当前在欧美疫情反弹的背景下全球经济复苏进程可能受挫，如果大幅收紧货币政策可能会对实体经济产生较大冲击。因此宏观政策趋于灵活稳健，着重精准调控。3 月虽然 PPI 大幅反弹至 4.4%，但 PPI 上行更多属于输入型通胀，并非国内需求过热引起的，且今年受猪肉价格回落影响 CPI 上行压力不大。因此全年来看通胀不会制约货币政策。

之前股市对社融数据过于悲观。3 月底由于一季报行情叠加欧美疫情反弹，A 股一度迎来反弹。但 4 月初以来由于顺丰业绩爆雷，叠加市场对社融增速过于悲观，导致股市下跌。实际来看 3 月信贷社融数据并未太差，信贷数据超预期且质量较高，社融数据仅小幅低于预期。我们预计，由于之前市场对社融数据过于悲观，以致于股市回调较大，在这一预期被证伪后股市有望迎来小幅反弹。

3 未来展望：货币政策不会快速收紧

货币政策不具备大幅收紧的条件。从央行的四目标制来看，经济增长与就业决定货币政策下限，通胀、汇率、金融风险决定货币政策上限。通胀方面，当前 PPI 上行更多是输入型涨价，而非内部需求过热引起的，且 CPI 受猪肉价格回落影响上行空间不大。汇率方面，当前中美利差仍高于 130BP 的舒适垫，人民币贬值压力不大。金融风险方面，虽然监管部门多次强调金融风险，但过快收紧货币政策反而有可能会加剧金融风险问题，引起类似信用违约之类的事件。因此我们认为未来货币政策仍不会急转弯，仍会保持精准调控的态势。

风险提示

美联储货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

插图目录

图 1：3 月份信贷质量比较高 2
图 2：3 月份未贴现银行承兑汇票低于往年同期 3
图 3：3 月份政府债券和企业债发行规模回落至往年正常水平 3
图 4：3 月非金融企业存款同比回落 4
图 5：3 月 M1 和 M2 增速有所回落 4

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。