2021 年 04 月 12 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

社融增速如期回落，企业融资需求不减

——3 月社融数据点评

摘要

- **社融增长保持平稳，金融机构信贷投放节奏把握适度。**3 月末社会融资规模的存量同比增长 12.3%，增速比上年同期高 0.8 个百分点，一季度，社会融资规模增量累计为 10.24 万亿元，比上年同期少 8730 亿元，但仍然是季度增量的次高水平，其中，一季度金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 7.91 万亿元，维持平稳增长。分月来看，社会融资规模增量低于市场预期，但高于前值，其中，新增人民币贷款高于市场预期和前值，表明金融机构对实体经济的支持力度较大。预计后续金融机构信贷结构优化，加大对普惠小微企业、制造业中长期贷款的支持，信用边际有所收缩，社融存量增速将稳中趋降。

- **社融结构延续调整，企业融资需求旺盛。**从社融结构来看，贷款作用显著增加，企业融资需求不减，直接融资中政府债券和企业债券同比减少较多，体现一季度银行冲业绩，同时企业的融资需求旺盛。一季度新增直接融资在新增社融中占比减少，一方面由于政府债券融资作用继续减弱，今年地方政府新增债券发行“开闸”时间晚外，且结构变化明显，预计随着新增专项债额度的下达，预计未来政府债券融资将有所回升。另一方面，企业债券融资同比减少较多。表外融资情况有所改善，新增未贴现银行承兑汇票需求不减。委托贷款同比少减，信托贷款同比多减，对于信托监管的效应显现，未贴现的银行承兑汇票同比多增，企业融资需求旺盛，复工复产情况稳定。从单月数据看，直接融资和表外融资占比下降明显。其中，3 月新增企业债券融资环比多增，债市情绪回暖；企业股票融资延续之前热情；政府债券融资有所回暖，3 月新增政府债券融资环比多增。从表外融资看，未贴现银行承兑汇票减少幅度较大。

- **一季度居民部门贷款需求复苏，企（事）业单位贷款结构延续年初以来特征。**一季度人民币贷款虽然相较去年一季度同比增幅大幅收窄，但总体来看信贷水平依然较为宽裕。分部门看，住户贷款增加 2.56 万亿元，其中，短期贷款同比多增 6338 亿元，中长期贷款同比多增 7200 亿元，反映出居民消费和购房能力里的进一步复苏；企（事）业单位贷款增加 5.35 万亿元，其中，短期贷款同比少增 1.1 万亿元，主要因为去年同期受疫情影响短期纾困资金的大量发放推高了贷款基数，一季度中长期贷款同比多增 1.43 万亿元。单月来看，3 月人民币贷款增加高于预期。其中，住户短期贷款同比多增 98 亿元，中长期贷款同比多增 1501 亿元。企（事）业单位贷款结构延续了 1 月以来特征，企业融资需求和景气程度维持在较高水平，银行也依然更加倾向于发放长期贷款。

- **M2 增速放缓，未来或将延续。**3 月末，M2 同比增长 9.4%，比上月末和上年同期均低 0.7 个百分点，主要原因在于财政资金使用再次放缓，另一方面，在经济形势好转的情况下，居民和企业部门存款增幅下降。M1 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。3 月 M1 增速已经止住 2 月份的大幅跌势，虽较二月份仍略有下滑，但 4 月份在假期经济的带动下市场活力将进一步回升，4 月 M1 增速或将开始回升，M2 将延续缓降。

- 风险提示：国内需求不及预期，金融监管趋严。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 美国推进“脱碳”经济转型，这些行业有机会 (2021-04-09)
2. 全球大宗上涨带来的后果——3 月通胀数据点评 (2021-04-09)
3. 货币政策：乱云飞渡仍从容 (2021-04-02)
4. 中小企业扬眉吐气，非制造业回升明显——2021 年 3 月 PMI 数据点评 (2021-03-31)
5. 鲍威尔不鸽了，全球闸门或收紧？ (2021-03-26)
6. 美联储的“蓄水池”在哪里？ (2021-03-25)
7. 国内数字经济蓄势待发，海外债市通胀难央妈 (2021-03-19)
8. 经济数据中的“意料之外” (2021-03-15)
9. 开局之年看什么？——“两会”解读与近期宏观热点解析 (2021-03-15)
10. “两会”圆满收关，扬帆出发有方向 (2021-03-12)

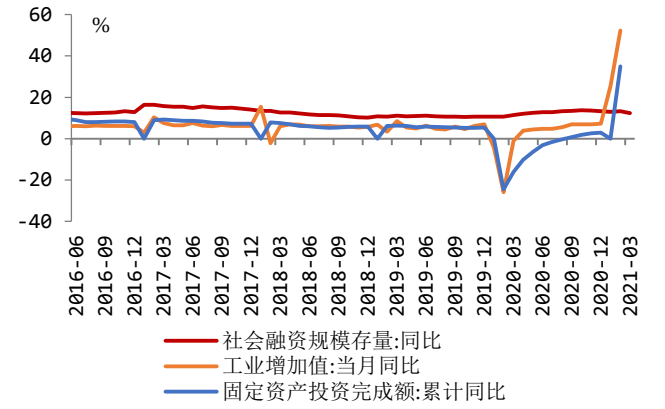
货币政策稳字当头，货币信贷保持合理增长。未来货币政策将继续坚持跨周期设计理念，保持连续性、稳定性、可持续性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。

1 社融增长保持平稳，金融机构信贷投放节奏把握适度

3 月末社会融资规模的存量 294.55 万亿元，同比增长 12.3%，增速比上年同期高 0.8 个百分点，人民币贷款余额是 180.41 万亿元，同比增长 12.6%，增速比上年末和上年同期分别低 0.3 和 0.1 个百分点。社会融资规模增量累计为 10.24 万亿元，比上年同期少 8730 亿元，但仍然是季度增量的次高水平，较 2019 年同期增加 16210 亿元；其中，一季度金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 7.91 万亿元，比上年同期多增 6589 亿元，维持平稳增长，表现了金融机构对实体经济的恢复保持了稳固的支持力度。

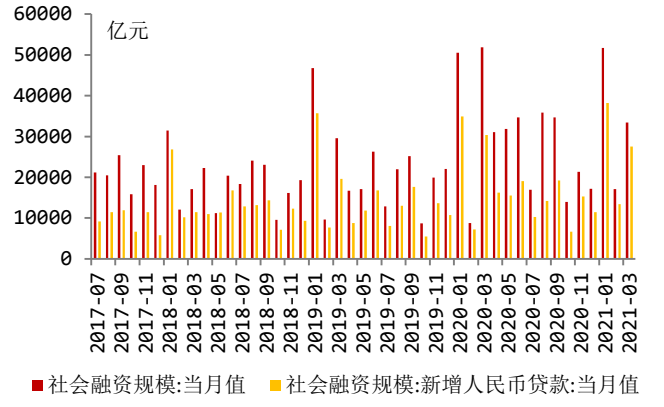
分月来看，3 月社会融资规模增量为 3.34 万亿元，比上年同期减少 1.84 万亿元，低于市场预期的 3.7 万亿元，高于前值 1.71 万亿元；其中，新增人民币贷款 2.75 万亿元，高于市场预期的 2.3 万亿元和前值 1.36 万亿元。3 月人民币贷款新增量的幅度仍较大，表明金融机构对实体经济的支持力度较大。今年以来货币政策稳字当头，货币信贷保持合理增长；下一步货币政策将坚持跨周期设计理念，兼顾当前和长远，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，做到小微企业综合融资成本稳中有降。预计后续金融机构信贷结构优化，加大对普惠小微企业、制造业中长期贷款的支持，信用边际有所收缩，社融存量增速将稳中趋降。

