2021 年 04 月 12 日

宏观类●证券研究报告

社融同比收敛，疫情刺激政策逐渐退出

事件点评

分析师 林帆
SAC 执业证书编号：S0910520120001
linfan@huajinsc.cn
021-20377188

分析师 李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

投资要点

◆ **事件：**央行 2021 年 4 月 12 日公布我国 2021 年 3 月金融相关数据，1）新增社融规模 3.34 万亿元，前值 1.71 万亿；2）新增人民币贷款 2.73 万亿，前值 1.36 万亿元；3）M2 同比 9.4%，前值 10.1%。

◆ **点评：**

1、 **新增社融较去年同期大幅收缩，疫情刺激政策退坡。**3 月，新增社融 3.34 万亿，同比去年同期少增 1.84 万亿。比较来看，去年 3 至 5 月是我国疫情支持政策的密集释放期，今年伴随疫情好转，临时性的对冲政策逐渐退出。

其中，3 月份，推动社融同比少增最为明显的项目主要来自于企业债券融资、新增未贴现银行承兑汇票和政府债券，分别同比少增 6396 亿、5115 亿元和 3214 亿。究其原因，1）企业债融资减少或为企业疫情防控债发行退出；2）新增未贴现银行承兑汇票减少或由于今年更为重视控制金融风险，银行体系压降表外融资；3）政府债券融资减少或由于今年政府专项债提前批额度下发时间较往年更晚，直至 3 月初财政部才下达部分新增债券额度。

但假设对比疫情之前正常年份同期的新增社融，2017-2019 年近三年 3 月份平均新增社融为 2.4 万亿、最近正常年份 2019 年 3 月新增社融 3.0 万亿，2021 年 3 月份新增社融都呈现小幅扩张。我们倾向于认为，本期社融回归了常态水平，体现了央行稳货币、稳杠杆的政策意图。

2、 **新增信贷也较去年同期有所收缩，主要原因或在于经营正常化下企业短贷需求下降。**3 月当月人民币贷款增加 2.73 万亿，同比少增 1200 亿元；自 2020 年 10 月以来，新增信贷同比持续扩张的趋势终止。其中，分部门来看，1）非金融企业及其他部门贷款 3 月增加 1.6 万亿，同比少增 4500 亿；其中，非金融企业短期贷款同比少增 5004 亿，中长期贷款同比多增 3657 亿；可能来说，与去年 3 月受到疫情冲击、亟待现金流支持的艰难时期相比，伴随经营逐渐正常化，今年企业端短贷需求大幅下降；而企业中长期信贷同比继续大幅多增，或显示企业投资信心持续回暖，投资需求增长。2）居民户贷款增加 1.1 万亿，同比多增 1614 亿元；其中，短期贷款同比多增 98 亿元，中长期贷款同比多增 1501 亿元；居民消费需求保持稳定。

3、 **M2 同比增速下移，非金融企业和居民端存款下降是主要推手。**3 月末，M2 同比增长 9.4%，增速较上月末下降 0.7 个百分点；M1 同比增长 7.1%，增速比上月末下降 0.3 个百分点。从金融机构新增人民币存款结构来看，其中，拖累 M2 增速的项目中，居民存款同比少增 4100 亿，非金融性企业存款同比少增约 1.5 万亿，财政存款同比少减 2499 亿元。

4、 **总体来看，新增社融边际规模从去年 8 月至去年底持续收敛，在今年 1-2 月出现了因季节性影响的“暂时性扩张”，3 月份，社融边际再度回归收敛趋势。展望 4-5 月份，由于去年同期依旧处于疫情刺激政策的释放期，高基数下社融边际收敛预计将继续；但由于去年 3 月是我国流动性释放的高点，因此 4-5 月社融收敛幅度可能将有所收窄。**

◆ **风险提示：政策不达预期、疫情风险、通货膨胀超预期、美债收益率超预期波动等。**

相关报告

PPI 同比超预期上行，中上游行业改善空间较大 2021-04-09

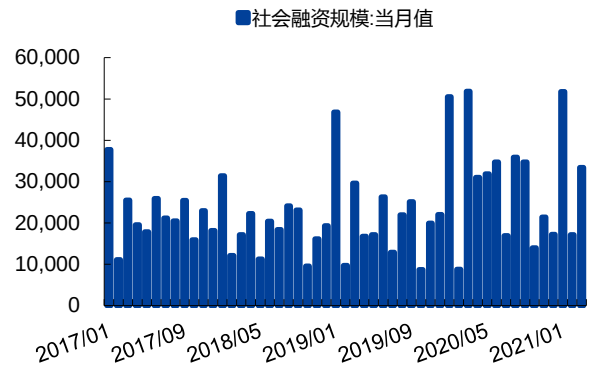
生产经营活动景气恢复，价格高位须警惕输入性通胀风险 2021-03-31

经济延续稳步增长态势，工业活动保持较高景气 2021-03-15

社融扩张速度大幅超预期，但预计将逐渐回归 2021-03-11

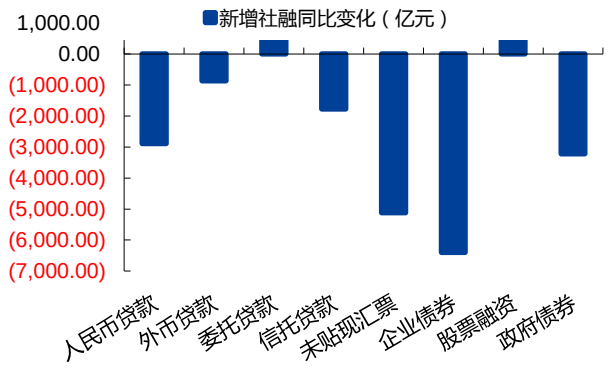
PPI 较 CPI 剪刀差继续走扩，基本符合市场预期 2021-03-10

图 1：新增社会融资规模（当月值，亿元）



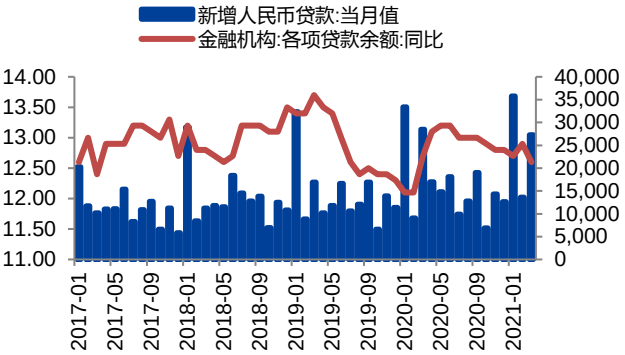
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：新增社会规模同比变化（当月同比，亿元）



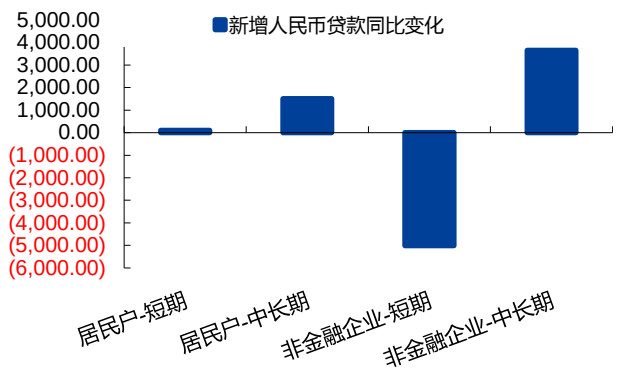
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：新增人民币贷款和贷款余额同比增速（贷款单位：亿元）



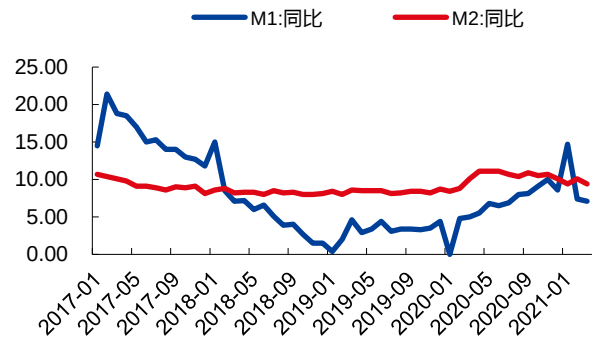
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：新增人民币贷款分项目同比变化（亿元）



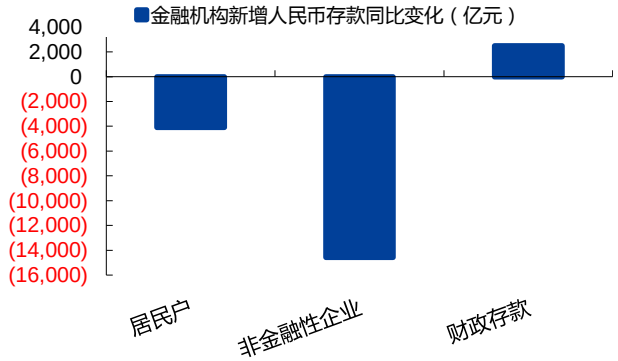
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：M1 和 M2 同比变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：新增人民币存款同比变化（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

林帆、李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn