

【华西固收研究】一季度表现亮眼，“高基数”效应下的增速下行

——3月金融数据点评 20210412

一、事件概述

2021年4月12日央行发布2021年3月金融数据。3月份，M2同比增长9.4%，增速较上月下行0.7pct，较去年同期低0.7pct；社会融资规模增量3.34万亿元，较去年同期少增1.84万亿元；存量294.55万亿元，同比增长12.3%，增速较上月降低1.0pct。

二、分析与判断：

▶“高基数效应”下社融回归下行通道

3月份社融增速较上月下行1.0pct，重归下行通道，分拆来看：

1) 新增人民币贷款有所降温。

经历了1、2月份的信贷数据大超预期，3月份新增人民币贷款同比少增近3000亿元。从一季度数据看，新增信贷7.91万亿元，较去年同期多出6600亿元，本年一季度信贷表现强劲，银行开门红下叠加疫情后复工复产推进较快。

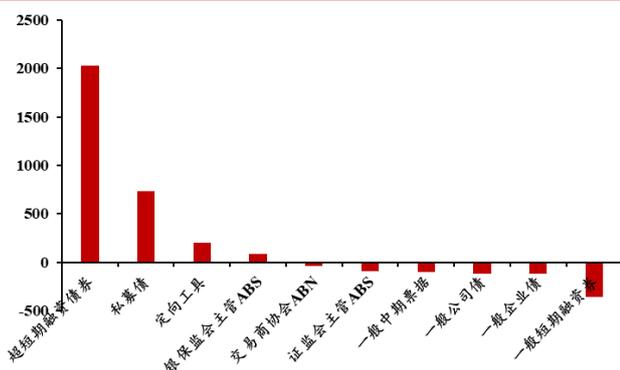
在宏观稳杠杆的定调下，地产信贷严控及地方国企风险等因素均影响金融机构信贷投放额度，草根调研发现，多地银行放缓信贷投放节奏，控制信贷投放的额度，预计Q2新增信贷会进一步放缓。

2) 企业债券融资仍处于永煤事件后的复苏期，难比去年同期。

3月份社融口径企业债券融资3535亿元，同比少增近6400亿元。3月份信用债市场持续复苏，部分区域债务风险化解取得了一定进展。但考虑到去年同期有疫情影响下债券放量及3、4月份到期高峰特殊因素，“高基数”效应使得企业债券融资成为3月份社融增速的拖累项。2021Q1社融口径企业债券融资8614亿元，尽管远逊于去年1.78万亿元，但与2018Q1、2019Q1（6239亿元/9250亿元）相比并不弱。

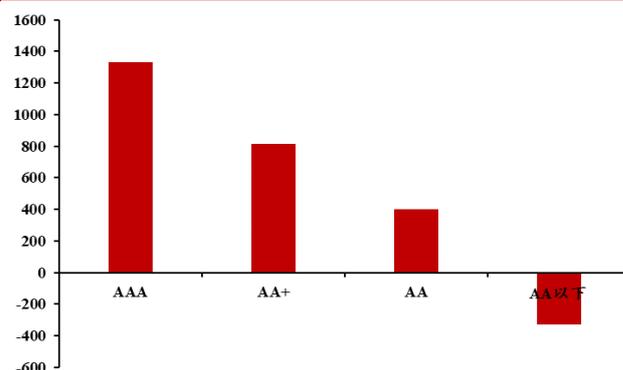
以申万行业剔除银行、非银数据来源统计，分品种来看，3月份短融超短净融资占比92%，私募+PPN占比42%，中长期债券品种净融资呈现融出状态；分等级来看AA+及以上债券净融资占比超97%；分区域来看山西、河北、河南等地净融资仍为流出状态，均印证当前信用债市场仍处于恢复过程中。

图 1：3月信用债净融资分品种构成



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2：3月信用债净融资分评级构成



资料来源：Wind，华西证券研究所

3) 信托贷款持续压降，表外回表内持续，政府债券仍待放量。

非标压降及融资类信托受控背景下，3月信托贷款缩量1791亿元，1季度累计缩量3569亿元，我们预计今年融资类信托压降规模大致同去年全年，节奏上维持一季度规模。

此外新增专项债由于 3 月份尚未放量，故政府债券分项（同比少增 3214 亿元）同样构成了 3 月社融增速拖累项。截至 4 月 9 日，4 月份计划发行新增地方债 861 亿元，而去年 4 月发行新增地方债约 1200 亿元，故我们预计 4 月份地方债拖累社融增速的情况可能会持续。

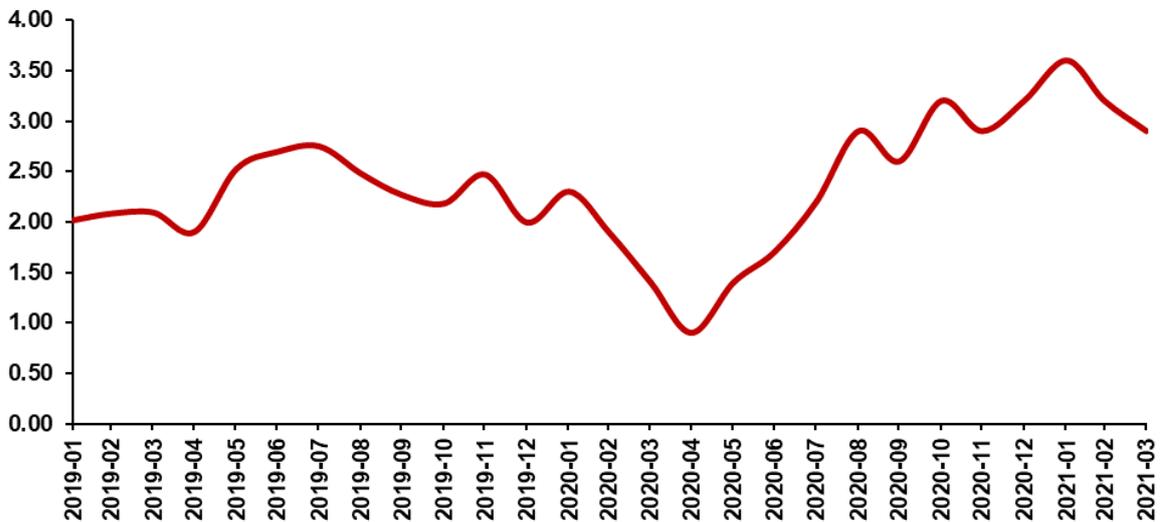
► M1、M2 增速均随信贷及基数回落

M2 增速回落受新增人民币贷款影响。3 月份，M2 同比增速 9.4%，较去年同期降低 0.7pct；M1 同比增速 7.1pct，较去年增 2.1pct，但环比降低 0.3pct。3 月份 M1、M2 增速均有所下行，主要与信贷增量缩量有关，从历史来看 M1、M2 增速同时下滑的情况并不算多见，上次出现在 2020 年 12 月，当月金融数据表现同样整体相对较弱。

从存款数据看，3 月份企业存款、居民存款均有所增长。3 月份居民存款、企业存款、非银机构存款、财政存款分别变动 19400 亿元/17290 亿元/-3280 亿元/-4854 亿元。3 月份居民、企业存款同增符合季节性规律，股市降温一定程度上也促进存款由非银机构向居民、企业转移。

从社融-M2 剪刀差来看，3 月份走低至 2.9pct。我们认为年内社融-M2 剪刀差高点已过，建议关注潜在的配置机会。

图 3：社融-M2 剪刀差走势（单位：pct）



资料来源：Wind，华西证券研究所

► 企业中长融资需求较好，居民短贷表现亮眼

1) 房地产调控增强，但居民中长贷依旧展现韧性。3 月份居民短贷、中长贷分别为 5242 亿元/6239 亿元，春节过后疫情逐步得到控制，叠加春节期间被压抑的消费情绪得到释放，或带动居民短贷升温；此外尽管部分热点城市房地产调控进一步收紧，但 3 月居民中长贷表现依旧不弱，或由于因疫情被压制的置业需求逐步释放。

2) 实体部门中长贷仍有韧性，短贷增量维持低位。3 月份非金融性公司新增信贷 16000 亿元，同比少增 4500 亿元，其中中长贷同比多增 3657 亿元。去年同期实体部门短期贷款放量有疫情影响下的救急因素，短贷融资回落而中长贷仍表现亮眼，展现出实体部门尤其制造业融资需求较好。

三、投资策略：社融增速大幅下行与“高基数效应”相关，关注近期交易性机会

3 月份社融增速尽管大幅下行，但更多与去年疫情背景下信用宽松带来的“高基数效应”有关，若考察反应实体经济融资需求的实体部门中长期贷款，其表现其实并不弱。因此 3 月份金融数据下行或可带来短期交易性机会，但尚未反映出信贷收缩的长期趋势。

与此同时，近期信用债迎来到期高峰，地方政府债即将迎来供给高峰，建议关注货币政策是否会予以配合。短期内，我们仍建议关注交易性机会。

风险提示

流动性收紧。

【华西固收研究】3月金融数据一览(单位:亿元)

时间	社融增量	人民币贷款	外币贷款折人民币	委托贷款	信托贷款	未贴现的银行承兑汇票	企业债券	政府债券	非金融企业股票融资
2018-01	31,417.22	26,850.25	266.40	-708.95	397.19	1,437.35	1,893.85	5.36	499.77
2018-02	12,064.39	10,199.49	86.26	-750.19	673.53	105.73	733.94	175.27	379.01
2018-03	17,091.48	11,424.57	139.38	-1,850.03	-343.28	-322.59	3,611.32	1,815.85	404.22
2018-04	22,242.94	10,987.35	-25.58	-1,481.28	-101.45	1,453.61	4,041.69	5,302.82	532.89
2018-05	11,233.62	11,396.18	-227.96	-1,570.33	-936.27	-1,740.63	-350.82	2,728.05	437.64
2018-06	20,372.96	16,787.34	-363.92	-1,642.12	-1,576.33	-3,649.23	1,307.64	6,509.33	257.95
2018-07	18,381.94	12,861.15	-773.22	-950.48	-1,205.11	-2,743.79	2,188.98	7,998.11	175.34
2018-08	24,078.25	13,140.00	-344.35	-1,206.63	-685.16	-778.74	3,540.57	8,651.34	140.61
2018-09	23,061.25	14,341.00	-669.99	-1,432.32	-889.65	-547.57	14.70	9,108.11	272.03
2018-10	9,537.80	7,141.28	-799.82	-948.63	-1,365.90	-453.29	1,522.89	3,032.04	175.65
2018-11	16,127.17	12,302.33	-786.84	-1,310.27	-454.80	-126.92	3,917.56	-247.21	200.02
2018-12	19,311.17	9,281.46	-701.76	-2,210.49	-488.06	1,023.14	3,895.26	3,451.75	130.39
2019-01	46,791.14	35,668.36	343.47	-699.28	345.02	3,786.73	4,828.90	1,699.77	289.15
2019-02	9,665.13	7,640.64	-105.25	-508.40	-37.01	-3,103.49	874.93	4,346.70	119.26
2019-03	29,602.34	19,584.40	2.52	-1,070.25	528.25	1,365.39	3,546.22	3,412.18	122.30
2019-04	16,709.54	8,732.83	-330.46	-1,196.78	128.92	-357.04	3,948.86	4,432.70	261.72
2019-05	17,123.73	11,855.46	190.71	-631.06	-51.91	-768.42	1,032.90	3,856.72	259.23
2019-06	26,243.30	16,736.90	-3.81	-826.89	14.89	-1,310.97	1,439.08	6,867.27	153.25
2019-07	12,872.11	8,086.07	-220.87	-986.60	-675.95	-4,562.43	2,944.08	6,427.32	592.78
2019-08	21,955.77	13,045.18	-247.08	-513.41	-658.00	156.91	3,383.70	5,058.97	255.96
2019-09	25,142.21	17,612.44	-440.35	-21.51	-672.03	-430.96	2,430.53	3,776.97	289.25
2019-10	8,680.00	5,469.64	-9.59	-666.77	623.68	-1,053.48	2,031.70	1,870.89	179.60
