宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

3 月 M2、社融增速双双回落

——3 月金融数据点评

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2021 年 04 月 12 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

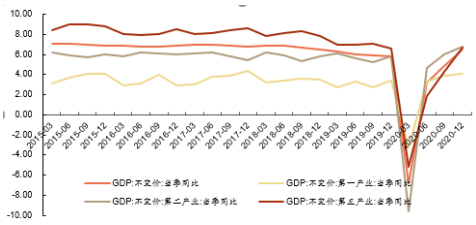
2021 年 3 月新增社融 3.34 万亿元（前值 1.71 万亿元），同比增速为 12.3%（前值 13.3%）。3 月 M1、M2 继续回落。M2 同比增长 9.4%（前值 10.1%），M1 同比增长 7.1%（前值 7.4%）。

- **社融总体增速下降的趋势已经显现，但高基数影响显著。**社融当月同比少增主要来自人民币贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券和政府债券。由于去年同期有较强的再贷款再贴现等政策支持金融机构放贷，受高基数影响，净增量层面预计较去年同期有明显回落。
- **受新增地方债额度晚下达与利率有所回升，政府债、企业债规模同比下滑。**2021 年新增地方债额度下达较晚，政府债券净融资额明显少于去年同期水平。此外，由于今年 3 月份利率水平较去年同期明显提升，企业债券净融资额同比明显减少。
- **人民币贷款高基数下有所回落，但规模仍然较高。**
- **信贷结构继续优化。**企业贷款有所下滑，但结构继续向好，中长期贷延续高增，反映实体经济信贷需求依然高景气。居民贷款仍有韧性，中长期贷多增高于短期，但随地产端宏观审慎管理加强，后续居民按揭贷款增长或有回落。
- **预计后续社融、M2 增速仍将继续回落，节奏幅度是否有所加快最近的确认时点是 4 月政治局会议。**随着经济复苏继续延续，货币政策将继续回归正常化，而稳经济与防风险两手抓的基调下，随经济支撑强劲（包括实体端对信贷需求的高韧性），政策常态化进程具备加速条件，我们在《2021 年流动性会更像历史上哪个时段？》中也进行了历史时段的对比与推演。央行在 1 季度货币政策例会中删除了“保持对经济恢复的必要支持力度”及“不急转弯”的表述，“转弯”的可能性上升，关注 4 月政治局会议。结构上，对房地产融资、地方债、影子银行等方向继续纳入 MPA 考核审慎管理，对居民端贷款拖累也将逐步显现。

投资策略：关注政策超预期收紧风险。

风险提示：货币政策过紧、信用风险等。

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

1、《2021 年流动性会更像历史上哪个时段？：——宏观策略周报》2021-04-05

2、《生产出口仍强 消费偏弱：1-2 月经济数据点评》2021-03-17

3、《音乐要停了吗：——当前宏观与市场交易的矛盾》2021-03-01

4、《社融继续回落 “弯”继续转：1 月金融数据与四季度货币政策执行报告点评》2021-02-21

5、《PPI 有望继续上扬 政策与债券市场将如何反应：——宏观策略周报》2021-01-31

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 3 月金融数据继续回落 3
1.1 社融、M2 双双回落 3
1.2 信贷结构继续优化 3

图表目录

图 1： 社融、M1、M2 增速 3
图 2： 企业中长期贷款多增明显 4

1. 3 月金融数据继续回落

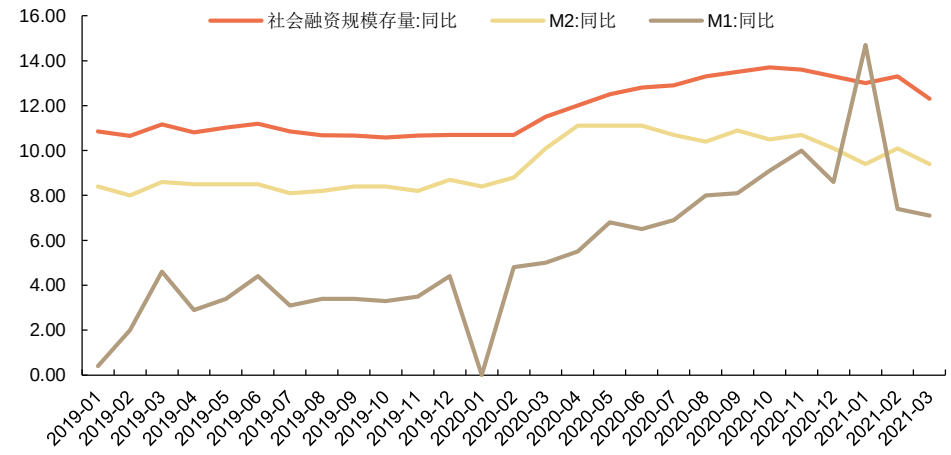
1.1 社融、M2 双双回落

2021 年 3 月新增社融 3.34 万亿元（前值 1.71 万亿元），同比少增 1.84 万亿元。社融存量规模 294.55 万亿元，同比增速 12.3%（前值 13.3%）。

- **社融总体增速下降的趋势已经显现，但高基数影响显著。**社融当月同比少增主要来自人民币贷款（少增 2885 亿元），未贴现银行承兑汇票（少增 5115 亿元），企业债券（少增 6396 亿元）和政府债券（少增 3214 亿元）。由于去年同期有较强的再贷款再贴现等政策支持金融机构放贷，受高基数影响，净增量层面预计较去年同期有明显回落。
- **受新增地方债额度晚下达与利率有所回升，政府债、企业债规模同比下滑。**2021 年新增地方债额度下达较晚，政府债券净融资额明显少于去年同期水平。此外，由于今年 3 月份利率水平较去年同期明显提升，企业债券净融资额同比明显减少。

3 月 M1、M2 继续回落。2021 年 3 月末，广义货币(M2)余额 227.65 万亿元，同比增长 9.4%（前值 10.1%）；狭义货币(M1)余额 61.61 万亿元，同比增长 7.1%（前值 7.4%）；人民币贷款余额同比增长 12.6%（前值 12.9%）。

图1：社融、M1、M2 增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **信贷高基数下有所回落，但规模仍然较高。**3 月人民币贷款增加 2.73 万亿元，同比少增 1039 亿元。虽较去年同期的 2.85 万亿明显少增，但考虑到去年 3 月因受疫情冲击，政策鼓励加大信贷投放的因素，因此和 19 年 3 月 1.69 万亿的新增贷款相比，仍然算是一个较高的规模。

1.2 信贷结构继续优化

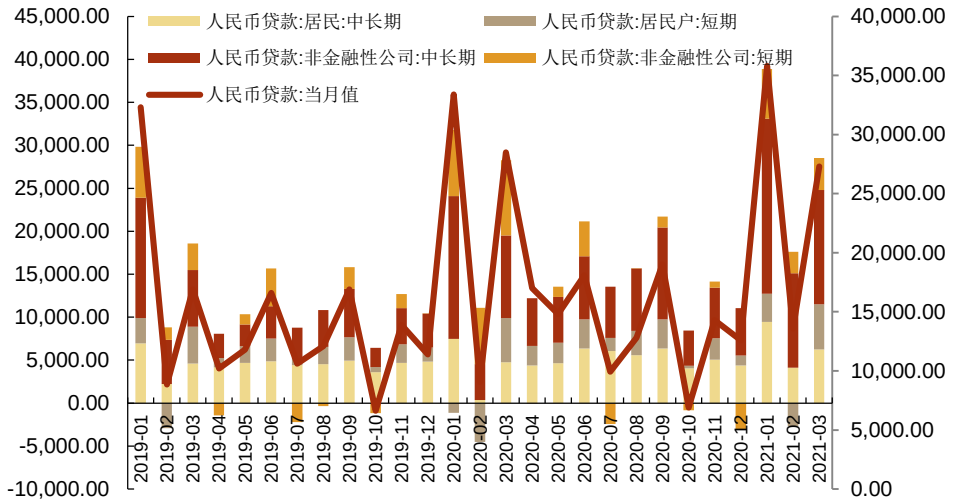
分部门看，居民贷款仍是支撑项，继续多增，但增速放缓，企业贷款有所下滑，但结构依然优化。

- **企业贷款有所下滑，但结构继续向好，中长期贷延续高增，反映实体经济信贷需**

求依然高景气。企业贷款同比少增 4500 亿元，其中，短期贷款同比少增 5004 亿元，票据融资同比少增 3600 亿元，中长期贷款多增 3657 亿元。企业端中长贷延续高增，新增企业中长期贷款占新增企业融资比重达 84.4%，短期贷款大幅少增。当前经济复苏持续推进，随着企业经营预期持续改善，实体投融资需求继续回暖，增加中长期投资的意愿较为强烈。

- **居民贷款仍有韧性，中长期贷多增高于短期。**居民贷款同比多增 1614 亿元，但增速已放缓。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。居民端短期、中长期贷款均现多增，一季度房地产市场销售强劲，受楼市行情推动，按揭贷款额度发放增长显著。但随地产端宏观审慎管理加强，3 月居民按揭贷款增长速度已有显著回落。

图2：企业中长期贷款多增明显



资料来源：Wind，申港证券研究所

预计后续社融、M2 增速仍将继续回落，节奏幅度是否有所加快最近的确认时点是 4 月政治局会议。随着经济复苏继续延续，货币政策将继续回归正常化，而稳经济与防风险两手抓的基调下，随经济支撑强劲（包括实体端对信贷需求的高韧性），政策常态化进程具备加速条件，我们在《2021 年流动性会更像历史上哪个时段？》中也进行了历史时段的对比与推演。央行在 1 季度货币政策例会中删除了“保持对经济恢复的必要支持力度”及“不急转弯”的表述，“转弯”的可能性上升，关注 4 月政治局会议。结构上，对房地产融资、地方债、影子银行等方向继续纳入 MPA 考核审慎管理，对居民端贷款拖累也将逐步显现。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上