

## 社融尚好，信贷仍强

### ——3月金融数据点评

作者

潘宇昕

分析师

SAC 执业证书: S0380521010004

联系电话: 0755-82830333

邮箱: panyx@wanhesec.com

相关报告

◆ **事件:** 2021年4月12日央行公布3月金融数据。3月M2同比9.4%，前值10.1%；M1同比7.1%，前值7.4%。新增社会融资规模3.3万亿元，前值1.7万亿元。新增人民币贷款2.73万亿元，前值1.36万亿元。

◆ **核心观点:**

**新增社融保持正常扩张。**2021年3月新增社会融资规模3.34万亿元，较去年同期下降1.84万亿，存量社融增速下降至12.3%，连续收敛。但与2019年同期相比，新增社融规模多增一万多亿元，处于较快扩张的水平。

**信用扩张内生动力仍强，居民长贷需求继续释放。**金融机构新增人民币贷款2.73万亿元，同比少增1200亿元，但绝对数值并不低，并且企业部门新增1.6万亿人民币贷款，其中中长贷新增1.3万亿元，同比环比均多增，显示内生融资动力增强。居民中长期贷款新增6200亿元，同比多增1600亿，房贷需求仍然旺盛。

**表外融资下降明显。**3月表外融资减少4100亿元，同比少增6300亿元，其中信托贷款减少1800亿元，主要是由于监管层压降通道类和融资类信托规模以及对信托行业实行余额管控导致。未贴现银行承兑汇票减少2297亿元，同比减少5115亿元，主要是票据大量到期导致。

**政府债券和企业债券融资回归往年平均水平。**3月政府债券净融资3100亿元，同比少增3200亿元，接近19年同期水平，企业债券净融资3500亿，同比少增6400亿，也跟18、19年同期水平类似。

**M1、M2同比增速均回落。**M1同比增长7.1%，M2同比增长9.4%，较上月末分别低0.3个百分点和0.7个百分点，增速回落主要是由于基数原因。由于M1增速下降幅度更少，M1-M2的差值从-2.7%提升至-2.3%，主要由于实体经济流动性较好以及地产销售旺盛导致居民存款向企业存款转移。

◆ **流动性判断:**

**高基数影响下社融增速下滑，“稳杠杆”仍是政策主线。**3月社融整体正常扩张，信贷总量不低且结构持续优化，经济内生融资动力仍然强劲，其他主要分项基本回归往年水平，融资需求并未趋势性下行。在“稳杠杆”的背景下，社融增速应与名义GDP增速大致相当，3月增速的收敛主要是基数导致，后续高基数的拖累将逐渐减弱，内生融资动力或继续保持强劲，后续信贷政策预计偏严以实现“稳杠杆”目标。

**资金面仍将保持紧平衡，利率趋势下行时机未到，紧信用预期导致资本市场博弈加剧。**尽管近期资金面较为宽松，DR007、7天回购利率均下行至2%以下，但主要是季节性因素，在广义流动性面临调控压力的同时，短端流动性并不会趋势性放松，长端利率下行时机未到。经济“紧信用”基本是市场一致预期，但目前在高基数的扰动下，资本市场在货币供应和企业盈利方面的分歧或加大，A股市场或维持振荡。

**风险提示:** 经济增长不及预期、货币政策收紧过快



## 正文目录

一、新增社融保持正常扩张 .....	3
二、中长期贷款继续占优 .....	3
三、表外融资下降明显 .....	4
四、直接融资回归往年平均水平 .....	5
五、M1、M2 同比增速均回落 .....	5
六、流动性判断 .....	6
七、风险提示 .....	6

## 图表目录

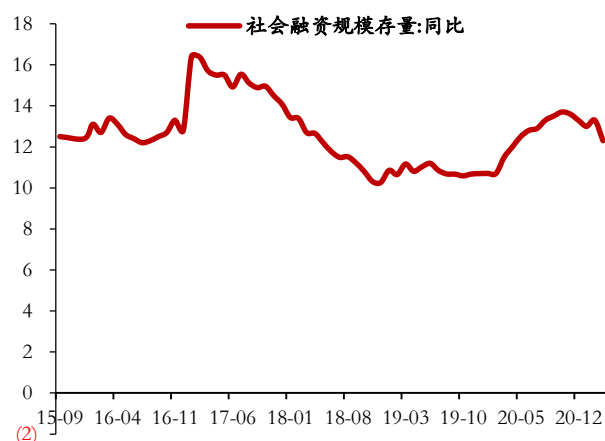
图 1 社会融资规模存量:同比 (%) .....	3
图 2 社会融资规模:当月值 (亿元) .....	3
图 3 社会融资规模:当月值: 同比多增 (亿元) .....	3
图 4 新增人民币贷款:当月值 (亿元) .....	4
图 5 新增人民币贷款:当月值: 同比多增 (亿元) .....	4
图 6 表外融资规模: 同比多增 (亿元) .....	5
图 7 地方政府债券发行额: 分类型 (亿元) .....	5
图 8 地方政府债券发行额: 分用途 (亿元) .....	5
图 9 货币增速 (%) .....	6
图 10 金融机构新增人民币存款 (亿元) .....	6

## 一、新增社融保持正常扩张

2021年3月新增社会融资规模3.34万亿元，较去年同期下降1.84万亿，宏观政策跨周期调节的设计下，今年社融收敛确定性较高，存量社融增速从去年10月的13.7%下降至3月末的12.3%，广义流动性连续收敛。

不过，去年疫情爆发背景下的巨量社融规模可比性不强，与2019年同期相比，新增社融规模同比多增有一万多亿，仍然处于一个较快扩张的水平，结构方面也是以中长期信贷为主要贡献。结合3月PMI以及进出口数据，国内经济保持良好的复苏势头，在稳杠杆的政策背景下，后续信贷政策仍然偏严，资本市场中仍将持续面临“剩余流动性”的挤出。

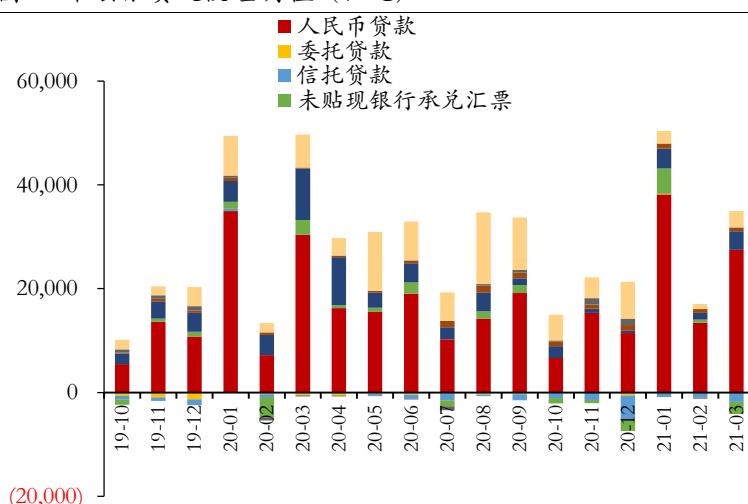
图1 社会融资规模存量:同比 (%)



(2)

资料来源：Wind、万和证券研究所

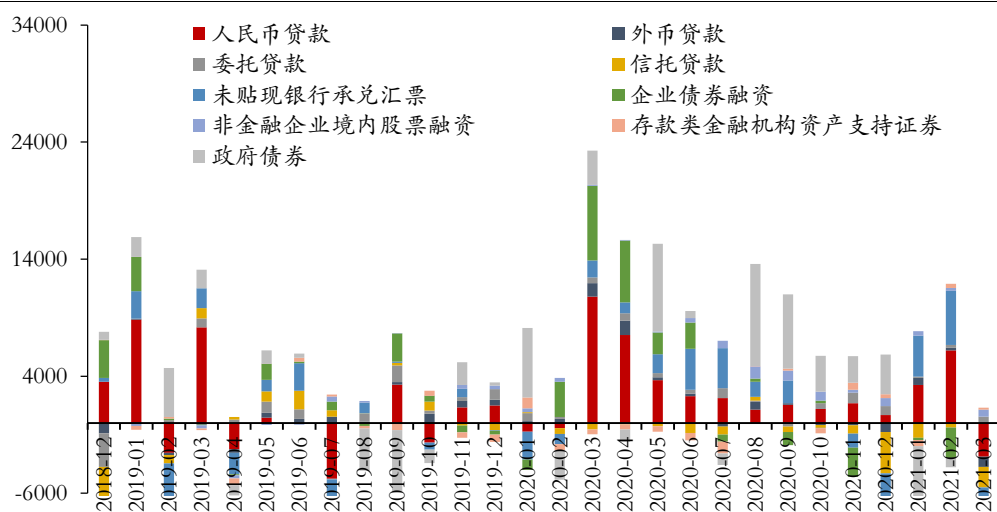
图2 社会融资规模:当月值 (亿元)



(20,000)

资料来源：Wind、万和证券研究所

图3 社会融资规模:当月值:同比多增 (亿元)



资料来源：Wind、万和证券研究所

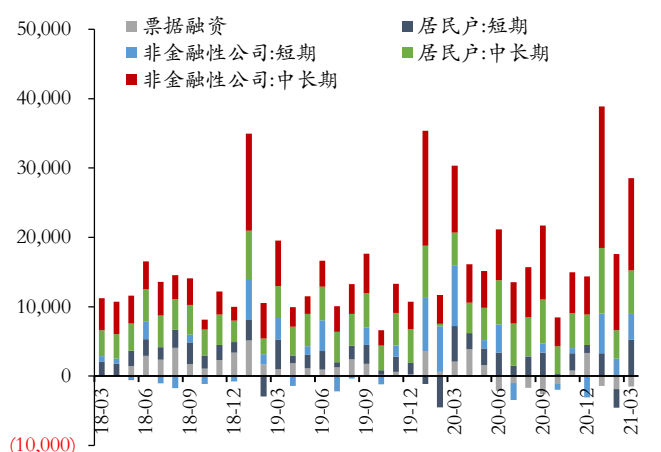
## 二、中长期贷款继续占优

信用扩张内生动力仍强。3月份金融机构新增人民币贷款2.73万亿元，同比去年的高基数少增1200亿元，绝对数值并不低。分部门看，实体经济新增1.6万亿人民币贷款，其中中长期

贷款增加 1.3 万亿元，环比 2 月进一步扩大，显示内生融资动力增强。一方面，美国经济复苏以及财政刺激政策都在外需方面拉动国内制造业景气度，另一方面，3 月建筑业 PMI 大幅上行或指向基建项目逐渐进入传统旺季。

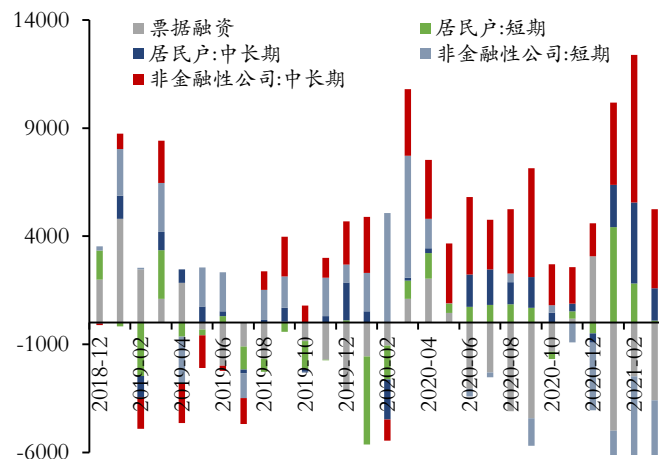
**居民长贷需求继续释放。**居民贷款新增 1.1 万亿元，其中短期贷款增加 5200 亿元，与去年基本一致，中长期贷款增加 6200 亿元，同比去年和 2019 年分别多增 1600 亿和 1500 亿，反映出房贷需求仍然较为旺盛，严查经营贷违规进入房地产市场尚未对购房需求产生明显影响，政策是否会进一步加码仍需观察。

图 4 新增人民币贷款:当月值(亿元)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 5 新增人民币贷款:当月值:同比多增(亿元)



资料来源：Wind、万和证券研究所

**短期贷款和票据融资整体不低。**3 月短贷及票据融资增加 7500 亿元，同比减少 8500 亿。除了基数原因以外，也体现了贷款额度收紧背景下短贷为中长期贷款腾挪空间的影响。不过，短期贷款及票据整体融资水平并不低，同比 2019 年仅下降 900 亿，但几乎高于 2016-2018 年所有月度新增规模，所以表内短期贷款仍处于历史上相对较高的融资水平。

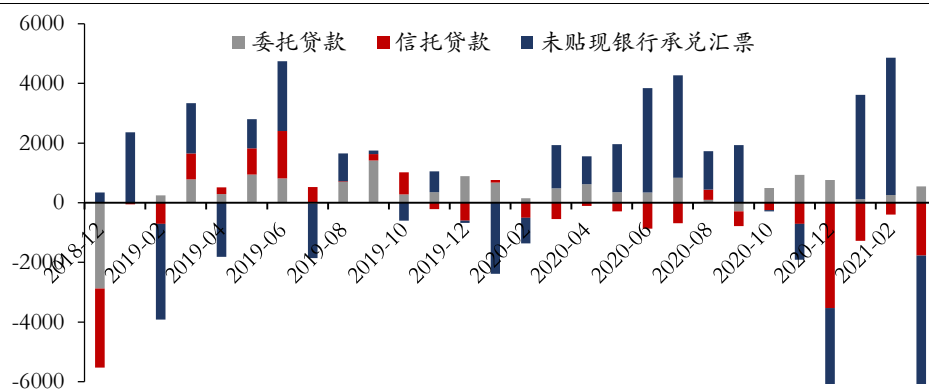
### 三、表外融资下降明显

**对非标的压降是今年政策关键点。**相对小幅收敛的表内融资，表外融资显著下降，3 月减少 4100 亿元，同比少增 6300 亿元，其中值得关注的一个是信托贷款减少 1800 亿元，环比与同比均显著多减，较 2018/2019 年同期也是显著下降，另一个是未贴现银行承兑汇票。

按照“新发规模-到期规模”来测算，3 月单一信托和集合信托计划的到期规模是 2880 亿元，低于 2019 年 3300 亿元和 2020 年 4600 亿元的到期规模，所以信托贷款规模的缩降主要是新发贷款规模较低所致，其背后原因，一方面可能是由于监管层要求压降融资类信托和通道类信托业务规模，并对信托公司实行余额管控，可能对新发规模有所阻遏；另一方面，信托贷款往往被用作观察房地产企业融资的敏感性指标，今年地产公司面临三条红线的约束，信托公司获取优质资产难度偏大，导致新发信托贷款持续缩量。

3 月未贴现银行承兑汇票减少 2297 亿元，同比减少 5115 亿元。主要应该是基数效应，去年 2 月以来为对冲疫情影响，央行陆续下发 1.8 万亿再贷款再贴现额度，导致表外票据量大增，预计 3 月开始大量到期，叠加信贷政策仍偏严，主要用表内额度满足融资需求，压降表外融资规模。

图6 表外融资规模：同比多增（亿元）

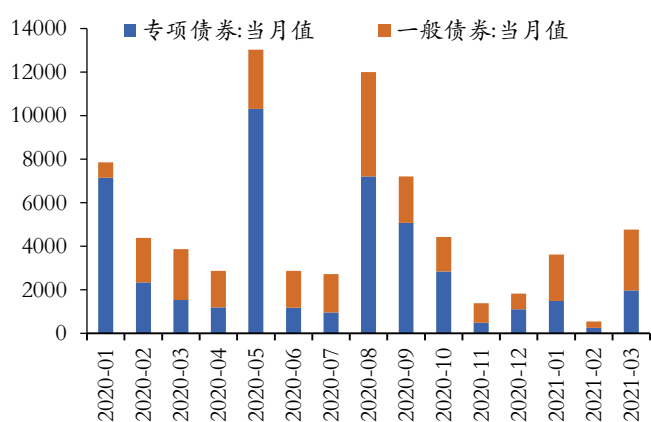


资料来源：Wind、万和证券研究所

## 四、直接融资回归往年平均水平

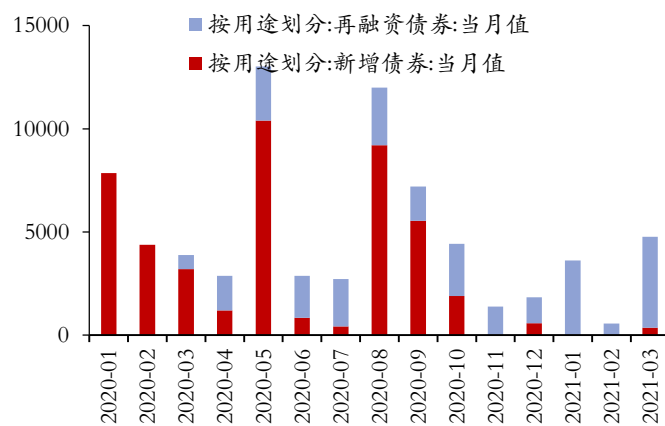
政府债券和企业债券融资大致符合市场预期。3月政府债券净融资3100亿元，同比少增3200亿元，与19年同期相仿，后续随着地方债额度的下达、地方债发行放量，财政融资对社融的拖累将迅速减弱。类似的，企业债券净融资3500亿，同比少增6400亿，跟18、19年同期水平类似。

图7 地方政府债券发行额：分类型（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图8 地方政府债券发行额：分用途（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

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\\_19084](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19084)

