

## 宏观点评报告

## “宽信用”紧推进

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号  
S1060121110020  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



## 事项：

2022年3月新增社融4.65万亿元，新增人民币贷款3.13万亿元，M2货币供应量同比增长9.7%。

## 平安观点：

- 3月社融实现强劲反弹，与我们上月“宽信用前景并不黯淡”的判断相符。结合当前国内疫情形势严峻、经济下行压力加大的情势来看，宽信用仍在加紧推进。3月社融数据超预期强劲主要得益于：一是，人民币信贷猛增3.23万亿，表内宽信用特征鲜明；二是，表外票据和信托贷款修复，带动表外融资比去年同期明显多增。这反映在经济下行压力加大情况下，金融监管的实施力度或有阶段性边际松动；三是，政府债券积极前置发行，带动直接融资比去年同期显著多增。
- 3月新增人民币贷款强于去年同期、甚至高于2020年3月货币政策大举发力时期。企业主要以短贷和票据“加杠杆”，中长期贷款从2月的大幅低于去年同期，恢复到同比略有增量。贷款需求疲弱问题尚未解决，企业短期贷款与票据融资同比多增，或可解读为监管指导下的银行贷款投放“冲量”。但是，短期贷款和票据融资为企业生产经营活动提供了必要的流动性，对实体经济平稳运行的支撑作用毋庸置疑，也是中长期贷款逐渐提升的先决条件。而居民贷款需求依旧偏弱，疫情频发、居民购房和短期消费意愿不足是困扰居民“加杠杆”的三方面问题。
- 3月M2同比增速回升0.5个百分点至9.7%，M1同比持平于4.7%。考虑到3月M1和M2的翘尾因素均明显回落，可见强劲的社融总量下，货币供应量增长有所提速。不过，3月M1同比的翘尾因素为5.09%，意味着M1的新上涨因素仍然为负，实体经济的现金流状况依然不佳，对宏观政策的发力依然有诉求。从存款结构来看，3月财政或开始加码发力，居民消费可能仍在主、客观层面受限。
- 4月以来，本土新增无症状感染者数量进一步加速增长，国内疫情防控再迎大考，从消费出行、供应链等层面对经济增长形成新压制，给全年完成5.5%左右增速目标带来新挑战。在此情况下，货币政策积极推进“宽信用”是必然选择。但与此同时，俄乌冲突持续、美联储启动加息缩表影响下，国内通胀压力从粮价、油价、上游价格传导等多角度明显加大，中美利差逼近于倒挂。这又对货币政策的进一步宽松形成明显掣肘。我们认为，近期货币政策发力的侧重点或在于再贷款的扩面与增量、银行个人住房贷款利率的压降、以及更加强调财政政策的落实和房地产的因城施策等，降准、降息的可能性有所下降。至于政策对于新形势下经济增速目标的态度和相应的调整，还需要等待月底中央政治局会议的定调。

## 一、社融数据实现强反弹

继2月社融大幅收缩后，3月社融数据实现强劲反弹，与我们上月“宽信用前景并不黯淡”的判断相符，结合当前国内疫情形势严峻、经济下行压力加大的情势来看，宽信用仍在加紧推进。2022年3月新增社会融资规模4.65万亿，同比多增1.27万亿，相比2020年3月疫情时期仅少增5338亿元。社融存量同比增长10.6%，相比上月提升0.4个百分点，比1月的高点也进一步提升0.1个百分点。

3月社融增长的大类结构较为均衡，信贷融资、表外融资、直接融资分别同比多增4474亿、4262亿、4183亿，分项中只有外币贷款和ABS+贷款核销同比分别小幅少增43亿和481亿。3月社融数据超预期强劲主要得益于：