图 1：社融存量同比增速下降



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增社会融资单月同比下降



数据来源：wind、西南证券整理

2 社融结构延续调整，企业融资需求旺盛

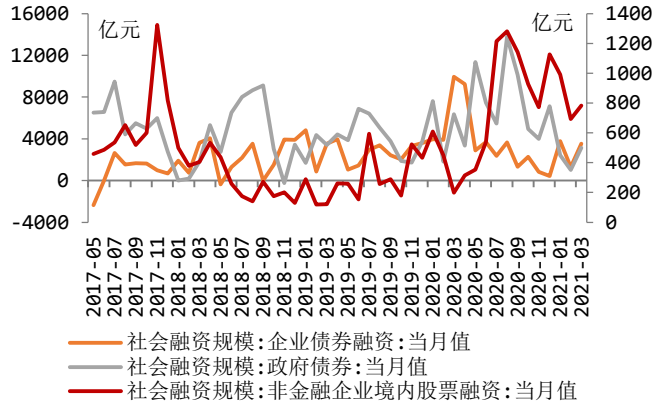
从社融结构来看，贷款作用显著增加，企业融资需求不减，直接融资中政府债券和企业债券同比减少较多。一季度，金融机构对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 77.3%，同比高 12 个百分点，环比 2020 年四季度增加 13.64 个百分点，体现一季度银行冲业绩，同时企业的融资需求旺盛；一季度新增直接融资同比少增 14179 亿元，在新增社融中占比减少 11.13 个百分点为 20.45%。**一方面，由于政府债券融资作用继续减弱**，一季度政府债净融资 6584 亿元，同比减少 9197 亿元，占新增社融 6.4%，同比低 7.8 个百分点，今

年地方政府新增债券发行“开闸”时间晚外，且结构变化明显，由于疫情状况稳定且优先支持在建工程后续融资，今年再融资债券发行额占地方政府债券发行额的 96%，而新增债券仅发行 364 亿元，专项债发行节奏变缓其一因为 2020 年发行的专项债规模较大，政策效应仍在持续释放，项目建设资金相对充足，今年提前批额度下达时间相比往年略晚，3 月初，财政部才下达各地部分新增专项债额度 17700 亿元，其二因为今年更加强调专项债发行的风险防控。预计随着新增专项债额度的下达，预计未来政府债券融资将有所回升。**另一方面，受到永煤事件打击市场情绪以及监管趋严的影响，企业债券融资同比减少较多**，一季度新增企业债券融资 8614 亿元，同比少 9178 亿元，较 2019 年少 636.05 亿元，企业债券占新增社融规模的 8.4%，同比低 7.6 个百分点；此外，一季度非金融企业新增股票融资 2467 亿元，同比多增 1211 亿元。

表外融资情况有所改善，新增未贴现银行承兑汇票需求不减。一季度，表外新增融资减少 374 亿元，同比少减 465 亿元，环比 2020 年四季度少减 11202 亿元，一方面体现企业融资需求不减，也说明之前结构调整效果有所显现。其中，委托贷款减少 50 亿元，同比少减 920 亿元，环比 2020 年四季度也少减 714 亿元，情况有所改善；信托贷款一季度减少 3569 亿元，同比多减 3440 亿元，而环比四季度少减 3313 亿元，对于信托监管的效应显现；未贴现的银行承兑汇票新增 3245 亿元，占新增社融 3.2%，同比多增 2985 亿元，环比 2020 年四季度多增 7175 亿元，企业融资需求旺盛，复工复产情况稳定。

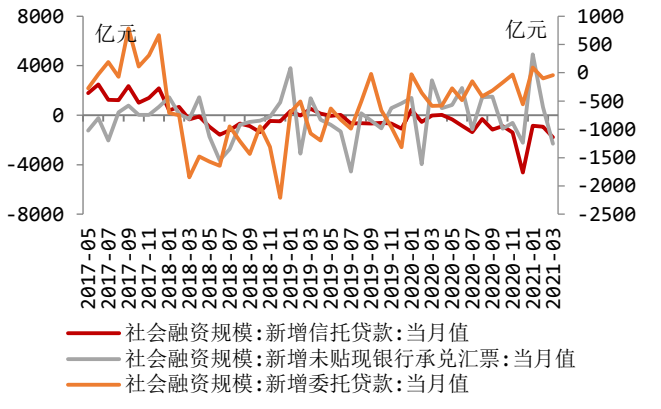
从单月数据看，直接融资和表外融资占比下降明显。3 月，新增直接融资同比少增 1.414 万亿元，环比 2 月多增 1495 亿元，在新增社融中占比减少 5.92 个百分点为 15.42%。其中，3 月新增企业债券融资 3535 亿元，同比少增 6396 亿元，但环比 2 月多增 2229 亿元，债市情绪有所回暖；企业股票融资延续之前热情，3 月非金融企业股票融资 783 亿元，同比多增 585 亿元，较 2 月增加 90 亿元，较 2019 年同期多增 660.7 亿元；同时，政府债券融资有所回暖，3 月新增政府债券融资环比 2 月多增 2113 亿元至 3130 亿元，由于去年疫情特殊情况，同比去年少增 3214 亿元，2021 年积极的财政政策要提质增效、更可持续，预计政府债券融资将保持平稳。从表外融资看，与 2 月趋势不同，未贴现银行承兑汇票减少幅度较大。3 月，表外融资减少 4129 亿元，其中信托贷款减少 1791 亿元，同比多减 1770 亿元，环比 2 月多减 855 亿元，将信托纳入全口径监管范围的效应持续；委托贷款当月减少 41 亿元，同比少减 547 亿元。随着信托监管“两压一降”的继续开展，预计后续信托贷款承压趋势不变。同时，新增未贴现银行承兑汇票新增未能维持上涨态势，同比多减 5115 亿元至 2297 亿元。

图 3：3 月直接融资有所回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：信托贷款下降趋势延续



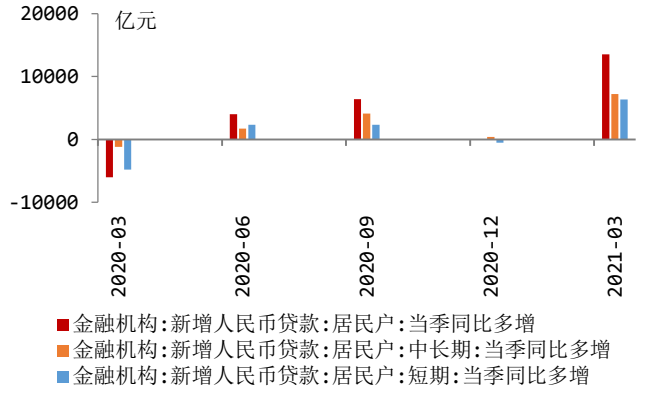
数据来源：wind、西南证券整理

3 一季度居民部门贷款需求复苏，企（事）业单位贷款结构延续年初以来特征

一季度人民币贷款增加 7.67 万亿元，同比多增 5741 亿元，虽然相较去年一季度同比多增 1.29 万亿元增幅已大幅收窄，但总体来看信贷水平依然较为宽裕，这也体现了“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度”的政策导向。分部门看，住户贷款增加 2.56 万亿元，同比多增 1.35 万亿元，其中，短期贷款增加 5829 亿元，同比多增 6338 亿元，中长期贷款增加 1.98 万亿元，同比多增 7200 亿元，这也反映出居民消费和购房能力里的进一步复苏；企（事）业单位贷款增加 5.35 万亿元，同比少增 6900 亿元，其中，短期贷款增加 1.2 万亿元，同比少增 1.1 万亿元，短期贷款同比增幅大幅下降主要原因在于，去年同期受疫情影响短期纾困资金的大量发放推高了贷款基数，在当前经济稳步复苏的状况下，贷款资金更多流向企业中长期项目，体现为一季度中长期贷款增加 4.47 万亿元，同比多增 1.43 万亿元；非银行业金融机构贷款减少 2082 亿元，同比多减 353 亿元。

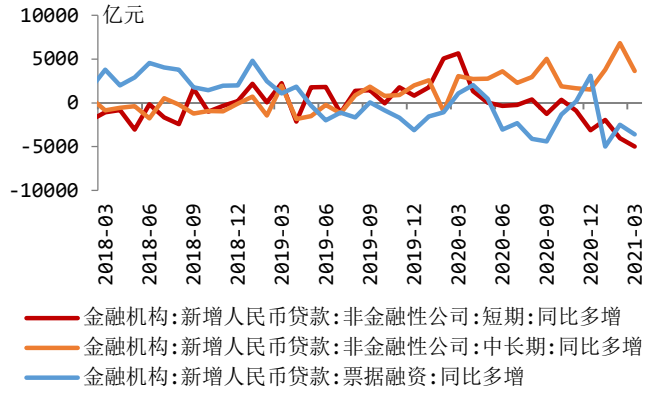
单月来看，3 月人民币贷款增加 2.73 万亿元，市场预期 2.50 万亿元，前值 1.36 万亿元同比少增 1039 亿元。分部门看，住户贷款增加 1.15 万亿元，同比多增 1614 亿元。其中，短期贷款新增 5242 亿元，同比多增 98 亿元，环比 2 月多增 7933 亿元，随着疫情稳定，居民消费恢复明显；中长期贷款增加 6239 亿元，同比多增 1501 亿元，环比 2 月多增 2126 亿元，中长期贷款同比增幅较往年偏高反映了当前居民购房热情不减。需要注意的是，3 月 26 日银保监会、住建部、人民银行三部委联合发布了《关于防止经营贷违规流入房地产的通知》，从加强信贷管理、银行内部管理、中介机构管理等方面提出了进一步的明确要求，根据这个文件，有关地方正在组织、准备进行监管核查，之后相应效果可能将显现。企（事）业单位贷款增加 1.6 万亿元，同比少增 4500 亿元。其中，中长期贷款延续较快增长势头，新增 1.33 万亿元，同比多增 3657 亿元，短期贷款增加 3748 亿元，同比少增 5004 亿元，票据融资减少 1525 亿元，同比多减 3600 亿元。企（事）业单位贷款结构延续了今年 1 月份以来的特征，企业融资需求和景气程度维持在较高水平，银行也依然更加倾向于发放长期贷款。预计信贷结构将继续优化，金融机构将加大对普惠小微企业、制造业中长期贷款的支持，2 月末普惠小微贷款、制造业中长期贷款余额同比增速分别达到 35.5%和 38.8%。

图 5：居民部门贷款需求复苏明显



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位贷款结构延续 1 月以来特征

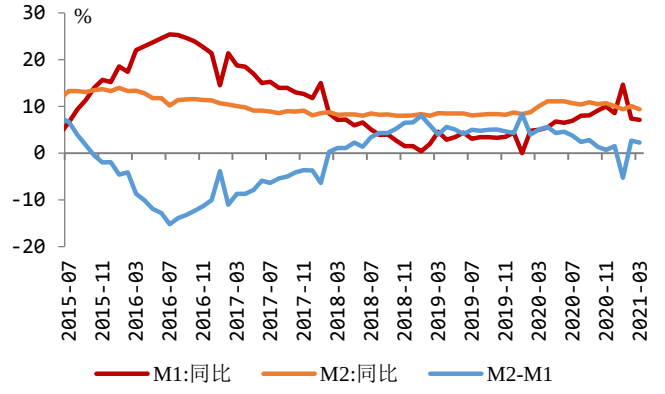


数据来源：wind、西南证券整理

4 M2 增速放缓，未来或将延续

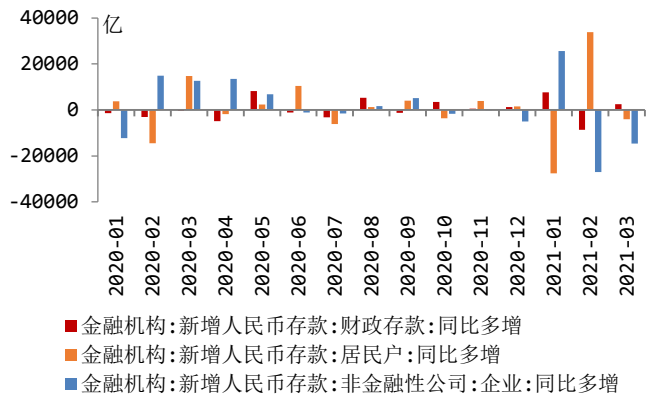
3 月末，广义货币(M2)余额 227.65 万亿元，同比增长 9.4%，市场预期 9.6%，增速比上月末和上年同期均低 0.7 个百分点。M2 增速回落不及预期主要原因在于财政资金使用再次放缓，3 月财政存款减少 4854 亿元，同比少减 2499 亿元；另一方面，在经济形势好转的情况下，居民和企业部门存款增幅下降，3 月分别同比少增 4100 亿元和 1.46 万亿元。狭义货币(M1)余额 61.61 万亿元，同比增长 7.1%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点。3 月 M1 增速已经止住 2 月份的大幅跌势，虽较二月份仍略有下滑，但 4 月份在假期经济的带动下市场活力将进一步回升，4 月 M1 增速或将开始回升。

图 7：3 月 M1 增速止住快速跌势



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：财政资金使用放缓，居民和企业存款增幅下降



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn