

## 宏观点评 20220411

# 信贷超预期回升，央行还将如何发力？

2022年04月11日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

■ **信贷需求超预期缓和，信贷、社融开门红基本实现。**虽然疫情对上海、深圳的影响较大，但信贷需求并未出现太大干扰，企事业单位贷款、居民户贷款均出现大幅回升。同时，叠加地方政府债务发力，社融也出现超预期增长。然而，目前对公贷款依然占据主导作用，票据量依然较高，且每月依然存在前低后高的节奏特点。在疫情扰动因素依然存在、房地产销售疲弱的情况下，预计居民户中长期贷款将继续偏弱。结合国常会文件，我们认为本月降息的可能较低，不排除央行加快市场化手段的研究，通过其他途径降低实体融资成本的可能。

■ **疫情对3月信贷的影响有限，新增人民币贷款超预期改善，超近五年同期最高水平。**一季度人民币贷款增加8.34万亿元，同比多增规模较去年大幅上升，达6636亿元。本月信贷数据超预期的主要因素在于市场高估了疫情对信贷的影响，从2021年贷款余额占比来看，上海、深圳两地的贷款占比约为9.75%，但在对公信贷需求的有力支撑下，各期限企事业单位贷款均有良好回升，3月新增人民币贷款创近五年同期最高。同时，居民户贷款规模也出现明显改善，3月居民户贷款上升1万余亿元至7539亿元，在二线城市房地产销售规模回升的支撑下，居民户中长期贷款较上月迅速回暖，达3735亿元。

■ **信贷、地方政府债务支持3月社融超预期增长，M2同比与社融规模增速差距缩小。**一季度社会融资规模增量较上年同期多1.77万亿元，远超市场预期。在信贷规模超预期增加的基础上，3月各类直接融资规模有所上升，其中政府债务是社融超预期增长的又一主要因素，主要是由于地方政府债务托管规模的增加，约为6083亿元。同时，3月债券融资、股票融资也较上月和去年同期有所上升。另一方面，除3月末央行加大公开市场操作量，现金回收量大幅减少外，3月财政支出提速对M2增长也有一定作用，支持M2同比上升0.5个百分点至9.7%。根据近期18个地方政府公布的发行计划，2季度地方政府债务计划发行规模已达7118亿元，预计将继续对社融起到支撑作用。

■ **信贷需求边际改善，票转贴现利率较前期有所回升。**从信贷数据角度来看，3月企事业单位、居民户信贷需求均有改善，中长期贷款占比大幅回升18个百分点至55%。3月票转贴现利率较前期有所回升，与同业存单利率利差于3月末回复正区间，可见银行月末冲票现象有所缓解，信贷需求出现边际好转。同时，根据央行调查问卷结果显示，一季度央行贷款需求指数在基础设施贷款需求的带动下上升4.6个百分点至72.3%。然而也要看到，贷款需求虽有上升但较去年同期依然较弱，且房地产企业贷款需求虽有上升，但依然在47.2%的低位。

■ **结构性问题依然存在。**3月贷款发行节奏依然存在前高后低的特点，企事业单位仍占据主导作用，短期融资、票据融资同比多增9053亿元。虽然居民户新增贷款较上月有所回升，但依然疲弱，同比少增情况有所缓解但依然在-3940亿元的低位。根据全联房地产商会，3月全国商品住宅销售面积环比上升27.1%，但同比依然是下降47.6%。目前二线城市成交量出现改善，但一线、三四线城市依然较弱，或将拖累居民户中长期贷款继续走软。

■ **根据近期央行、国常会文件的表述，我们认为本月降息的可能较低，央行或将继续通过结构性货币政策发力支持实体经济发展，不排除央行加快市场化手段的研究，通过其他途径降低实体融资成本的可能。**美联储公布议息会议纪要后，加速缩表的观点促使10年期美债利率迅速上扬，现已接近2.8%。同时，根据美联储票委发言，预计5月、6月议息会议将加息50bp，并在之后的4次会议中均加息25bp，年末中性利率将达到2.5%。因此，我国年内降低政策性利率的可能已大幅减少。拓宽思路，我们认为在增加公开市场操作量、用好再贷款等政策外，央行出台市场化利率政策以降低银行资金成本亦有可能。

■ **风险提示：**地缘政治风险超预期、美联储超预期紧缩、疫情扩散超预期

### 相关研究

《加息下狠手，美联储1994的未解之谜》

2022-04-07

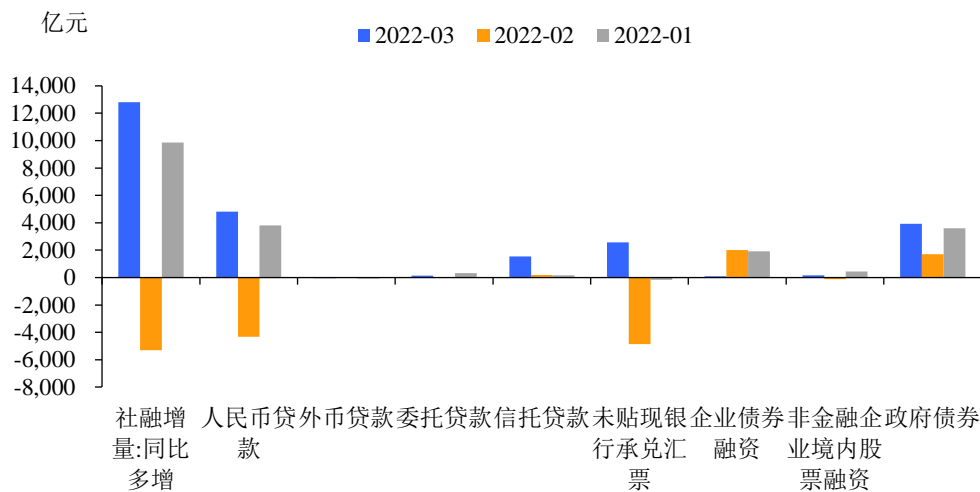
《加息缩表接踵而至，这次哪里不一样？》

2022-04-07

《从EPS到ESG，为何海外养老金的最佳实践在北欧？》

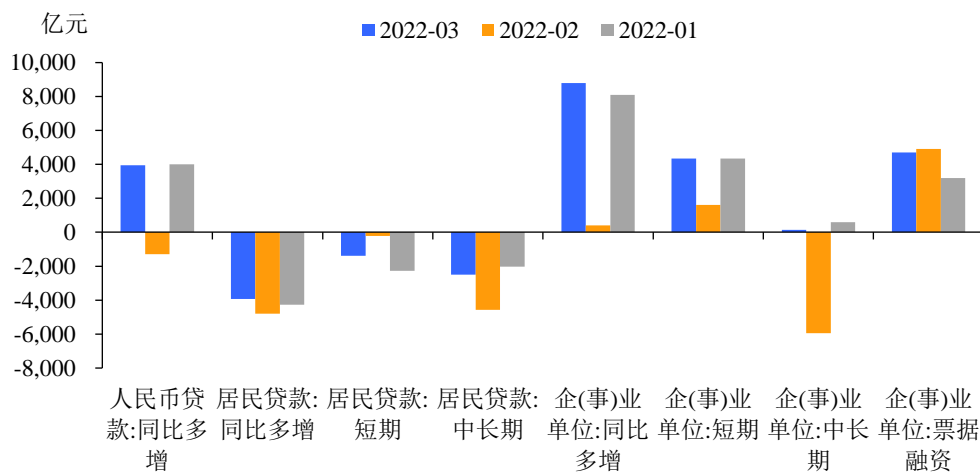
2022-04-04

图1：社融增量分项数据



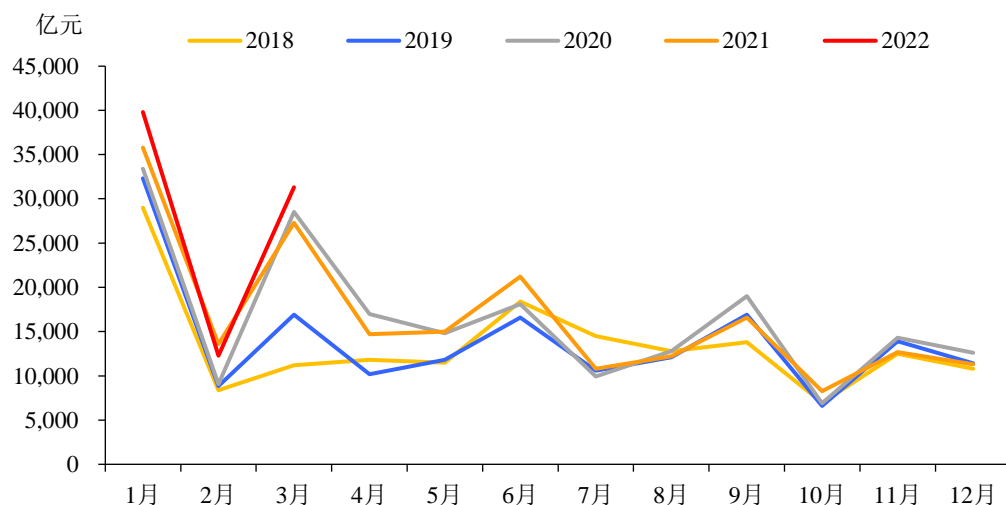
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：人民币贷款增量分项数据



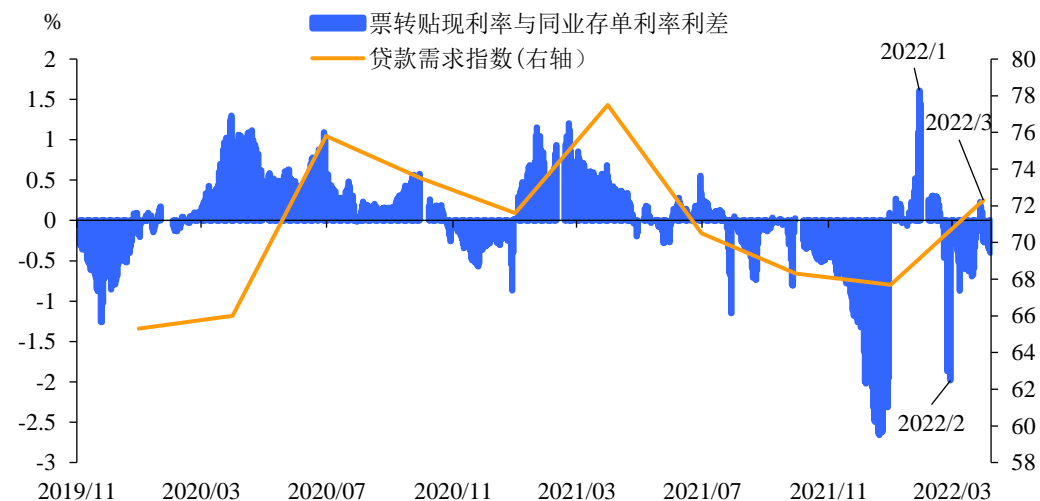
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 3月新增人民币贷款超预期改善



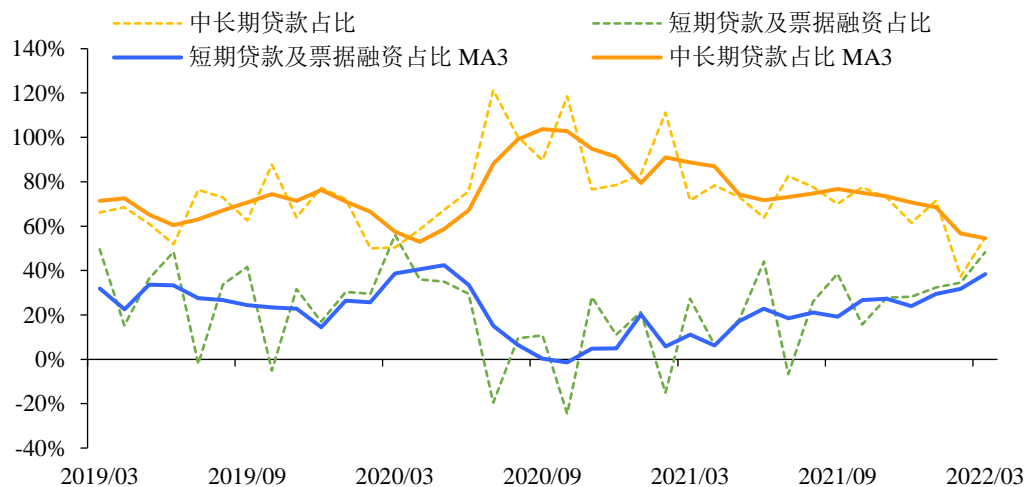
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 3月贷款需求出现边际缓和



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

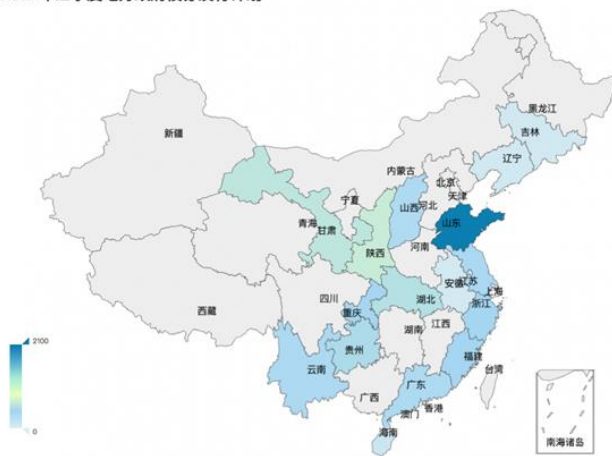
图5：3月中长期贷款占比回升，但依然较低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：地方政府债务将继续对社融起到支撑作用

2022年二季度地方政府债券发行计划



数据来源：各地方财政部，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

