

2021 年 04 月 05 日

社融重回 13% 以下，PPI 快速上行——3 月经济金融数据展望

■金融数据方面，3 月新增社融规模预计降至 4 万亿附近，社融存量增速预计回落至 12.65% 附近。3 月 M2 同比或降至 9.6-9.7% 附近。表内方面，3 月预计新增信贷规模（社融口径）在 3.2-3.3 万亿附近，较上年同期小幅增长。表外方面，信托贷款规模或继续下滑，未贴现的银行承兑汇票大概率好于历史同期。新增 M2 方面，近几个月财政存款变动较大，3 月财政存款继续投放，预计将使得新增 M2 继续略高于新增社融。

■通胀方面，CPI 同比升至约 0.4%，PPI 升至 3.7% 附近。3 月 CPI 测算过程中，我们综合考虑了食品及油价等变动较大的分项，以及春节后 CPI 环比季节性回落等因素，在低基数影响下，3 月 CPI 同比预计升至 0.4% 附近。PPI 近月预测中，我们使用生产资料价格指数环比、油价环比和生产资料价格指数环比（滞后 1 期）对 PPI 环比做回归，得到 3 月 PPI 环比在 0.94% 附近，同比继续上行。

■经济数据方面，需求方面，汽车销售边际走弱，服务业修复，出口、地产销售和挖机销量较强。生产方面，3 月 6 大电厂耗煤量增速仍处于历史较高水平。工业企业开工率也处于较高水平，其中中游开工率最高，下游开工率较 2 月回升。水泥、玻璃价格以及粗钢产量等指标均处于历史同期较高水平，生产景气度仍然处于较高水平。

■预测模型显示，剔除基数影响后，3 月工业增加值预计较 1-2 月回升。3 月在开工率和 CCFI 同比回升、商品房销售维持较高水平，螺纹钢库存同比下行，以及社融存量增速的下行或仍未传导至经济影响下，工业增加值同比预测值较 1-2 月回升，3 月经济景气度仍然处于高位。

■风险提示：信用风险冲击超预期等。

固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003
chigs@essence.com.cn

黄海澜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521020001
huanghl@essence.com.cn

相关报告

如何看待 3 月 PMI 超预期与数据修复的持续性？ 2021-04-02

主流房企产业园项目知多少？ 2021-03-30

3 月超储率升至 1.7% 附近，4 月关注缴税和政府债发行 2021-03-28

收益率还有多少下行空间？如何看待近期同业存单利率的下行？ 2021-03-26

内容目录

1. 3月金融数据展望：社融和 M2 增速预计下行	3
2. 3月通胀数据展望：CPI 同比升至约 0.4%，PPI 或升至 3.7%附近	3
3. 3月经济数据展望：需求指标涨跌互现，生产景气度继续走高	4
3.1 需求：汽车销售边际走弱，出口、地产销售和挖机销量仍然较强	4
3.2 生产：电厂耗煤、粗钢生产、开工率等均维持高位，生产景气度仍然较高	6

图表目录

图 1：2021 年 3 月通胀展望 (%)	4
图 2：乘用车厂家零售当月增速（两年平均）较前值走弱 (%)	4
图 3：PMI 服务业新订单升至历史高位	4
图 4：液压挖掘机销量持续高于历史同期（台）	5
图 5：历史上液压挖掘机销量增速与 PMI 新订单走势一致 (%)	5
图 6：出口受到市场份额提升和全球贸易回暖影响 (%)	5
图 7：CCFI 指数两年平均增速维持高位 (%)	5
图 8：30 大中城市商品房销售面积（两年平均）增速仍处高位 (%)	6
图 9：6 大电厂耗煤量同比仍处高位 (%)	6
图 10：日均粗钢产量同比处于较高水平 (%)	6
图 11：玻璃价格指数强于历史同期	7
图 12：水泥价格指数强于历史同期	7
图 13：上游行业开工率基本维持 2 月水平，中游开工率最高，3 月下游开工率回升 (%)	7
图 14：螺纹钢社会库存处于历史高位，3 月下行速度基本与历史同期接近（万吨）	7
图 15：工业增加值预测值较 1-2 月水平进一步回升 (%)	8

