

2021年4月13日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

## 社融增速回落的表象与结构向好的内在

——3月金融数据点评

### 内容提要

中国3月新增人民币贷款27300亿元，市场预期25000亿元，前值13600亿元；社会融资规模33400亿元，市场预期36000亿元，前值17129亿元；M2同比9.4%，市场预期9.6%，前值10.1%；M1同比7.1%，前值7.4%。

整体来看，基数效应下3月社融增速回落符合市场预期，社会融资规模增长整体保持平稳，仍好于往年季节性表现，金融对实体融资支持并不弱。企业中长贷放量拉动表内信贷超预期，信贷结构依然向好，制造业资本开支位置，信贷需求仍然强劲。非标融资收缩加快和政府债券年初发行节奏偏慢是主要拖累，信用债一级发行逐步恢复。

与去年融资供给推动的信用扩张不同，今年的信用端主要由融资需求驱动。当前金融条件整体处于平衡状态，融资供给基本满足需求。在央行今年“稳杠杆”的政策目标下，信用正常化依然是今年的政策主线。政策转向“任物性紧/宽信用+稳货币”。高基数效应下后续社融增速或将继续下降，基数效应下，今年社融同比增速仍将略高于11.5%。

1. 基数效应下社融增速回落符合市场预期，社会融资规模增长整体保持平稳，金融对实体融资支持并不弱，信贷结构依然向好，制造业资本开支位置，而非标融资收缩加快和政府债券年初发行节奏偏慢是主要拖累。

2. 企业中长贷放量拉动表内信贷超预期，信贷结构依然向好，制造业资本开支较强，信贷需求仍然强劲，银行在信贷额度受控下继续向中长期信贷倾斜。居民部门房贷依然偏暖，后期或面临一定下行压力。

3. 基数效应叠加存款派生有所放缓，企业流动性减弱。由于去年3月疫情下再贷款再贴现、定向降准等政策的支持，货币投放量较大带来的高基数效应也拖累M2增速，M1环比增速并不弱。

### 风险提示

全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



央行公布 2021 年 3 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 27300 亿元，市场预期 25000 亿元，前值 13600 亿元。
- (2) 社会融资规模 33400 亿元，市场预期 36000 亿元，前值 15129 亿元。
- (3) M2 同比 9.4%，市场预期 9.6%，前值 9.10%；M1 同比 7.1%，前值 7.4%。

核心观点：

整体来看，基数效应下 3 月社融增速回落符合市场预期，社会融资规模增长整体保持平稳。仍好于往年季节性表现，金融对实体融资支持并不弱。企业中长贷款量仍对信贷投放超预期，信贷结构依然向实体经济倾斜。制造业贷款需求虽能回升，但信贷需求仍偏弱，信贷投放将在信贷投放量与信贷需求之间寻求平衡。信贷发行逐步恢复。

与去年融资供给推动的信用扩张不同，今年的信用端主要由融资需求驱动，当前金融条件整体处于平衡状态，融资供给基本满足需求。在央行今年“稳杠杆”的政策目标下，信用正常化依然是今年的宏观主线，政策转向“结构性紧/宽信用+稳货币”。高基数效应下后续社融增速将继续下降，趋势前高后低，但全年社融同比增速仍将略高于 11.5%。

## 一、高基数效应下社融增速放缓，信用扩张整体平稳

基数效应下社融增速回落符合市场预期，社会融资规模增长整体保持平稳。金融对实体融资支持并不弱。3 月社融同比增速 12.3%，较 2 月回落 1 个百分点，社融增速受到去年疫情下基数较高的拖累，去年财政货币的双宽推升了天量社融。3



图 3: 非标融资收缩加快 (亿元)

图 4: 未贴现银行承兑汇票和信托融资负增长(亿)

资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

## 二、企业中长贷放量，信贷结构依然向好

企业中长贷放量拉动信贷超预期，信贷结构依然向好，实体经济需求依然强劲。其中中长期贷款依然是拉动信贷超预期的主因。3 月非金融企业中长期贷款新增 13300 亿元，较去年同期高增 657 亿元，且中长期贷款占比较去年同期有明显抬升，信贷结构依然向好，反应制造业资本开支较强，实体融资需求仍然强劲。企业短贷增量基本保持季节性水平，同比少增 5000

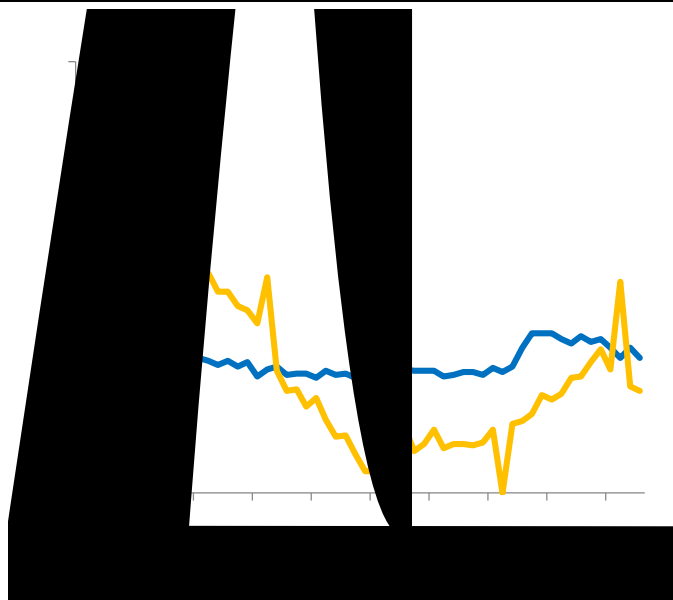


### 三、基数效应叠加存款派生放缓，企业流动性有所减弱

基数效应叠加存款派生有所放缓，企业流动性减弱。M2 同比 9.4%，M1 同比 7.1%，分别较上月回落 0.7 和 0.3 个百分点，M1-M2 负的剪刀差小幅收窄。由于去年 3 月疫情下再贷款再贴现、定向降准等政策效果显现，货币信贷派生速度显著高于基数效应也拖累 M2 增速，M1 占比持续提升。

流动性投放收敛下企业存款新增规模小于去年，财政投放力度整体不强。3 月企业存款新增 1.73 万亿，同比少增 1.46 万亿，4 月新增 1.94 万亿，同比少增 4100 亿，居民存款新增规模不强，3 月财政存款-4854 亿元，同比少减 2499 亿元，财政存款收缩规模基本与往年持平，财政投放力度整体不强。

图 9：企业流动性有所减弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院...

图 10：当月新增存款（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院...

## 四、风险提示：

全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供方或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告中所有信息均不构成投资建议，投资者应结合自身实际情况进行独立判断。金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，不构成任何投资建议。本报告仅供客户参考，不构成任何投资建议。金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。