



2021年4月13日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179



社融增速回落的表象与结构向好的内在

——3月金融数据点评

内容提要

中国3月新增人民币贷款27300亿元,市场预期25000亿元,前值13600亿元;社会融资规模33400亿元,市场预期36000亿元,前值17129亿元;M2同比9.4%,市场预期9.6%,前值10.1%;M1同比7.1%,前值7.4%。

整体来看,基数效应下3月社融增速回落符合市场预期,社会融资规模增长整体保持平稳,仍好于往年季节性表现,金融对实体融资支持并不弱。企业中长贷放量拉动表内信贷超预期,信贷结构依然向好,制造业资本开支较强,实体融资需求仍然强劲。非标融资收缩加快和政府债券年初发行节奏偏慢是主要拖累,信用债一级发行逐步恢复。

与去年融资供给推动的信用扩张不同,今年的信用端主要由融资需求驱动,当前金融条件整体处于平衡状态,融资供给基本满足需求。在央行今年“稳杠杆”的政策目标下,信用正常化依然是今年的宏观主线,政策转向“结构性紧/宽信用+稳货币”,高基数效应下后续社融增速将继续下降,趋势前高后低,但全年社融同比增速仍将略高于11.5%。

1. 基数效应下社融增速回落符合市场预期,社会融资规模增长整体保持平稳,金融对实体融资支持并不弱。表内信贷依然是社融增量的主要贡献,而非标融资收缩加快和政府债券年初发行节奏偏慢是主要拖累。

2. 企业中长贷放量拉动表内信贷超预期,信贷结构依然向好,制造业资本开支较强,实体融资需求仍然强劲,银行在信贷额度受控下继续向中长期信贷倾斜。居民房贷依然偏暖,后期或面临一定下行压力。

3. 基数效应叠加存款派生有所放缓,企业流动性减弱。由于去年3月疫情下再贷款再贴现、定向降准等政策的支持,货币投放量较大带来的高基数效应也拖累M2增速,M1环比增速并不弱。

风险提示

全球通胀预期加速回升,流动性收紧超预期,信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

央行公布 2021 年 3 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 27300 亿元，市场预期 25000 亿元，前值 13600 亿元。
- (2) 社会融资规模 33400 亿元，市场预期 36000 亿元，前值 17129 亿元。
- (3) M2 同比 9.4%，市场预期 9.6%，前值 10.1%；M1 同比 7.1%，前值 7.4%。

核心观点：

整体来看，基数效应下 3 月社融增速回落符合市场预期，社会融资规模增长整体保持平稳，仍好于往年季节性表现，金融对实体融资支持并不弱。企业中长贷放量拉动表内信贷超预期，信贷结构依然向好，制造业资本开支较强，实体融资需求仍然强劲。非标融资收缩加快和政府债券年初发行节奏偏慢是主要拖累，信用债一级发行逐步恢复。

与去年融资供给推动的信用扩张不同，今年的信用端主要由融资需求驱动，当前金融条件整体处于平衡状态，融资供给基本满足需求。在央行今年“稳杠杆”的政策目标下，信用正常化依然是今年的宏观主线，政策转向“结构性紧/宽信用+稳货币”，高基数效应下后续社融增速将继续下降，趋势前高后低，但全年社融同比增速仍将略高于 11.5%。

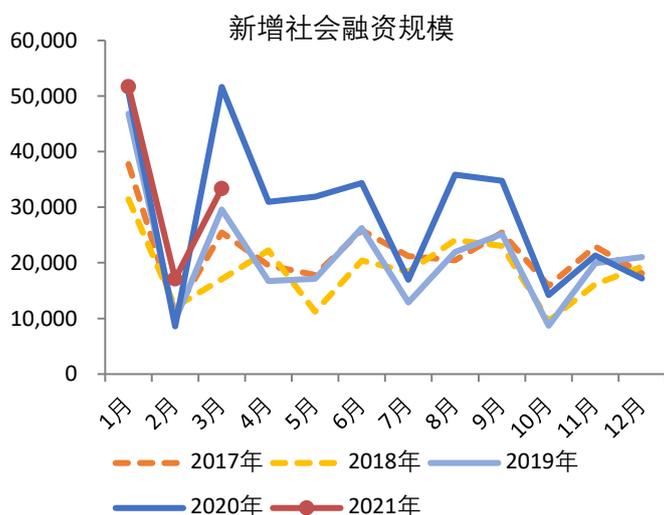
一、高基数效应下社融增速放缓，信用扩张整体平稳

基数效应下社融增速回落符合市场预期，社会融资规模增长整体保持平稳，金融对实体融资支持并不弱。3 月社融同比增速 12.3%，较 2 月回落 1 个百分点，社融增速受到去年疫情下基数较高的拖累，去年财政货币的双宽推升了天量社融。3

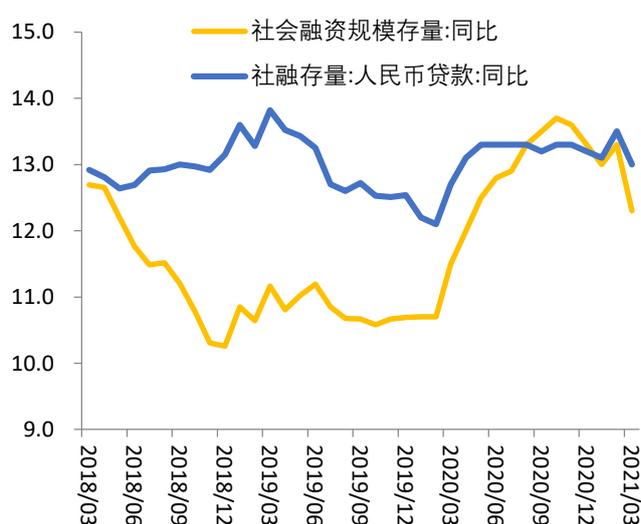
月社融规模 33400 亿元，同比少增 18400 亿，但当月增量仍超往年季节性表现，较 2019 年同期多增约 4000 亿，一季度社融增量再超 10 万亿，是季度增量的次高水平，显示金融对实体融资支持并不弱。

表内信贷依然是社融增量的主要贡献，非标融资收缩加快和政府债券年初发行节奏偏慢是主要拖累。3 月新增信贷 27300 亿元，较 2019 年同期多增约 1 万亿，而非标融资收缩加快和政府债券年初发行节奏偏慢是主要拖累。3 月非标融资-4129 亿元，同比多减 6338 亿元，信托贷款和表外未贴现银行承兑汇票收缩明显，融资类信托压降目标叠加资管新规过渡期年底到期，今年非标下降压力仍然较大。

信用债一级发行逐步恢复，去年 11 月中永煤事件冲击后信用债融资一度陷入低迷，去年年底信用债一级市场一度处于半冻结状态，而 3 月企业债融资增量 3535 亿元，尽管较去年同期低利率水平下明显少增，但较 19 年水平相当，显示信用债一级发行已逐步恢复。

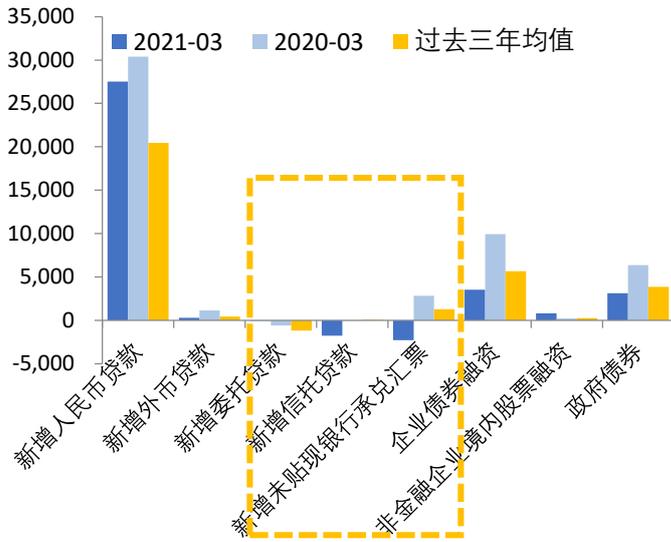
图 1：当月新增社融仍超往年季节性（亿元）


资料来源：Wind，优财研究院

图 2：高基数效应下社融存量同比回落加快（%）


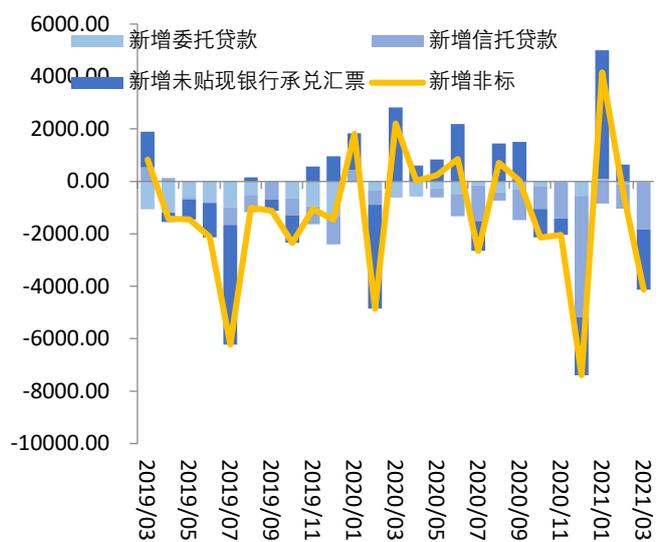
资料来源：Wind，优财研究院

图 3: 非标融资收缩加快 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 未贴现银行承兑汇票和信托融资负增长(亿)



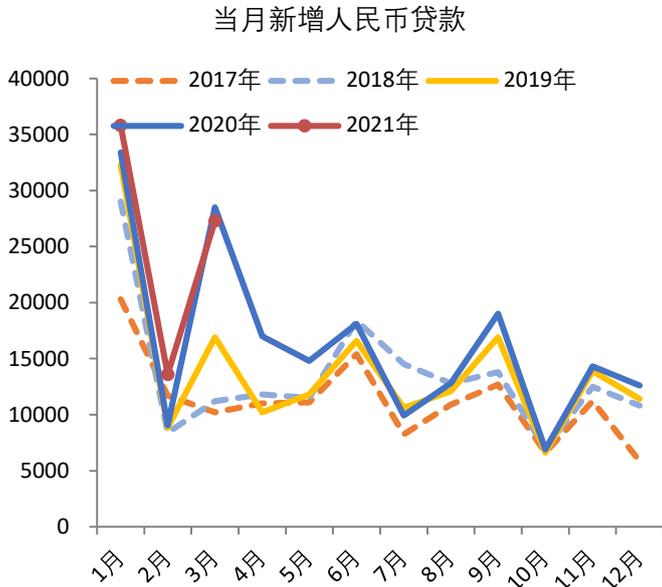
资料来源: Wind, 优财研究院

二、企业中长贷放量，信贷结构依然向好

企业中长贷放量拉动表内信贷超预期，信贷结构依然向好，实体融资需求仍然强劲。其中中长期贷款依然是拉动信贷超预期的主因，3月非金融企业中长期贷款新增13300亿元，较去年同期高基数下继续多增3657亿元，且中长期贷款占比较去年同期有明显抬升，信贷结构依然向好，反应制造业资本开支较强，实体融资需求仍然强劲。企业短贷增量基本保持季节性水平，同比少增5000亿，和票据融资负增长一同体现银行在信贷额度受控下向中长期信贷倾斜。

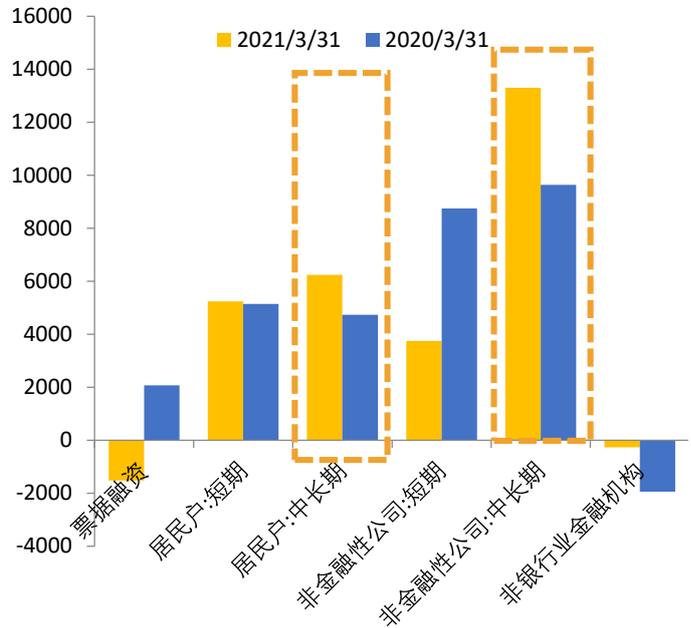
居民房贷依然偏暖，后期或面临一定下行压力。3月居民中长期贷款新增6239亿元，同比多增1501亿元，创同期新高，楼市销售依然火热。3月以来房地产监管持续趋严，严查贷款违规进入楼市，居民中长贷后期或面临一定下行压力。

图 5: 表内信贷增长超预期 (亿元)



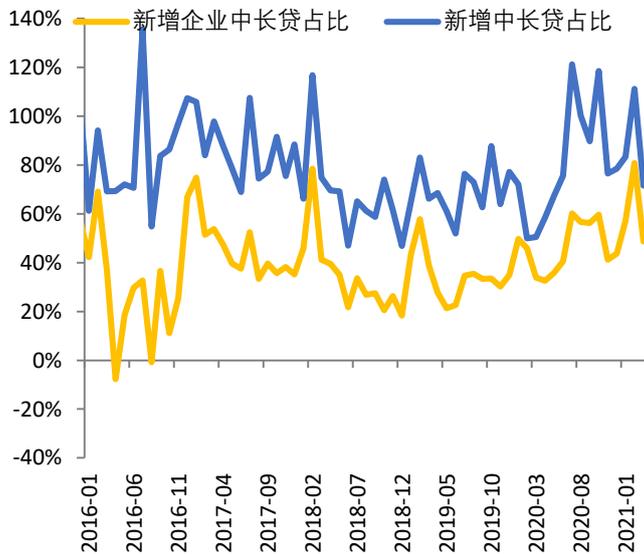
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 企业中长贷放量拉动表内信贷 (亿元)



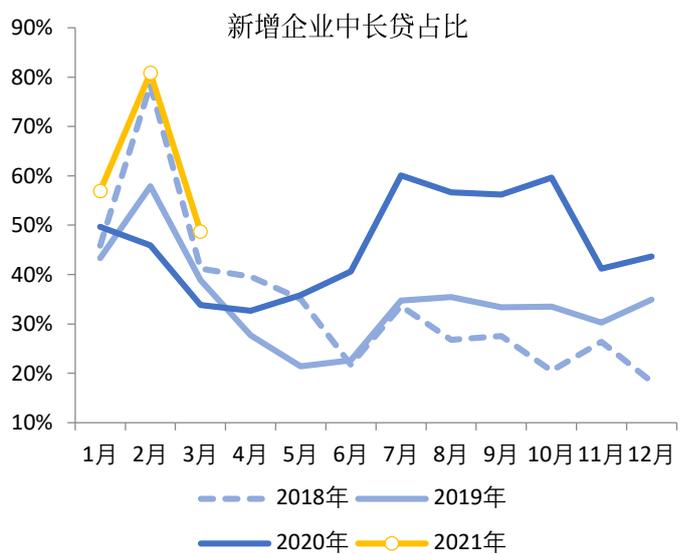
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 银行信贷向中长期倾斜 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 企业中长贷占比同比明显抬升 (%)



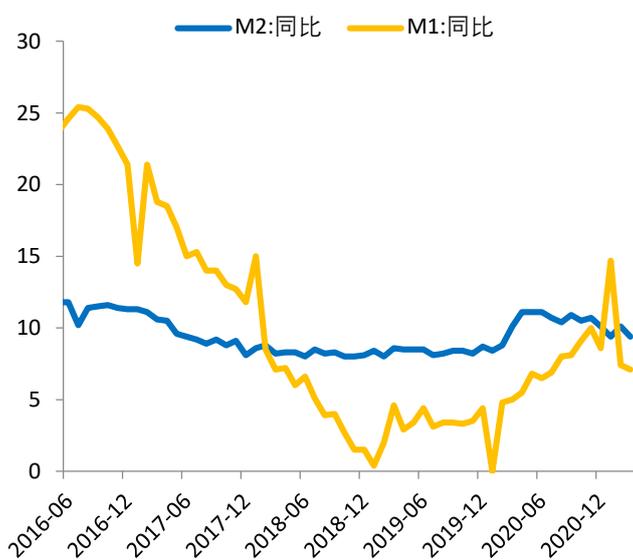
资料来源: Wind, 优财研究院

三、基数效应叠加存款派生放缓，企业流动性有所减弱

基数效应叠加存款派生有所放缓，企业流动性减弱。M2 同比 9.4%，M1 同比 7.1%，分别较上月回落 0.7 和 0.3 个百分点，M1-M2 负的剪刀差小幅收窄。由于去年 3 月疫情下再贷款再贴现、定向降准等政策的支持，货币投放量较大带来的高基数效应也拖累 M2 增速，M1 环比增速并不弱。

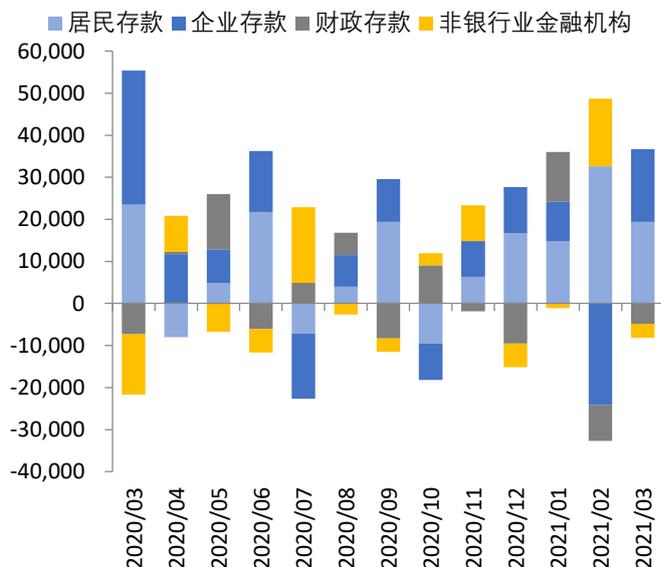
流动性投放收敛下企业存款新增规模小于去年，财政投放力度整体不弱。3 月企业存款多增约 1.73 万亿，同比少增 1.46 万亿，居民存款增加 1.94 万亿，同比少增 4100 亿，居民存款新增规模不弱。3 月财政存款-4854 亿元，同比少减 2499 亿元，财政存款收缩规模基本与往年持平，财政投放力度整体不弱。

图 9：企业流动性有所减弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：当月新增存款（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

四、 风险提示：

全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾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接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。