

融资需求仍然强劲，复苏势头没有减弱

——3月金融数据点评

宏观事件点评

2021年4月13日

报告摘要：

● 信贷规模和质量均较高

3月新增人民币贷款27300亿元，超出市场预期为25038亿元。分结构看，企业中长期贷款新增13300亿元，相比去年同期多增3657亿元，是信贷最大拉动项，中长期贷款在信贷中质量最高，中长期贷款预示着企业投资持续恢复，有利于拉动经济增长。居民中长期贷款新增6239亿元，同比多增1501亿元，居民中长期贷款强劲与商品房销售增速反弹对应，反映出当前楼市行情较好的现象。居民短期贷款多增5242亿元，同比多增98亿元，好于往年同期水平。企业短期贷款新增3748亿元，同比少增5004亿元，是信贷最大拖累项。企业短期贷款的回落与去年疫情期间结构性货币政策工具退出有关，我们预计未来仍有回落空间。票据融资新减1525亿元，同比减少3600亿元，延续下跌趋势。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新增296亿元，同比多增2148亿元。总体来看，3月信贷不仅规模上超出市场预期，质量也明显较高。中长期贷款占比高反映出实体经济需求强劲的态势。

● 社融数据为何低于预期？

3月社融新增3.34万亿元，低于市场预期的3.6万亿元。分结构来看，非标融资减少了4129亿元，同比多减6338亿元。具体来看，委托贷款减少41亿元，同比少减547亿元；信托贷款同比减少1791亿元，同比多减1770亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票减少2297亿元，同比多增5115亿元，是社融拖累项。未贴现银行承兑汇票减少的原因主要系未贴现银行承兑汇票存量较高，由于1-2月大量发行的未贴现银行承兑汇票还未消耗完，企业缺乏继续申票的动力。从整个一季度来看，2021年一季度未贴现银行承兑汇票发行规模明显高于往年同期。由于1-2月大量发行，3月末贴现银行承兑汇票回落属于正常现象。3月企业债新增3535亿元，同比减少6396亿元，企业债同比多减的一部分原因是去年同期基数较高，属于正常现象。3月股权融资新增783亿元，同比多增585亿元，表现继续亮眼。政府债券新增3130亿元，同比减少3214亿元，但与往年同期持平。由于今年财政赤字率低于去年，我们预计政府债券发行规模也会持续低于去年同期。总体来看3月社融不及预期主要原因系未贴现银行承兑汇票较低所致，并非监管大幅收紧所致。3月政府债券和企业债发行规模虽低于去年，但与前年持平，处于正常区间。

● M2为什么下降

3月M2增速从2月的10.1%下降至9.4%，M2从7.4%下降至7.1%，但这主要系去年同期基数较高所致。从绝对值环比来看，3月M1环比增速和M2环比增速均处于历年较高水平，与去年同期持平。因此剔除基数来看3月M1和M2增速并不低。从存款端来看，3月非金融企业存款增幅低于去年，说明企业将大量资金投入生产领域而非存入银行，不存在去年3月出现的金融套利现象。

● 风险提示

美联储货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

事件：

4月12日，央行公布3月金融数据：

新增人民币贷款27300亿元，预期25038亿元，前值13600亿元。

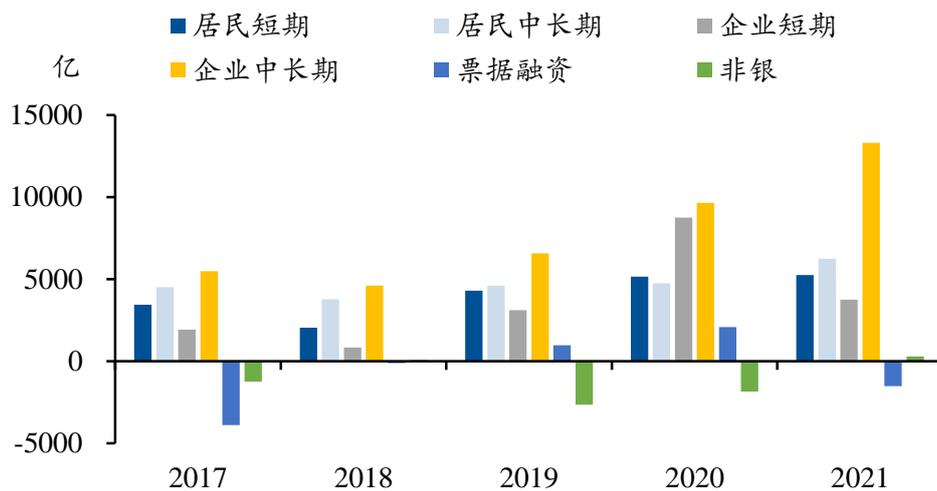
社会融资规模为3.34万亿元，预期3.6万亿元，前值1.71万亿元。

M2同比增长9.4%，预期9.6%，前值10.1%。

1 数据表现：信贷规模和质量均较高

信贷规模和质量均较高。3月新增人民币贷款27300亿元，超出市场预期为25038亿元。分结构看，企业中长期贷款新增13300亿元，相比去年同期多增3657亿元，是信贷最大拉动项，中长期贷款在信贷中质量最高，中长期贷款预示着企业投资持续恢复，有利于拉动经济增长。居民中长期贷款新增6239亿元，同比多增1501亿元，居民中长期贷款强劲与商品房销售增速反弹对应，反映出当前楼市行情较好的现象。居民短期贷款多增5242亿元，同比多增98亿元，好于往年同期水平。企业短期贷款新增3748亿元，同比少增5004亿元，是信贷最大拖累项。企业短期贷款的回落与去年疫情期间结构性货币政策工具退出有关，我们预计未来仍有回落空间。票据融资新减1525亿元，同比减少3600亿元，延续下跌趋势。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新增296亿元，同比多增2148亿元。总体来看，3月信贷不仅规模上超出市场预期，质量也明显较高。中长期贷款占比高反映出实体经济需求强劲的态势。

图1：3月份信贷质量比较高

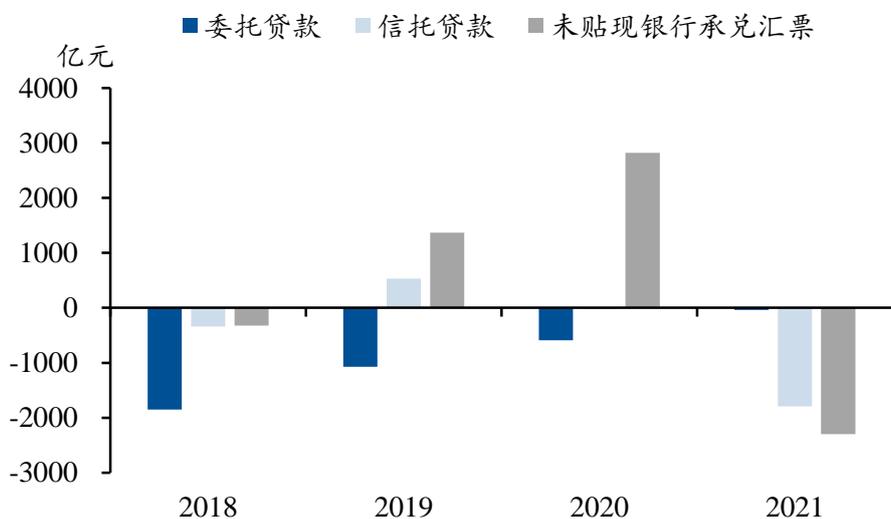


资料来源：Wind，民生证券研究院

社融数据为何低预期？3月社融新增3.34万亿元，低于市场预期的3.6万亿元。分结构来看，非标融资减少了4129亿元，同比多减6338亿元。具体来看，委托贷款减少41亿元，同比少减547亿元；信托贷款同比减少1791亿元，同比多减1770亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票减少2297亿元，同比多增

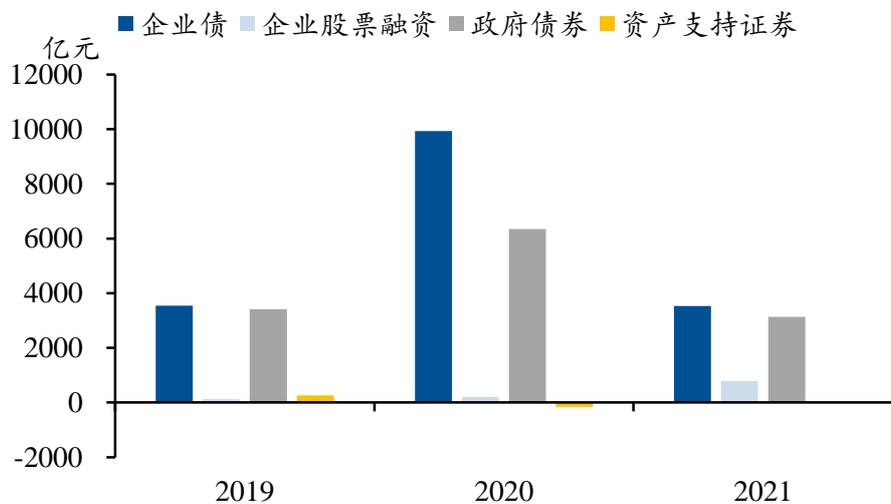
5115 亿元，是社融拖累项。未贴现银行承兑汇票减少的原因主要系未贴现银行承兑汇票存量较高，由于 1-2 月大量发行的未贴现银行承兑汇票还未消耗完，企业缺乏继续申票的动力。从整个一季度来看，2021 年一季度未贴现银行承兑汇票发行规模明显高于往年同期。由于 1-2 月大量发行，3 月末贴现银行承兑汇票回落属于正常现象。3 月企业债新增 3535 亿元，同比减少 6396 亿元，企业债同比多减的一部分原因是去年同期基数较高，属于正常现象。3 月股权融资新增 783 亿元，同比多增 585 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 3130 亿元，同比减少 3214 亿元，但与往年同期持平。由于今年财政赤字率低于去年，我们预计政府债券发行规模也会持续低于去年同期。总体来看 3 月社融不及预期主要原因系未贴现银行承兑汇票较低所致，并非监管大幅收紧所致。3 月政府债券和企业债发行规模虽低于去年，但与前年持平，处于正常区间。

图 2：3 月份未贴现银行承兑汇票低于往年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：3 月份政府债券和企业债发行规模回落至往年正常水平

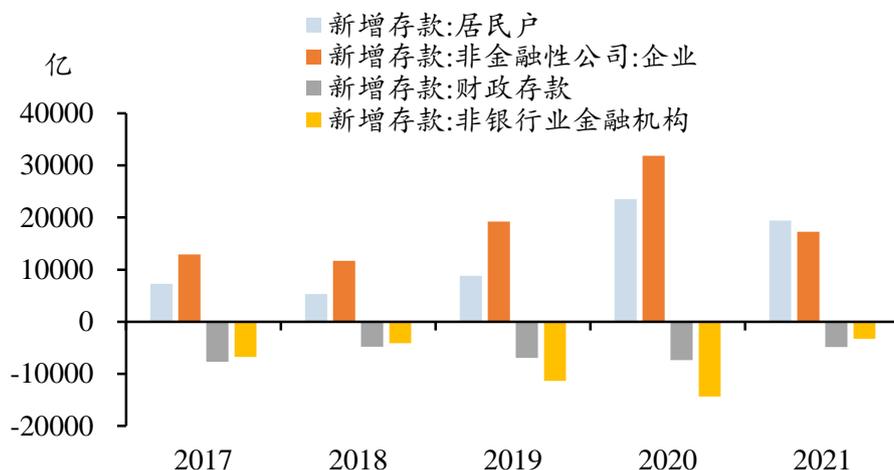


资料来源：Wind，民生证券研究院

M2 为什么下降？ 3 月 M2 增速从 2 月的 10.1% 下降至 9.4%，M2 从 7.4% 下降至 7.1%，

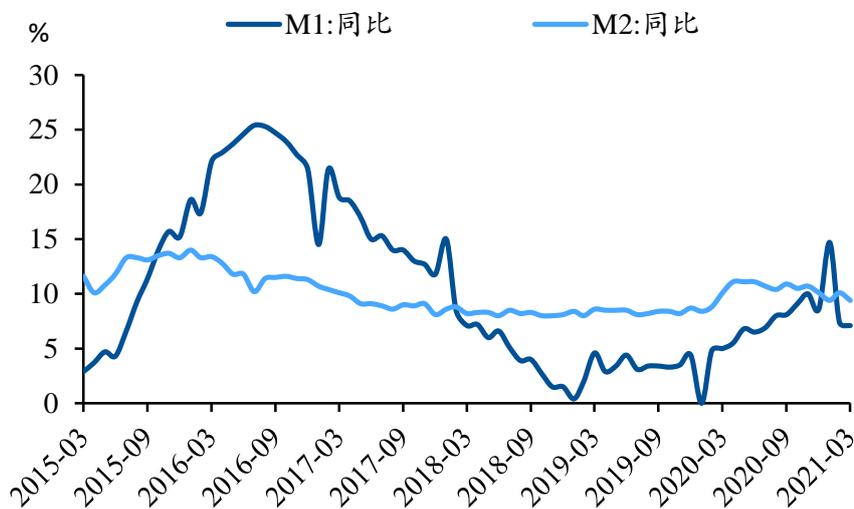
但这主要系去年同期基数较高所致。从绝对值环比来看，3月M1环比增速和M2环比增速均处于历年较高水平，与去年同期持平。因此剔除基数来看3月M1和M2增速并不低。从存款端来看，3月非金融企业存款增幅低于去年，说明企业将大量资金投入生产领域而非存入银行，不存在去年3月出现的金融套利现象。

图 4：3 月非金融企业存款同比回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：3 月 M1 和 M2 增速有所回落



资料来源：wind，民生证券研究院

2 数据背后：货币政策并未急转弯

信贷质量较高，社融规模不低。3月信贷规模不仅超过市场预期，而且企业中长期贷款占比较高，企业短期贷款和票据融资占比较低，反映出企业投资需求旺盛的事实，信贷质量非常高，且并未出现限制信贷规模增长的现象。3月社融不及预期主要系未贴现银行承兑汇票回落所致，而这种回落属于短期性回落。整体来看3月社融并不算太低，流动性并未大幅收紧。

货币政策并未急转弯，PPI上行影响大不。一季度来看银行信贷和社融并未大幅收紧，货币政策并未急转弯。当前在欧美疫情反弹的背景下全球经济复苏进程可能受挫，如果大幅收紧货币政策可能会对实体经济产生较大冲击。因此宏观政策趋于灵活稳健，着重精准调控。3月虽然PPI大幅反弹至4.4%，但PPI上行更多属于输入型通胀，并非国内需求过热引起的，且今年受猪肉价格回落影响CPI上行压力不大。因此全年来看通胀不会制约货币政策。

之前股市对社融数据过于悲观。3月底由于一季报行情叠加欧美疫情反弹，A股一度迎来反弹。但4月初以来由于顺丰业绩爆雷，叠加市场对社融增速过于悲观，导致股市下跌。实际来看3月信贷社融数据并未太差，信贷数据超预期且质量较高，社融数据仅小幅低于预期。我们预计，由于之前市场对社融数据过于悲观，以致于股市回调较大，在这一预期被证伪后股市有望迎来小幅反弹。

3 未来展望：货币政策不会快速收紧

货币政策不具备大幅收紧的条件。从央行的四目标制来看，经济增长与就业决定货币政策下限，通胀、汇率、金融风险决定货币政策上限。通胀方面，当前 PPI 上行更多是输入型涨价，而非内部需求过热引起的，且 CPI 受猪肉价格回落影响上行空间不大。汇率方面，当前中美利差仍高于 130BP 的舒适垫，人民币贬值压力不大。金融风险方面，虽然监管部门多次强调金融风险，但过快收紧货币政策反而有可能会加剧金融风险问题，引起类似信用违约之类的事件。因此我们认为未来货币政策仍不会急转弯，仍会保持精准调控的态势。

风险提示

美联储货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

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_19148

