

金融策略报告

社融增速回落，信贷结构亮眼

——3月金融数据点评

方正经营
服务为本
创新发展

- 研究员：万亮
- 期货从业证书号：
F3048197
- 投资咨询证书号：
Z0012289
- 邮箱：wl@swfutures.com

一、表外融资和债券发行拖累，社融增量回落

2021年4月12日，央行发布了我国3月金融数据。初步统计，2021年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。3月份，社会融资规模增量为3.34万亿元，比上年同期少1.84万亿元。3月末社会融资规模存量为294.55万亿元，同比增长12.3%，增速环比回落1.0个百分点。

在除信贷之外的社融分项中，委托贷款减少50亿元，同比少减920亿元；信托贷款减少3569亿元，同比多减3439亿元；未贴现的银行承兑汇票增加3245亿元，同比多增2985亿元；企业债券净融资8614亿元，同比少9178亿元；政府债券净融资6584亿元，同比少9197亿元；非金融企业境内股票融资2467亿元，同比多1212亿元。

与2020年比，非标融资中的信托贷款、未贴现银行承兑汇票大幅回落，成为拖累社融增量的重要因素。这也体现了资管新规压降表外融资的政策目的。而企业债券和政府债券也大幅回落，分别同比下降6400亿和3200亿，这与去年疫情期间，宽财政下国债、专项债与特别国债大量发行有关。股票发行增加约600亿，体现了股票市场良好的融资功能。

因此，受表外融资和企业、政府债券发行拖累，3月社融增量不及预期，再次证实了信用宽松见顶。但我们也应该看到，3月社融存量增速放缓，与去年同期的高基数有关。预计社融存量增速，将延续回落趋势，重点在于回落的斜率。

地址：上海市浦东新区源深路1088号1603室
重庆市江北区东升门路61号金融城2号
T2栋29-2、29-3

电话：021-61101856、023-67070250

邮箱：research@swfutures.com

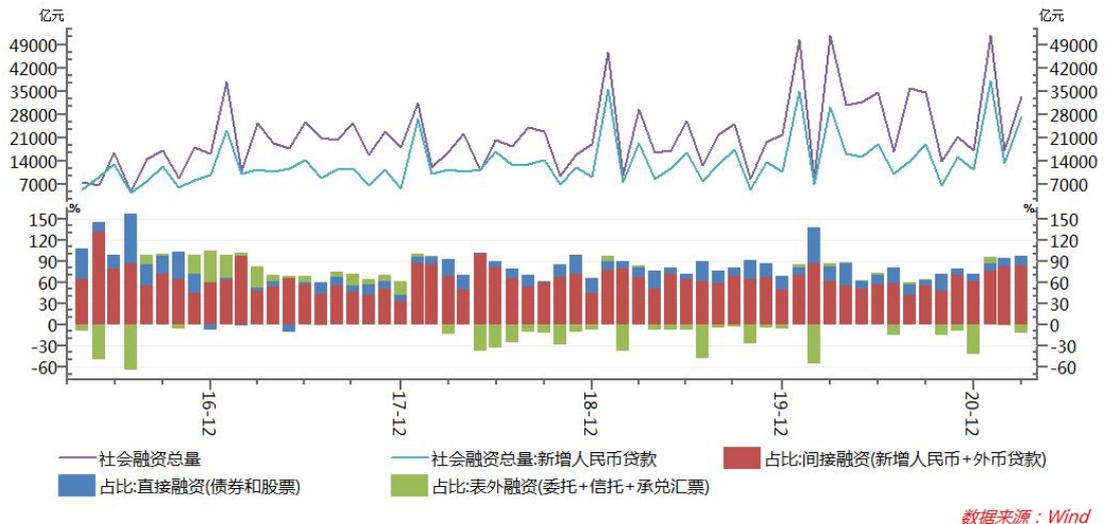


图 1: 社融增量结构

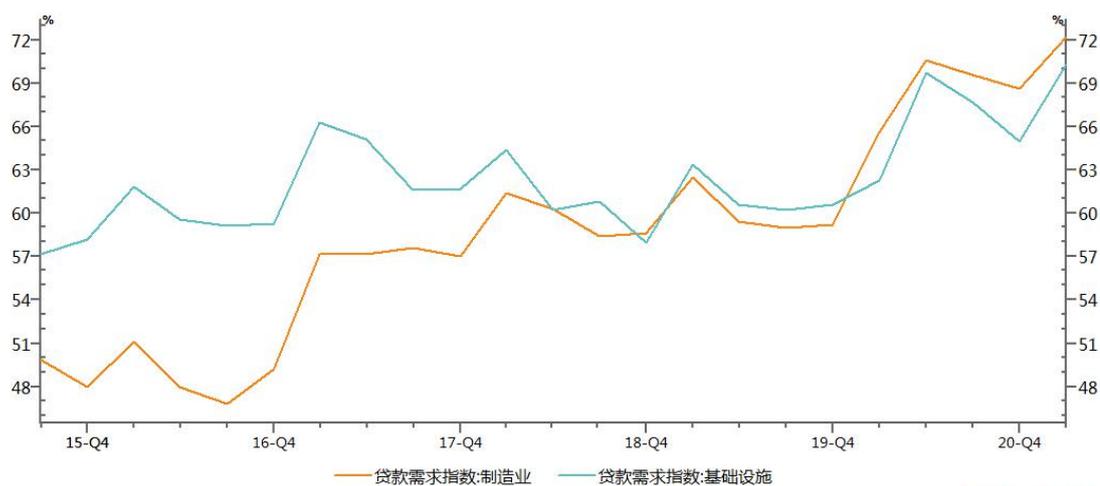
二、人民币贷款增速放缓，但结构仍亮眼

信贷方面，一季度人民币贷款增加 7.67 万亿元，同比多增 5741 亿元。3 月份，人民币贷款增加 2.75 万亿元，同比少增 1039 亿元。3 月末人民币贷款余额 180.41 万亿元，同比增长 12.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.1 个百分点。人民币贷款余额增速放缓，与 2020 年 3 月新增人民币贷款 3.04 万亿，造成基数太高有关。但是，我们仍然，总量上的减少，掩盖了信贷结构上的亮点。

从居民信贷结构来看，3 月居民贷款增加 1.15 万亿，其中短期贷款增加 0.52 万亿，中长期贷款增加 0.62 万亿。短期贷款基本上与去年同期持平，而中长期贷款多增约 1500 亿。这与去年同期受疫情影响，房地产销售放缓有关，但也表明，居民购房意愿仍强，房地产销售增速仍有保证。

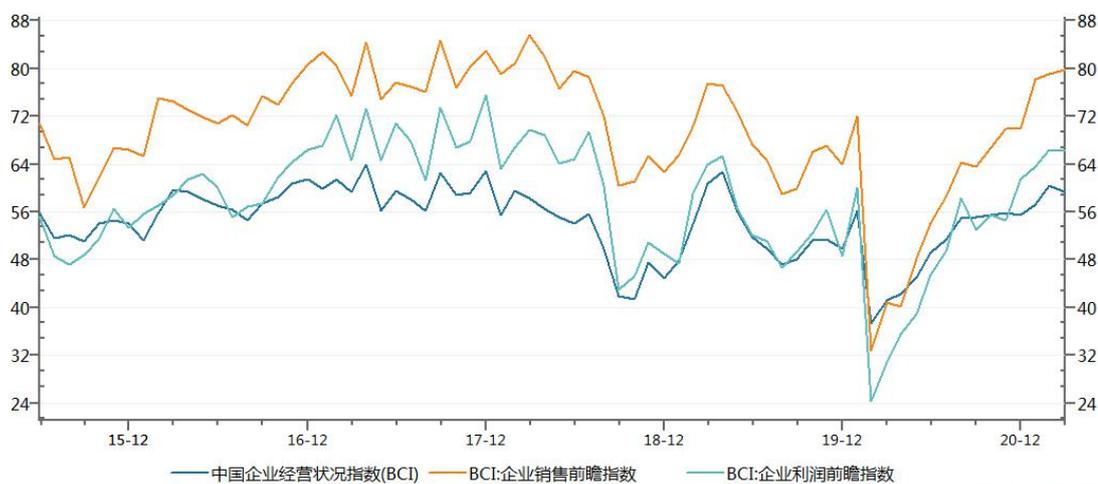
3 月企（事）业单位贷款则增加 1.3 万亿元，其中，短期贷款增加 0.37 亿元；中长期贷款增加 1.33 万亿元，票据融资减少 0.15 万亿元。尽管企业新增贷款总量不及去年同期，但从结构却趋于优化。企业中长期贷款占比超 70%，而去年同期中长期贷款仅增加 0.96 万亿，占比不到 50%。这表明，尽管总的增量减少，但一季度企业中长期贷款高增，远超市场预期，当前实体企业的融资需求非常旺盛，对经济前景预期乐观。例如，央行公布的 2021 年一季度贷款需求指数 77.5，制造业及基建贷款需求均创多年新高。3 月官方 PMI 显示，制造业生产经营活动

预期、非制造业业务活动预期均维持高位。3月BCI指数也显示，企业经营状况指数、企业销售前瞻指数、企业利润前瞻指数、企业投资前瞻指数均进一步改善，但企业融资环境指数环比回落。几大数据互相印证，均证明结构数据亮眼，企业融资需求旺盛，工业经济景气度有望持续改善，支持宏观经济进一步复苏。



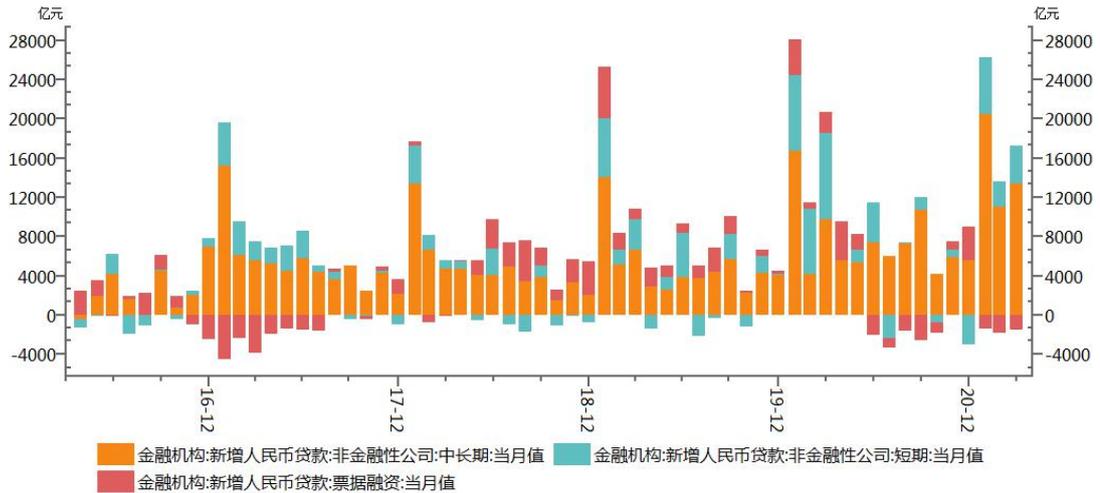
数据来源: Wind

图 2: 实体企业贷款需求高位



数据来源: Wind

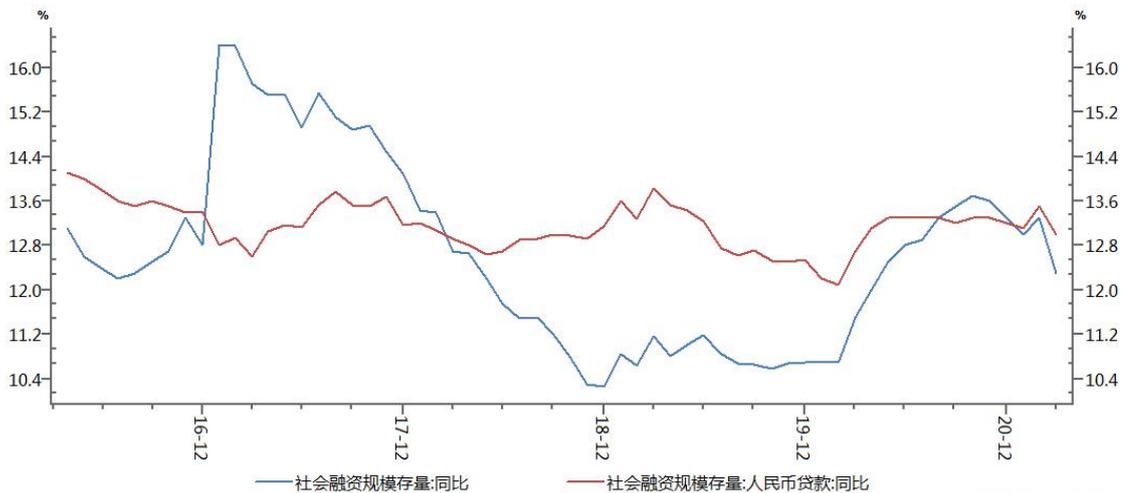
图 3: BCI 指数显示企业预期乐观



数据来源：Wind

图 4：企业部门信贷结构

因此，尽管 3 月新增人民币贷款低于去年同期，人民币贷款余额增速进一步放缓至 13.0%，但信贷结构进一步优化，企业中长期贷款占比进一步提高。表明实体企业融资需求仍旺盛。尽管总量增速大概率进一步放缓，但企业预期及投资意愿仍将支持实体经济，无需过早担心经济复苏拐点。



数据来源：Wind

图 5：社会存量与人民币贷款增速

三、M2 增长 9.4%，M1 增长 7.1%

3 月末，广义货币(M2)余额 227.65 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末和上年同期均低 0.7 个百分点；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；流通中货币(M0)余额 8.65 万亿元，同比增长 4.2%。一季度净投放现金 2229 亿元。

3 月 M2 增速 9.4%，环比下降 0.7 个百分点，与社融增速一致，增速放缓很大程度上来源于去年同期的高基数。但随着信用宽松的确定见顶，M2 增速的放缓将是大势所趋。与社融和人民币贷款增速类似，M2 增速或自高位逐渐回落。可以预见，2021 年社融增速、M2 增速与名义 GDP 增速将基本匹配。

3 月 M1 增速 7.1%，环比回落 0.3 个点，但 M1-M2 剪刀差进一步回升至-2.3%，企业活期存款占比增加，表明企业对未来增长前景乐观。尽管 M2 增速大概率进一步回落，但随着企业现金流的改善，M1 增速将延续波动回升的态势。

3 月财政存款减少 4854 亿，去年同期减少 7353 亿，2021 年财政存款减少的力度弱于 2019 与 2020 年，体现财政支出力度偏弱，后续基建增速大概率表现疲软。

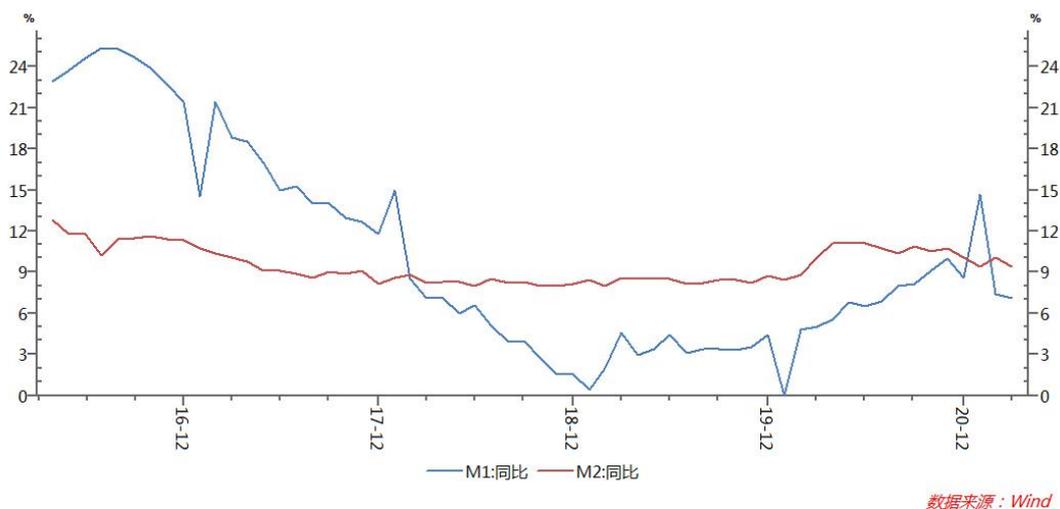


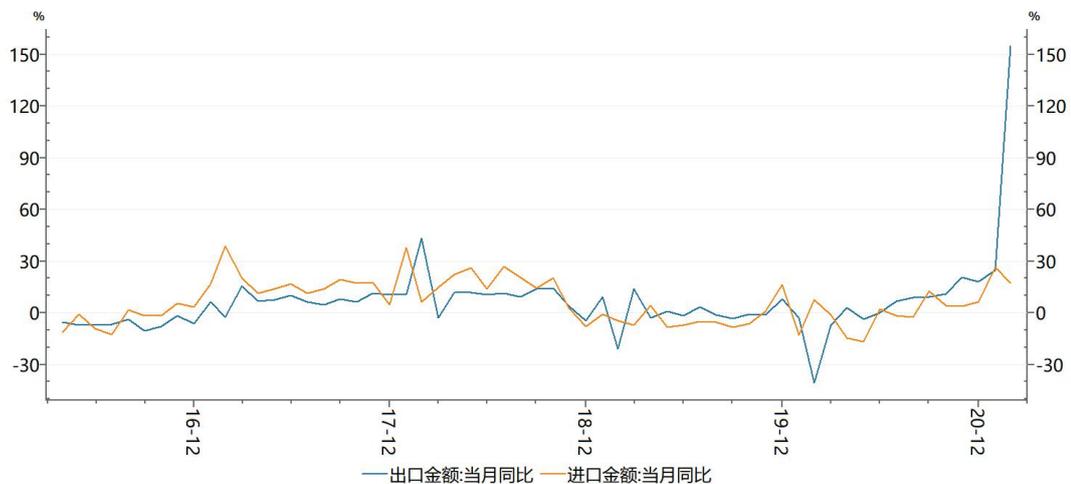
图 6: M1 和 M2 同比增速

四、宏观经济展望及利率走势分析

总结 3 月金融数据，高基数效应下，社融存量和人民币贷款增速放缓；受表

外融资与债券发行拖累，社融增量不及预期；但企业中长期贷款高增，信贷结构亮眼；M1 和 M2 增速环比回落。数据验证了社融与信用环境的进一步回落，预计年内社融和人民币贷款增速将进一步回落至 11%-12% 的水平。随着信用环境的收紧，名义 GDP 增速的高增（至少 8% 实际 GDP 增速+2% 通胀），社融、M2 增速与名义 GDP 增速剪刀差将进一步收窄，2021 年宏观杠杆率将与 2020 基本持平。

针对国内货币政策的取向，我们认为，随着国内经济复苏动能的进一步增强，政策重点将重新关注宏观杠杆率和防风险。近期，大宗商品价格明显上涨，国内面临输入性通胀的风险。因此，宽松政策的退出不可避免，流动性或将进一步收敛。经济数据的企稳、上游工业品的上涨提高通胀预期、资产价格上涨泡沫化，都有可能成为央行进一步收紧货币政策的驱动。但是，政策层也多次表示，要保持宏观政策连续性稳定性可持续性，货币政策的收紧不会矫枉过正，影响实体经济的复苏。预计 2021 年货币政策将边际收敛，社融存量和 M2 增速将温和回落。经济复苏与政策退出，将成为 2021 年最主要的宏观环境。重点关注 4 月政治局会议关于宏观政策的表述。



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_18935