一是，人民币信贷猛增3.23万亿，比2020年同期还多1938亿，表内宽信用特征鲜明。

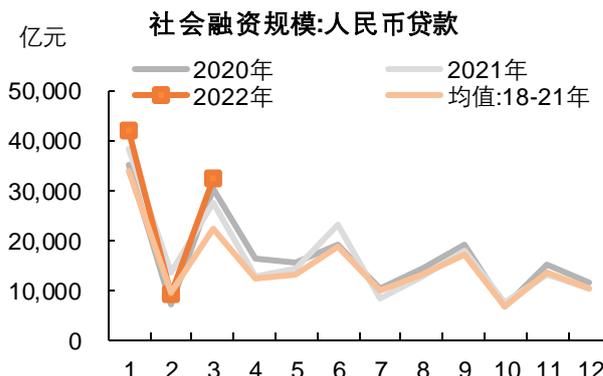
二是，表外票据和信托贷款的修复，带动表外融资比去年同期明显多增，反映在经济下行压力加大情况下，金融监管的实力度可能有阶段性的边际松动。1) 新增委托贷款106亿元，而2018年以来3月委托贷款均为负增，今年以来委托贷款的规模压降开始告一段落。2) 信托贷款减少259亿元，同比少减1532亿。虽然2022年融资类信托规模压降20%的要求仍有可能延续，但随着信托贷款存量规模的下降，信托贷款压降的幅度将有所减弱。3) 未贴现银行承兑汇票增加286亿元，而去年3月票据融资严监管下为减少2296亿。不过，相比于2020年同期的增加2818亿元，表外票据融资算不上爆发式增长。

图表1 2022年3月社融增速回升至10.6%



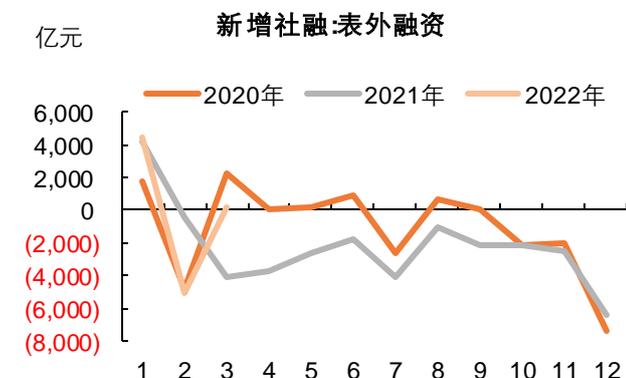
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 2022年3月新增人民币贷款为近年来最高



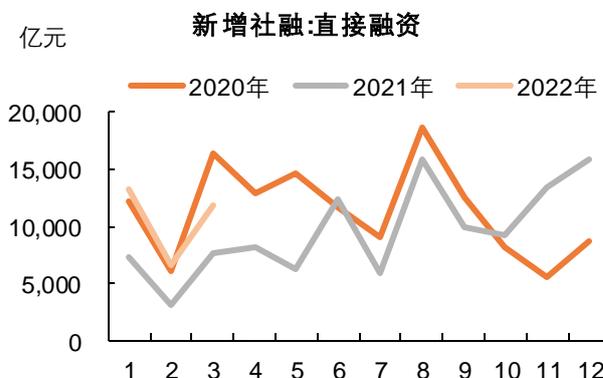
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 2022年3月表外融资较去年同期显著修复



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 2022年3月政府债继续带动直接融资同比多增



资料来源:wind, 平安证券研究所

三是，政府债券的积极前置发行，带动直接融资比去年同期显著多增。1) 企业债净融资 3894 亿元，同比略微多增 87 亿。其中，Wind 口径城投债实现净融资 1990 亿元，较 2 月明显好转，但仍不及去年 3 月水平；地产债净融资约 116.78 亿元，继 2 月转正后进一步小幅增长，而去年 3 月为大幅负增。城投和地产企业的债券融资均呈现一定修复。但相比于 2020 年，国务院要求引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿的政策背景，今年企业债券融资力度有所不及。2) 非金融企业境内股票融资 958 亿元，同比进一步多增 175 亿元。股票注册制的逐步推进，仍有利于股票融资扩容。3) 政府债券净融资 7052 亿元，同比多增 3921 亿元，相比 2020 年同期亦多增 708 亿元，政府债券发行更加积极。

## 二、信贷增长倚重于企业部门

3 月新增人民币贷款强于去年同期、甚至高于 2020 年 3 月货币政策大举发力时期。企业主要以短贷和票据“加杠杆”，中长期贷款从 2 月的大幅低于去年同期，恢复到同比略有增量，而居民贷款需求依旧偏弱。3 月新增人民币贷款 3.13 万亿，同比多增 4000 亿元，相比 2020 年同期多增 2800 亿元；贷款存量增速同比持平于 11.4%。具体地：

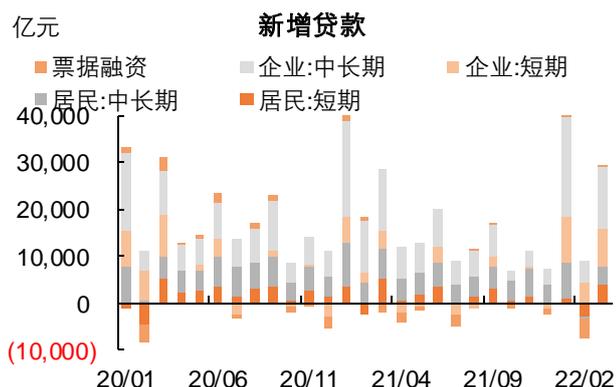
居民户中长期贷款与短期贷款同比少增，疫情频发、居民购房和短期消费意愿不足是困扰居民户“加杠杆”的三方面问题。

1) 居民短期贷款增加 3848 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别少增 1394 亿元、1296 亿元。3 月国内疫情形势严峻，抑制着居民的日常消费需求与短期贷款意愿。2) 居民中长期贷款增加 3735 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别少增 2504 亿元、1003 亿元，主因商品房销售疲弱，居民按揭贷款需求不足。

企业端融资同比增量主要源于短期贷款和票据融资，中长期贷款同比增量不多。虽然贷款需求疲弱的问题尚未解决，但短期纾困贷款的投放对实体经济的平稳运行亦有支撑。1) 企业短期贷款新增 8089 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 4341 亿元、少增 663 亿元。2) 票据融资新增 3187 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 4712 亿元、1112 亿元。3) 企业中长期贷款新增 13448 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 148 亿元、3805 亿。

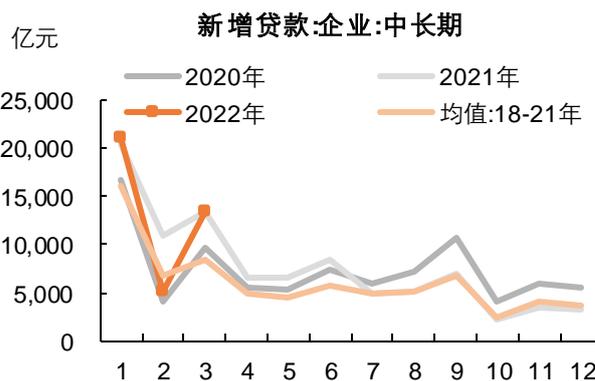
企业短期贷款与票据融资的同比多增或可解读为监管指导下的银行贷款投放“冲量”。然而，在疫情频发的宏观背景下，短期贷款和票据融资为企业生产经营活动提供了必要的流动性，在“助企纾困”、“保就业、保民生、保市场主体”方面的积极意义毋庸置疑，也是中长期贷款逐渐提升的先决条件。

图表5 3 月企业短贷与表内票据占新增贷款的 36%



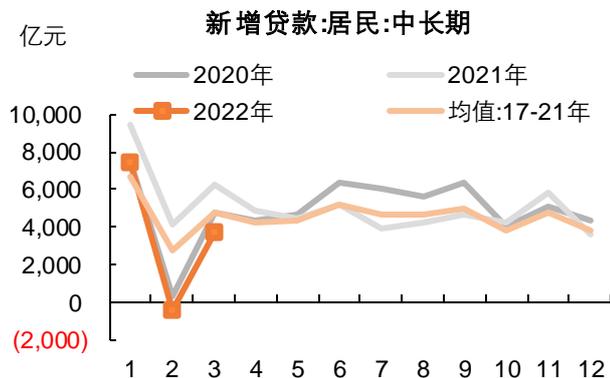
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 3 月企业中长期贷款同比小幅多增



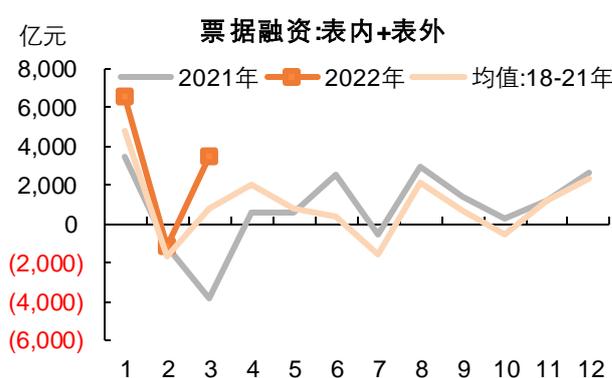
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 3月居民中长期贷款弱于历史同期



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 3月表内票据多增、表外票据基本持平



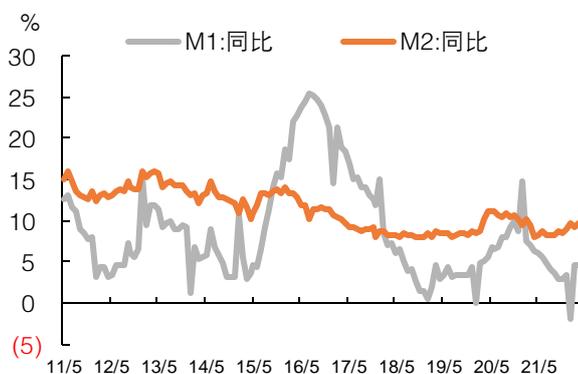
资料来源:wind, 平安证券研究所

我们曾在此前报告《2022年宽信用何时显成色?》中对宽信用的成色指标——中长期贷款进行详细的拆分。我们推测，保障房、基建和绿色领域或是3月企业中长期贷款的投放重点。一是，央行和银保监会2月8日发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，地方政府也积极布局保障房相关项目，上海、广州、南京、青岛、郑州等城市陆续发布保障性租赁住房项目认定办法与管理办法，深圳等地在集中供地方案中也提出同时建设普通商品住房和保障性租赁住房的相关要求。二是，“两会”定调后财政政策更为积极，以水利工程为代表的传统基建领域开工提速，与之配套的贷款或有较大规模的提升。水利部相关负责人表示今年可完成水利投资约8000亿元。“兵马未动，粮草先行”，相关的贷款需求或领先于投资的完成，提早投放。三是，在“碳达峰”“碳中和”的目标导向下，2019-2021年绿色领域（不含基建）的贷款分别增长44.9%、69.7%、52.7%。在碳减排支持工具与煤炭清洁生产再贷款支撑下，绿色领域（不含基建）的中长期贷款需求或被更充分地满足，成为一季度企业中长期贷款的重要增长点。

### 三、货币供应量增长提速

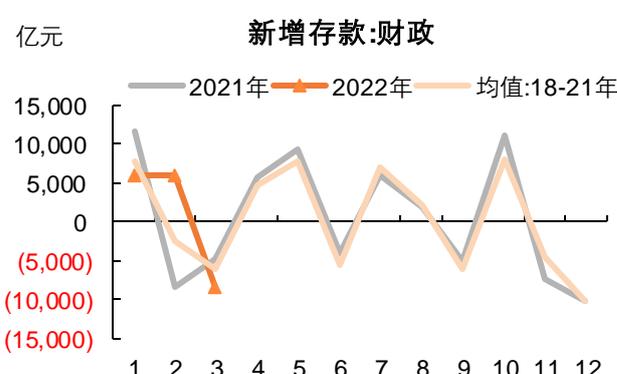
3月M2同比增速回升0.5个百分点至9.7%，M1同比持平于4.7%。考虑到3月M1和M2的翘尾因素均明显回落，可见强劲的社融总量下，货币供应量增长有所提速。不过，3月M1同比的翘尾因素为5.09%，意味着M1的新上涨因素仍然为负，实体经济的现金流状况依然不佳，对宏观政策的发力依然有诉求。

图表9 2022年3月M2增速回升，M1增速持平



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表10 2022年2月新增财政存款降至明显低于季节性



资料来源:Wind, 平安证券研究所

从存款结构来看，3月财政或开始加码发力，居民消费可能仍在主、客观层面受限。3月新增人民币存款 4.49 万亿，同比多增 8600 亿；人民币存款余额增速 10%，相比上月提升 0.2 个百分点。其中，1) 居民部门存款同比多增 7623 亿，从 2 月的异常偏低中得以修复，但可能仍然对居民消费意愿不足的体现。2) 企业部门存款继续同比多增 9221 亿，除了信贷支持强化外，可能也与针对中小企业及特殊困难行业加大阶段性税收减免、部分社保费缓缴等财政政策的支持相关。3) 财政存款同比多降 3571 亿，从 2 月的异常正增长中大幅跌落。政府债券融资的同比显著多增，叠加财政存款的同比大幅多降，或意味着财政政策开始加码发力。4) 非银行业金融机构存款同比多降 3040 亿，3 月受俄乌冲突持久化、国内疫情反扑影响，股票市场再度大幅下跌，资金入市意愿疲弱、银行理财净值化后赎回增加，导致非银存款降幅较大。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033