未找到图形项目表。

1.3 月金融数据展望：社融和 M2 增速预计下行

3 月社融存量增速预计回落至 12.65% 附近，新增社融规模预计在 4 万亿附近，低于上年同期的 5.18 万亿。表内方面，3 月预计新增信贷规模（社融口径）在 3.2-3.3 万亿附近，较上年同期小幅增长。3 月票据利率中枢较 2 月有所下行，反映信贷额度紧张情况或有边际缓和，因此新增信贷同比增速料回归至 2020 年 8 月以来水平附近。

表外方面，信托贷款规模或继续下滑，未贴现的银行承兑汇票大概率好于历史同期。根据用益信托网数据，截至 29 日，2021 年 3 月共有 1643 款信托产品成立，募集规模 1974.25 亿元，结合信托业协会到期数据，我们预计 3 月信托净融资下滑规模在 1400 亿附近。考虑到实体融资需求仍然较强，未贴现的银行承兑汇票净融资预计好于历史同期。直接融资方面，根据万得数据，非金融企业债券净融资规模在 3000 亿附近，政府债券净融资在 3113 亿附近。

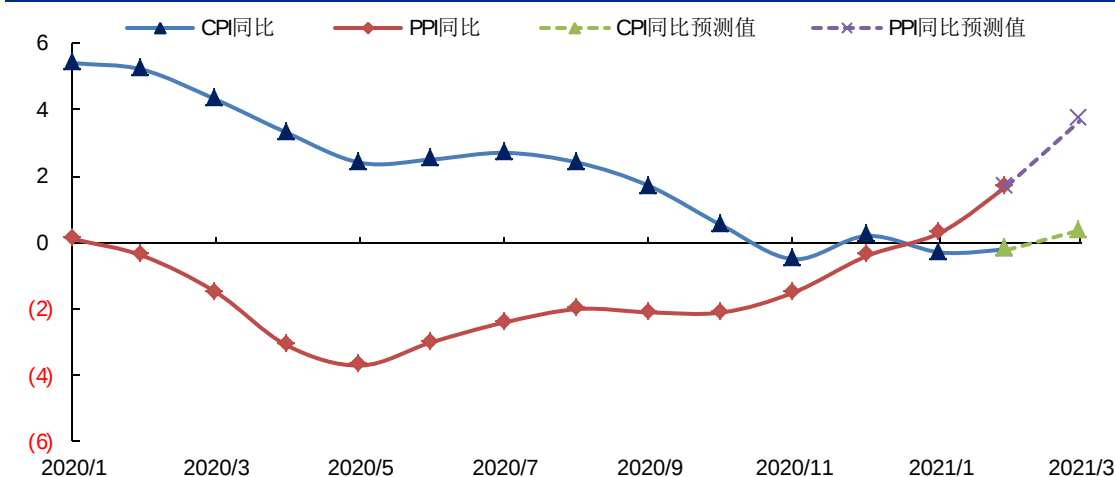
3 月 M2 同比或降至 9.6-9.7% 附近。近几个月财政存款规模变动较大，对新增社融和 M2 之间差值影响较大。2 月财政存款下降 8479 亿元，财政存款投放使得当月新增 M2 较新增社融高出 5854 亿元。3 月财政存款继续投放，预计将使得新增 M2 继续略高于新增社融，3 月新增 M2 规模或将在 4.4 万亿附近，M2 同比降至 9.6-9.7% 附近。

2.3 月通胀数据展望：CPI 同比升至约 0.4%，PPI 或升至 3.7% 附近

3 月 CPI 测算过程中，我们综合考虑了食品及油价等变动较大的分项，以及春节后 CPI 环比季节性回落等因素，在低基数影响下，3 月 CPI 同比预计升至 0.4% 附近。今年 3 月猪肉价格和蔬菜价格环比均在走低，且降幅低于历史季节性；鲜果价格、房租和油价环比上升，其中鲜果和油价环比高于历史季节性。2 月“就地过年”使得春节对 CPI 环比的拉动略低于历史季节性，因此 3 月 CPI 环比中春节后价格回落的因素预计影响较低。

受到生产资料价格指数以及油价环比上行影响，3 月 PPI 同比或将进一步回升至 3.7% 附近。PPI 近月预测中，我们使用生产资料价格指数环比、油价环比和生产资料价格指数环比（滞后 1 期）对 PPI 环比做回归，2016 年 8 月-2021 年 2 月回归模型调整 R² 达到 95.7%，预测效果较好。3 月生产资料价格指数环比上涨 3.28%，2 月后 20 天与 3 月前 10 天油价均值较前一个周期环比上涨 14.27%，由此回归得到的 3 月 PPI 环比在 0.94% 附近，同比继续上行。

图 1: 2021 年 3 月通胀展望 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

3.3 月经济数据展望：需求指标涨跌互现，生产景气度继续走高

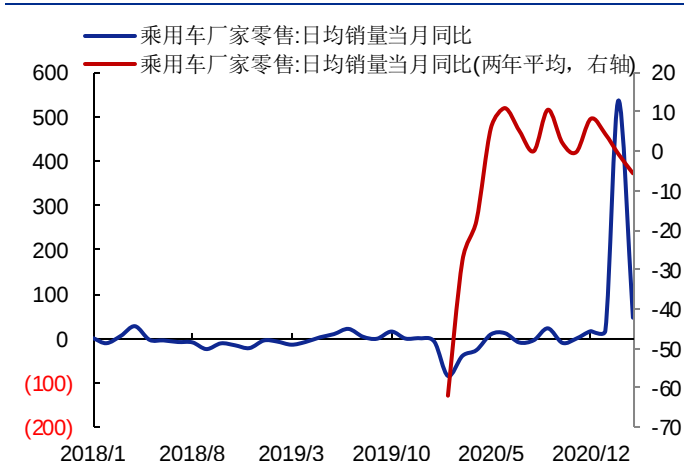
3.1 需求：汽车销售边际走弱，出口、地产销售和挖机销量仍然较强

2021 年经济数据受到基数效应影响较大，因此，我们对于需求和生产主要分项中，2020 年基数下降较多的分项，计算了 2020 和 2021 年两年平均的增速，并与前值作对比。

需求方面，汽车销售（两年平均）增速较前值走弱；服务业 PMI 活动预期显著回升，反映服务消费有所恢复。3 月 CCFI（两年平均）增速、30 大中城市地产销售面积（两年平均）增速和挖掘机销量（两年平均）增速均维持高位。

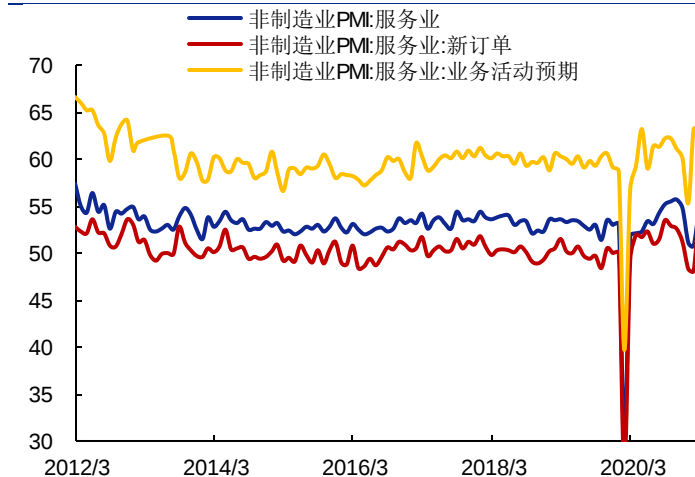
消费方面，汽车销售进一步走弱，乘用车厂家零售当月增速（两年平均）自 2 月的 -0.71% 降至 -5.58%，下降 4.9 个百分点。PMI 服务业指数显著回升，PMI 服务业新订单升至历史高位，服务业业务活动预期持续处于历史高位，反映服务消费正在快速恢复。

图 2: 乘用车厂家零售当月增速（两年平均）较前值走弱 (%)



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

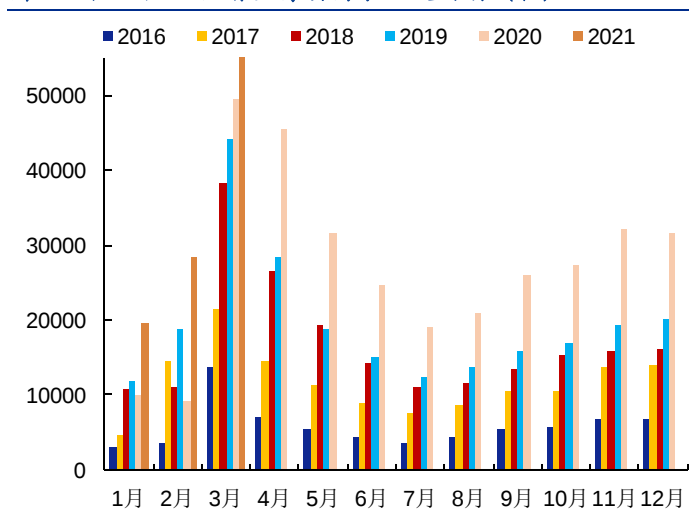
图 3: PMI 服务业新订单升至历史高位



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

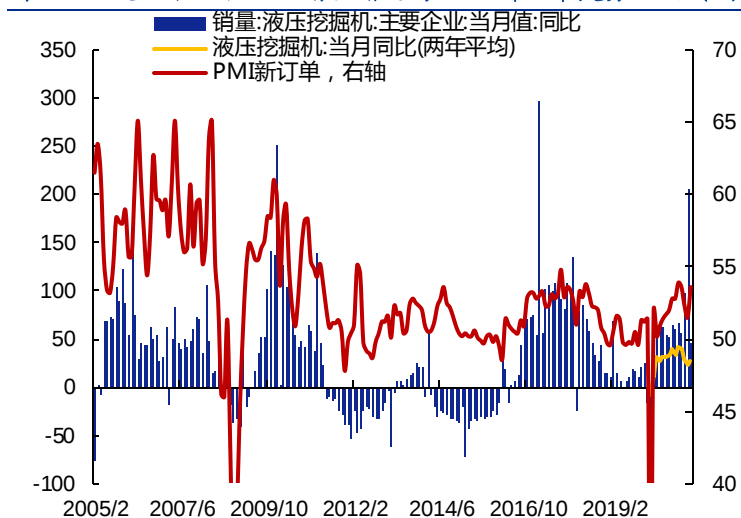
企业需求方面，3 月液压挖掘机销量创下历史新高，中国工程机械工业协会（CME）预估 2021 年 3 月挖掘机（含出口）销量 72000 台左右，同比增速 45.73% 左右。挖掘机销量两年平均增速也自 2 月的 22.88% 升至 27.64%，上升 4.76 个百分点。历史上液压挖掘机销量增速与 PMI 新订单走势较为一致。

图 4：液压挖掘机销量持续高于历史同期（台）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

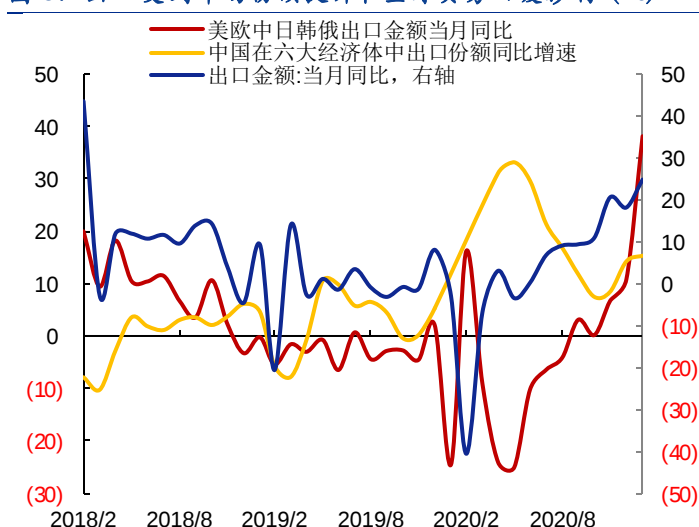
图 5：历史上液压挖掘机销量增速与 PMI 新订单走势一致（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

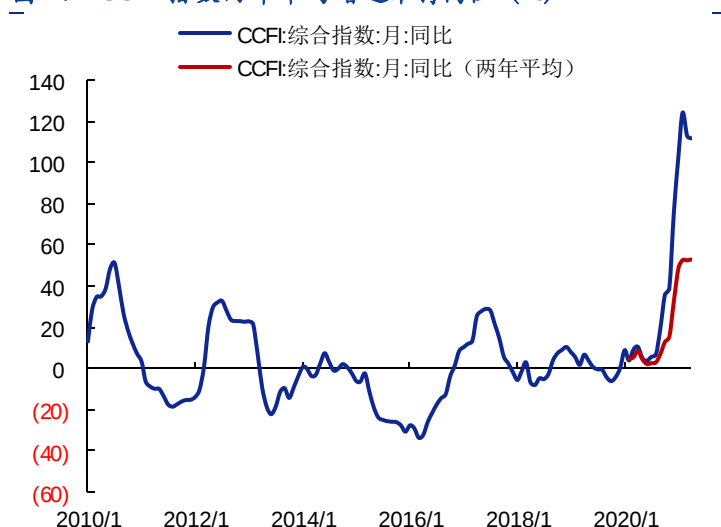
出口方面，外需仍然向好。3月 PMI 新出口订单回升，CCFI 指数当月同比（两年平均）维持在 52.5%，与 2 月的 52.6% 接近。3 月主要发达国家 PMI 均在回升，美国、德国和日本 PMI 较 2 月分别回升了 3.9、5.9 和 1.3 个百分点，全球贸易仍在回升过程中。

图 6：出口受到市场份额提升和全球贸易回暖影响（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

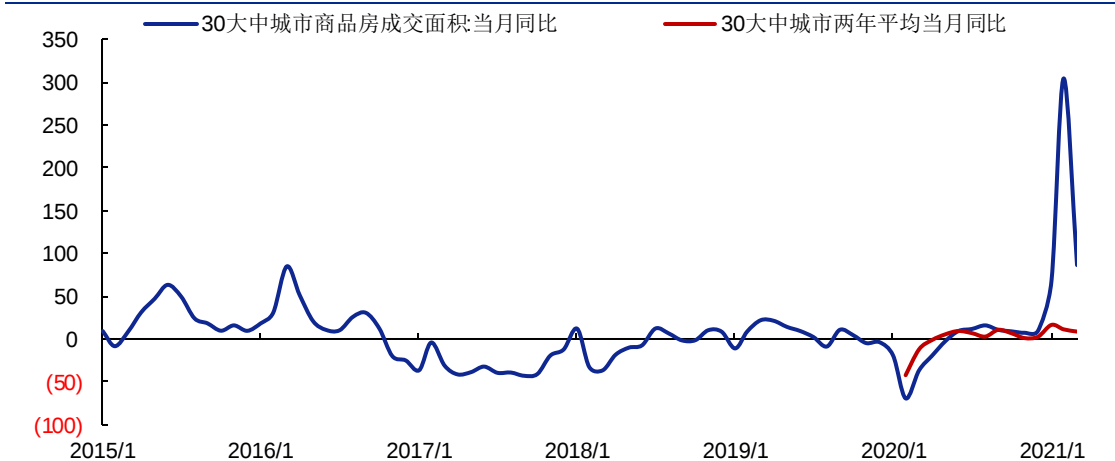
图 7：CCFI 指数两年平均增速维持高位（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