2019-11	19,936.92	13,633.17	-249.33	-959.19	-673.40	569.59	3,329.69	1,716.00	523.90
2019-12	21,030.28	10,769.82	-205.17	-1,315.55	-1,091.78	951.40	2,625.49	3,738.17	432.16
2020-01	50,674.00	34,924.00	513.00	-26.00	432.00	1,403.00	3,865.00	7,613.00	609.00
2020-02	8,554.00	7,202.00	252.00	-356.00	-540.00	-3,961.00	3,860.00	1,824.00	449.00
2020-03	51,627.00	30,374.00	1,145.00	-588.00	-22.00	2,818.00	9,953.00	6,363.00	197.00
2020-04	30,900.00	16,200.00	910.00	-579.00	23.00	577.00	9,015.00	3,357.00	315.00
2020-05	31,900.00	15,500.00	457.00	-273.00	-337.00	836.00	2,971.00	11,400.00	353.00
2020-06	34,300.00	19,043.00	205.00	-484.00	-852.00	2,189.00	3,311.00	7,400.00	537.00
2020-07	16,928.00	10,221.00	-524.00	-152.00	-1,367.00	-1,130.00	2,358.00	5,459.00	1,215.00
2020-08	35,823.00	14,201.00	397.00	-415.00	-316.00	1,441.00	3,633.00	13,788.00	1,282.00
2020-09	34,800.00	19,192.00	-302.00	-317.00	-1,159.00	1,502.00	1,422.00	10,103.00	1,140.00
2020-10	13,935.00	6,663.00	-175.00	-174.00	-875.00	-1,089.00	2,269.00	4,931.00	927.00
2020-11	21,343.00	15,309.00	-447.00	-31.00	-1,387.00	-626.00	862.00	4,000.00	771.00
2020-12	17,200.00	11,449.00	-980.00	-559.00	-4,601.00	-2,216.00	442.00	7,156.00	1,125.00
2021-01	51,700.00	38,200.00	1,098.00	91.00	-842.00	4,902.00	3,751.00	2,437.00	991.00
2021-02	17,100.00	13,400.00	464.00	-100.00	-936.00	640.00	1,306.00	1,017.00	693.00
2021-03	33,400.00	27,505.00	283.00	-41.00	-1,791.00	-2,297.00	3,535.00	3,130.00	783.00

数据来源:央行,华西证券研究所

免责声明:Wind,华西证券研究所
免责声明:本信息为公开信息收集整理所得,仅向华西证券的专业投资机构客户,仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下,本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失承担责任。本信息内容的版权归华西证券所有,华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。



华西固收首席分析师樊信江 15011503214
颜子琦 13127532070 孙嘉伦 18678294366
张伟 18811507660 杨锦明 17688776222
欢迎关注华西固收公众号:固收江坛

分析师:樊信江

邮箱: fanxj@hx168.com.cn

研究助理:颜子琦

邮箱: yanzq@hx168.com.cn

研究助理:孙嘉伦

邮箱: sunjl1@hx168.com.cn

研究助理:张伟

邮箱: zhangwei1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话: 010-51662928

联系电话: 021-20227900

联系电话: 010-59775371

联系电话: 010-68566656

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士，2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟，对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

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_19180



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn