

总量研究

企业融资继续强劲，制造业强复苏可期

——2021 年 3 月金融数据点评

要点

事件：2021 年 4 月 12 日，中国人民银行公布 2021 年 3 月金融信贷数据。人民币贷款新增 2.73 万亿元，同比少增 1200 亿元，前值 1.36 万亿；社融新增 3.34 万亿元，同比少增 1.84 万亿，前值 1.71 万亿，存量同比增速 12.3%，前值 13.3%；M2 增速 9.4%，前值 10.1%。

核心观点：虽然 3 月社融数据相较去年同期有所回落，但就 2016-19 等正常年份的季节性规律而言，表现仍然非常强劲。尤其是反映实体融资需求的人民币贷款持续超出季节性。

展望来看，一方面，在 PMI、工业企业利润等指标显著回暖背景下，企业融资意愿持续强劲，融资需求短期内难以明显收缩。但受制于宏观杠杆率以稳为主的政策基调，全年信贷规模增量有限，叠加当下 PPI 呈现出陡峭上行的阶段性通胀压力，预计央行对信贷投放节奏的控制将会趋严。另一方面，今年地方政府专项债额度并未提前下达，虽然 3 月份地方债发行重启，但并未放量，预计 4 月份政府债券发行节奏将会明显加快。综合来看，在去年高基数及信贷额度控制的背景下，社融增速将会延续下行走势，但融资需求依然旺盛，新增社融仍有支撑。

社融：新增社融回归常态，结构表现较为亮眼。

3 月社融新增 3.34 万亿，虽与去年同期相比少增 1.84 万亿，但就 2016-19 年等正常年份的季节性规律而言，表现仍然十分强劲。尤其是反映实体融资需求的人民币贷款持续超出季节性。在监管控制信贷规模的政策基调下，企业融资需求旺盛仍带动新增信贷明显超出市场预期，从侧面体现监管压降信贷规模存在一定弹性空间，总量调控的同时亦强调结构优化，制造业贷款仍是政策导向。

信贷：新增信贷表现强劲，企业融资依然旺盛。

3 月新增信贷 2.73 万亿，相较 2020 年同期少增 1200 亿元，但相较 2019 年同期多增 1.04 万亿，显著超出季节性，居民部门与企业部门中长期信贷均表现亮眼。归因来看，3 月 PMI 连续 13 个月高于荣枯线以上，经济动能环比持续改善，央行调查问卷显示 1 季度企业贷款需求较为旺盛。同时，央行在信贷结构优化座谈会上强调要加大对科技创新、制造业和普惠小微等三大主体的政策支持，叠加在信贷额度受限的情况下，银行也更倾向于投放中长期贷款，在供需两端共同作用下，企业中长期贷款持续超季节性。

货币：M2M1 增速剪刀差有所回落，股市低迷推动非银存款回落。

3 月 M2 回落 0.7 个百分点至 9.4%，M1 回落 0.3 个百分点至 7.1%，M2、M1 增速剪刀差回落 0.4 个百分点至 2.3%。3 月新增人民币存款 3.63 万亿元，受 A 股市场大幅回撤影响，非银存款收缩 3280 亿元。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

相关研报

什么是欧洲解封的绊脚石——光大宏观周报 (2021-03-28)

利率上升，能阻挡美国房市的进击势头吗——《全球朱格拉周期开启》第六篇 (2021-03-25)

新一轮朱格拉周期开启，哪些信号先行——《全球朱格拉周期开启》第五篇 (2021-03-24)

出生率下滑无法逆转，90 后直面人口峭壁——《人口峭壁》第一篇 (2021-03-22)

1.9 万亿法案参议院闯关成功，投向哪里，有何不同——《全球朱格拉周期开启》第四篇 (2021-03-07)

两会亮点：实际财政超预期，推动基建强势反弹——2021 全国两会点评报告 (2021-03-06)

美国财政刺激步入最后一公里——《全球朱格拉周期开启》第三篇 (2021-03-03)

“碳中和”下的中国方案——《全球朱格拉周期开启》第二篇 (2021-03-01)

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应链再造——2021 春季宏观策略报告 (2021-02-22)

先复苏，后通胀，周期王者归来——总量与行业联合研究报告 (2021-02-22)

美国版四万亿基建来袭，A 股如何布局——总量与行业联合研究报告 (2021-02-21)

目 录

一、新增社融回归常态，结构表现较为亮眼.....	3
二、新增信贷表现强劲，企业融资依然旺盛.....	4
三、M2M1 增速剪刀差有所回落，股市低迷推动非银存款回落.....	5

图目录

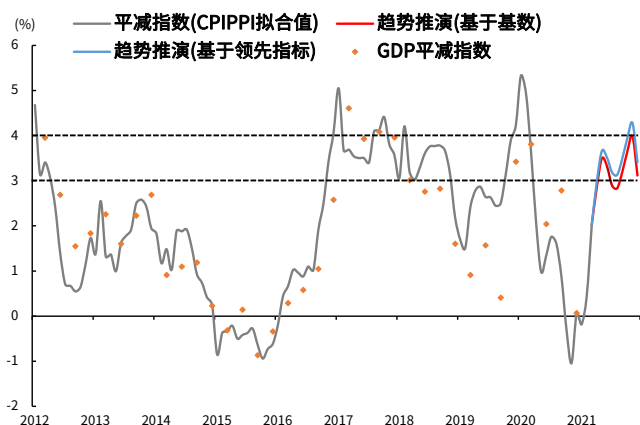
图 1：基于 CPI 与 PPI 测算的平减指数将持续处于 3%以上	3
图 2：社融存量增速年内将持续下行	3
图 3：新增社融结构.....	4
图 4：新增社融回归季节性常态.....	4
图 5：新增信贷结构.....	5
图 6：企业中长期信贷持续超出季节性.....	5
图 7：M2M1 增速剪刀差有所回落	5
图 8：股市低迷推动非银存款回落	5

事件：2021年4月12日，中国人民银行公布2021年3月金融信贷数据。人民币贷款新增2.73万亿元，同比少增1200亿元，前值1.36万亿；社融新增3.34万亿元，同比少增1.84万亿，前值1.71万亿，存量同比增速12.3%，前值13.3%；M2增速9.4%，前值10.1%。

核心观点：虽然3月社融数据相较去年同期有所回落，但就2016-19年等正常年份的季节性规律而言，表现仍然非常强劲。尤其是反映实体融资需求的人民币贷款持续超出季节性。在监管控制信贷规模的政策基调下，企业融资需求旺盛仍带动新增信贷明显超出市场预期，从侧面体现监管压降信贷规模存在一定弹性空间，总量调控的同时亦强调结构优化，制造业贷款仍是政策导向。

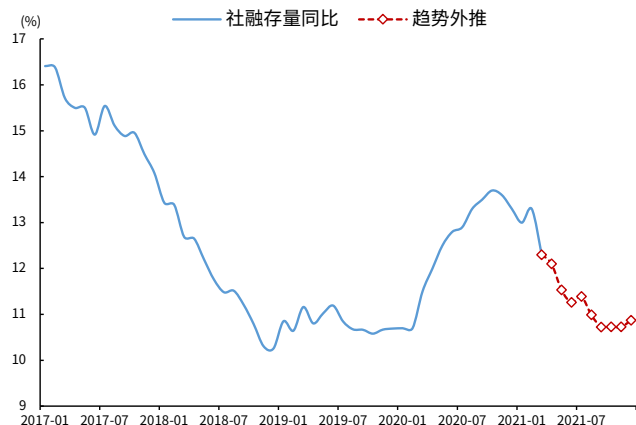
展望来看，一方面，在PMI、工业企业利润等指标显著回暖背景下，企业融资意愿持续强劲，融资需求短期内难以明显收缩。但受制于宏观杠杆率以稳为主的政策基调，全年信贷规模增量有限，叠加当下PPI呈现出陡峭上行的阶段性通胀压力，央行对信贷投放节奏控制趋严的概率有所上升。另一方面，今年地方政府专项债额度并未提前下达，虽然3月份地方债发行重启，但并未放量，预计4月份政府债券发行节奏将会明显加快。综合来看，在去年高基数及信贷额度控制的背景下，社融增速将会延续下行走势，但融资需求依然旺盛，新增社融仍有支撑。

图1：基于CPI与PPI测算的平减指数将持续处于3%以上



资料来源：Wind，光大证券研究所。2021年3月后的数据为预测值。

图2：社融存量增速年内将持续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所。2021年3月后的数据为预测值。

一、新增社融回归常态，结构表现较为亮眼

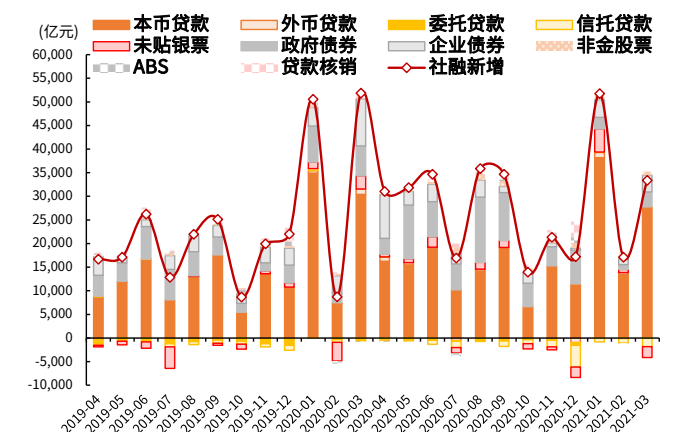
3月社融新增3.34万亿，虽与去年同期相比少增1.84万亿，但就2016-19年等正常年份的季节性规律而言，表现仍然十分强劲。尤其是，反映实体融资需求的人民币贷款持续超出季节性。

信贷供给受限难掩需求强劲，央行信贷管控兼顾结构优化。在监管控制信贷规模的政策基调下，企业融资需求旺盛仍带动新增信贷明显超出市场预期，从侧面体现监管压降信贷规模存在一定弹性空间，总量调控的同时亦强调结构优化，制造

业贷款仍是政策导向。正如央行在信贷结构优化座谈会上所强调的，要加大对科技创新、制造业和普惠小微等三大主体的政策支持。

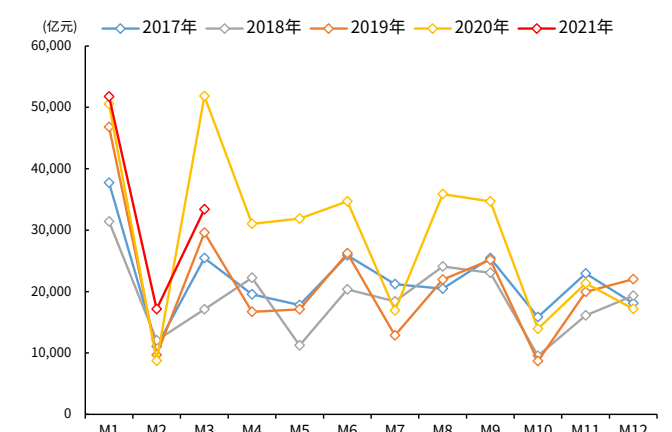
地方政府专项债额度下达回归常态，拖累政府债券融资节奏。本年度地方政府专项债额度并未提前公布，3月地方政府债券虽然重启发行，但并未放量，导致地方政府债券发行速度偏慢，对政府债券同比增量产生拖累。

图 3：3 月新增社融结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：新增社融回归季节性常态



资料来源：Wind，光大证券研究所

二、新增信贷表现强劲，企业融资依然旺盛

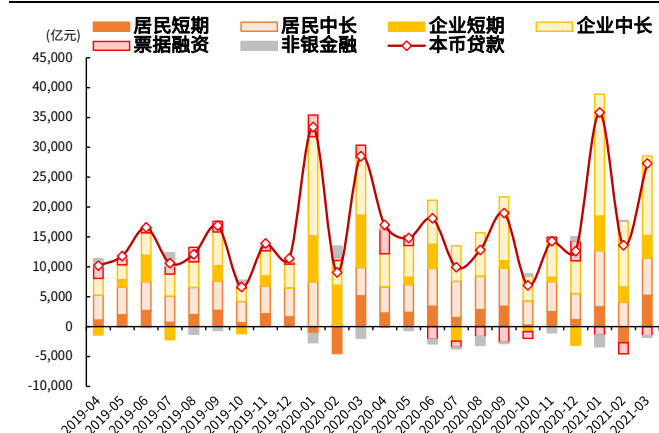
3 月新增信贷 2.73 万亿元，相较 2020 年同期少增 1200 亿元，但相较 2019 年同期多增 1.04 万亿，显著超出季节性，居民部门与企业部门中长期信贷均表现亮眼。

居民中长期新增信贷显著超出季节性。2020 年在居民住房贷款的推动下，居民中长期贷款表现频频超出季节性规律。虽然今年以来楼市监管明显趋严，叠加个人经营性贷款及消费贷政策呈现边际收紧，但居民中长期新增信贷仍显著超出季节性规律。

企业短期经营性融资需求有所回落，中长期投资性融资需求依然旺盛。3 月 PMI 连续 13 个月高于荣枯线以上，经济动能环比持续改善，央行调查问卷显示 1 季度企业贷款需求较为旺盛。同时，央行在信贷结构优化座谈会上强调要加大对科技创新、制造业和普惠小微等三大主体的政策支持，叠加在信贷额度受限的情况下，银行也更倾向于投放中长期贷款，在供需两端共同作用下，企业中长期贷款持续超季节性。

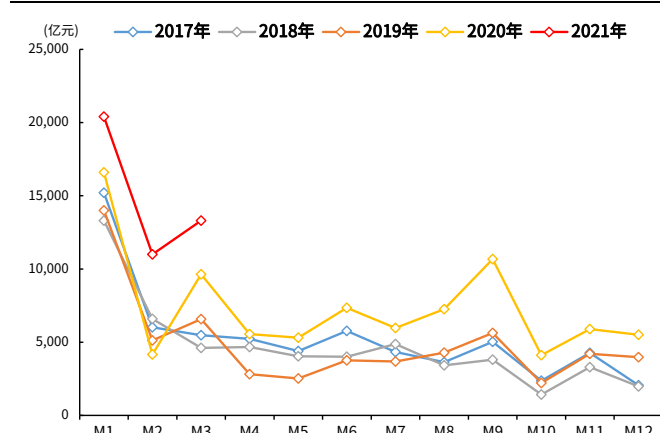
同时，强劲的企业中长期信贷也再次印证了我们在《为什么我们强烈看好今年的制造业投资？》中的证据四，企业融资需求旺盛，政策支持贷款流向制造业，制造业将于二季度强劲反弹。也与我们全球朱格拉周期开启的主题相呼应，详情可见《全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应链再造》。

图 5：3 月新增信贷结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：企业中长期信贷持续超出季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

三、M2M1 增速剪刀差有所回落，股市低迷推动非银存款回落

3 月 M2 回落 0.7 个百分点至 9.4%，M1 回落 0.3 个百分点至 7.1%，M2、M1 增速剪刀差回落 0.4 个百分点至 2.3%。3 月新增人民币存款 3.63 万亿元，受 A 股市场大幅回撤影响，非银存款收缩 3280 亿元。

图 7：M2M1 增速剪刀差有所回落

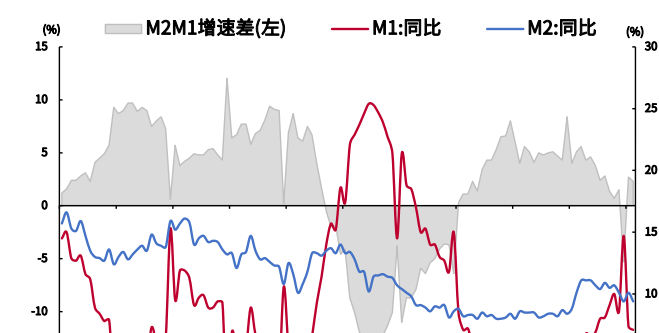
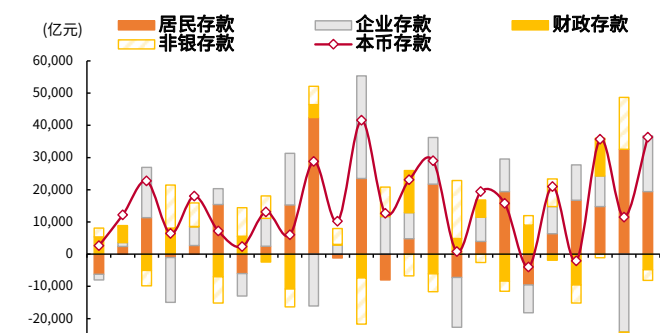


图 8：股市低迷推动非银存款回落



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_19151