商品房销售方面，3月 30 大中城市商品房销售面积当月同比（两年平均）降至 8.7%，较前值下滑 2.6 个百分点，但仍然处于较高水平，在地产调控政策密集出台的情况下，地产销售韧性仍然较强。其中，二线城市商品房销售面积增速（两年平均）较 2 月回升，一线和三线城市下降。

图 8：30 大中城市商品房销售面积（两年平均）增速仍处高位（%）

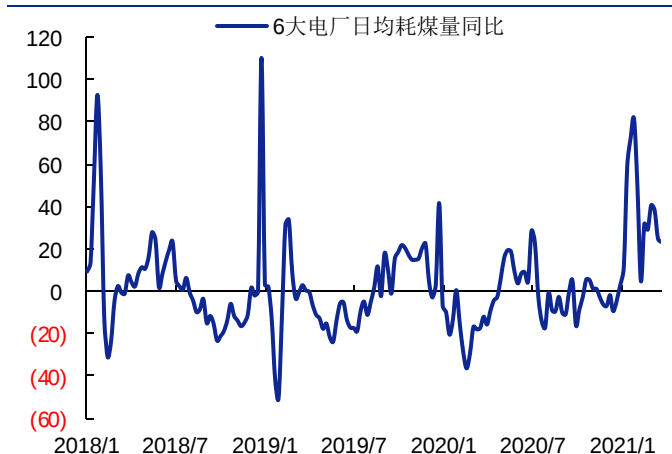


资料来源：Wind、安信证券研究中心

3.2 生产：电厂耗煤、粗钢生产、开工率等均维持高位，生产景气度仍然较高

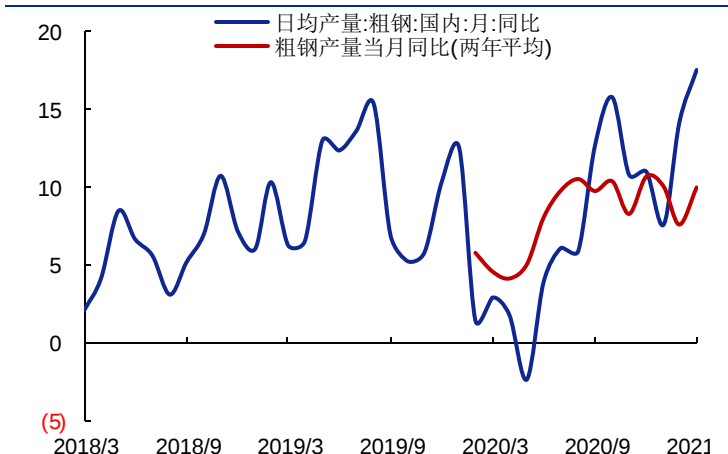
生产指标方面，3 月 6 大电厂耗煤量增速仍处于历史较高水平。工业企业开工率也处于较高水平，其中中游开工率最高，下游开工率较 2 月回升。水泥、玻璃价格以及粗钢产量等指标均处于历史同期较高水平，生产景气度仍然较高。

图 9：6 大电厂耗煤量同比仍处高位（%）



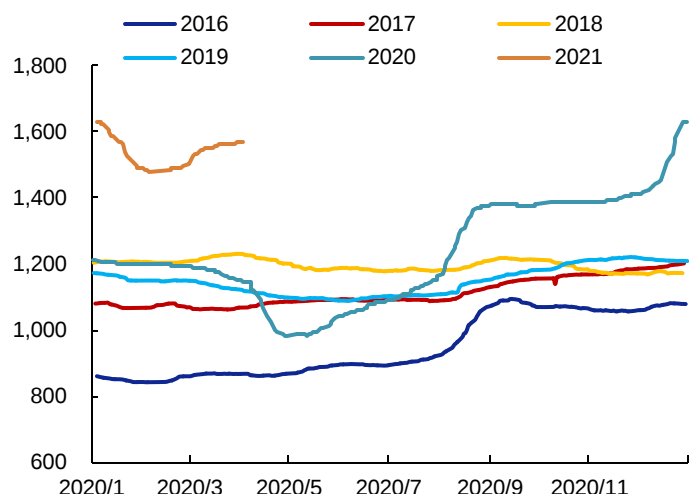
资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 10：日均粗钢产量同比处于较高水平（%）



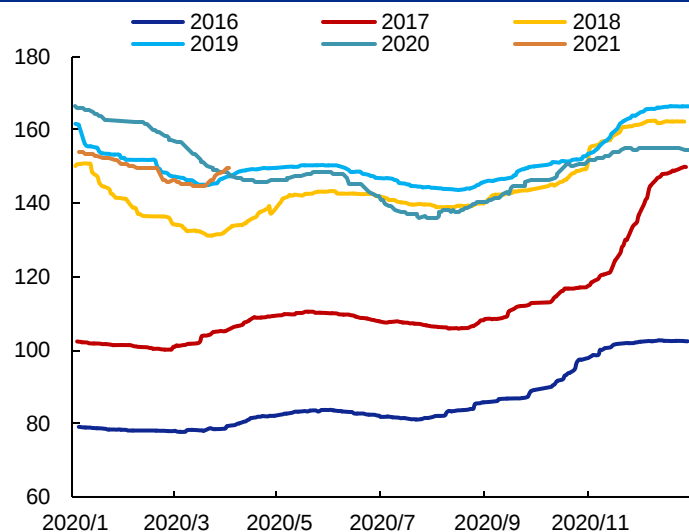
资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 11: 玻璃价格指数强于历史同期



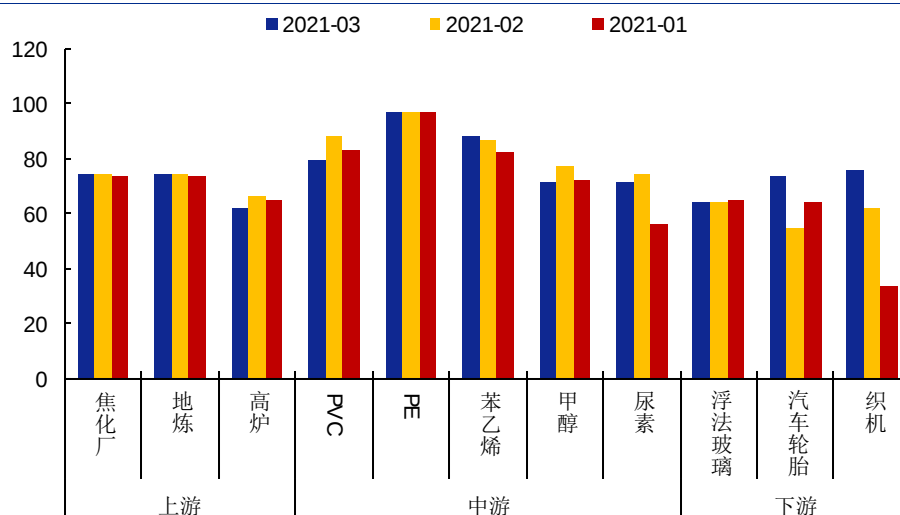
资料来源: WIND, 安信证券研究中心

图 12: 水泥价格指数强于历史同期



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

图 13: 上游行业开工率基本维持 2 月水平, 中游开工率最高, 3 月下游开工率回升 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 螺纹钢社会库存处于历史高位, 3 月下行速度基本与历史同期接近 (万吨)

2016 2017 2018 2019 2020 2021

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18562

