

需求乏力，亟待政策落地

——2022年3月金融数据点评

2022年4月11日

A股策略	事件点评
------	------

分析师	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521050001
研究助理	孙涤	电话：010-66555181	邮箱：sundi-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121040003

事件：

2022年4月11日，中国人民银行发布2022年3月金融数据。3月新增社融4.65万亿元，较上年同期多增1.27万亿元，同比增速抬升0.4个百分点。

主要观点：

3月社融总量亮眼、结构较差。3月社融总量同比多增，增速环比抬升0.4个百分点。但结构来看，多增仍主要依靠稳增长政策拉动，居民企业实际需求偏弱。**稳增长政策下地方债加速发行。**3月单月、Q1地方债发行、净融资规模均同比大增，发行前置对社融起到正向支撑。**居民、企业需求均未恢复。**人民币贷款中，居民短期、中长期贷款均少增，企业贷款主要靠短贷拉动，中长期多增仅百亿元。

疫情冲击下基本面压力加大是主要原因。3月下旬确诊人数骤增，疫情对基本面形成冲击，物流指数、重要建筑材料价格均自3月中旬持续下行至月末，导致居民、企业贷款需求整体少增。

新一轮稳增长政策待发力。16日金融委会议后，4月6日、7日召开的国常会、经济形势座谈会两次重要会议均强调基本面“突发因素超出预期”，政策上要“把稳增长放在更加突出的位置”，预计下阶段新一轮稳增长政策将发力。

预计货币政策落地形式为降准而非降息。一方面，当前货币政策重点偏向于对实体经济支持，降准可以通过定向等方式实现精准传导；二是历史上美联储加息期间我国未出现过降息操作，但多次出现过降准操作，因此降准是更适合目前全球加息环境的选择。

风险提示：宏观经济超预期波动，货币政策超预期收紧。

目 录

1. 弱：居民、企业需求尚未恢复	3
2. 强：政策提振下，地方债发行规模大增	3
3. 疫情加重基本面压力，新一轮稳增长政策待发力	4
4. 为什么是降准不是降息	5
5. 风险提示	6

插图目录

图 1： 3月社融分项同比多增	3
图 2： 3月人民币贷款分项同比多增	3
图 3： 2022Q1 地方债发行规模同比大增	4
图 4： 水泥、玻璃、钢材指数同比增速3月中旬以来持续下行	4
图 5： 运输物流指数自3月中旬下行至月末	4
图 6： 中美加息周期	6

表格目录

表 1： 4月重要会议强调稳增长重要性	5
---------------------------	---

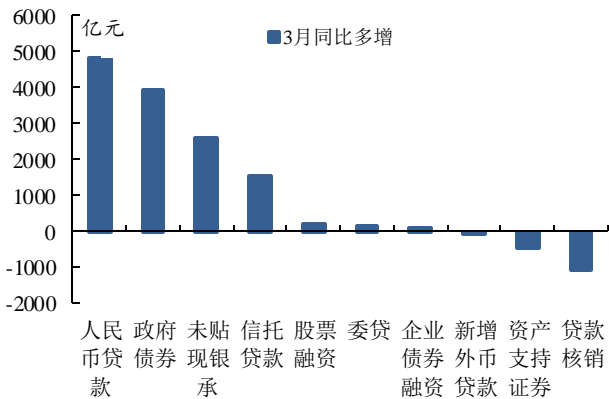
3月社融总量亮眼、结构较差，主要是居民、企业中长期贷款整体少增，近期高频数据显示基本面受疫情冲击较大，4月6日、7日召开两次重要会议也明确有些因素“超出预期”，稳增长要“放在更加突出的位置”，新一轮稳增长政策亟待发力，考虑到全球加息大背景，下阶段货币政策更大概率以降准而非降息形式落地。

1. 弱：居民、企业需求尚未恢复

3月社融同比多增，主要依靠贷款、政府债、未贴现银承拉动。3月新增社融4.65万亿元，较上年同期多增1.27万亿元，同比增速抬升0.4个百分点至10.6%。分项来看，人民币贷款、政府债券、未贴现银承分别多增4817、3921、2582亿元，是拉动社融多增最主要分项。

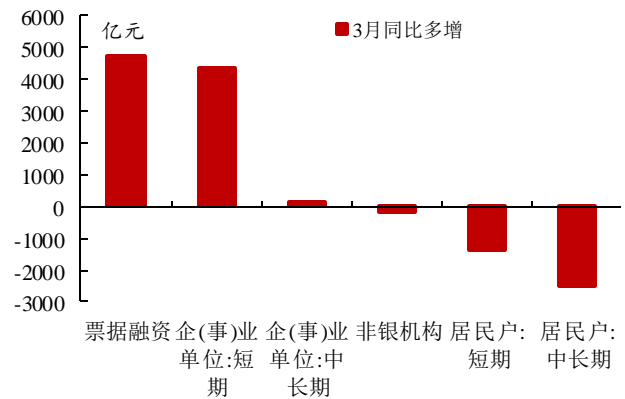
总量亮眼但结构不佳，居民、企业需求均未恢复。人民币贷款中，居民短期、中长期贷款分别少增1394、2504亿元；企业短期、中长期贷款分别多增4341、148亿元，显示居民、企业贷款需求均偏弱，信贷数据主要靠短贷和票据融资。

图1：3月社融分项同比多增



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图2：3月人民币贷款分项同比多增



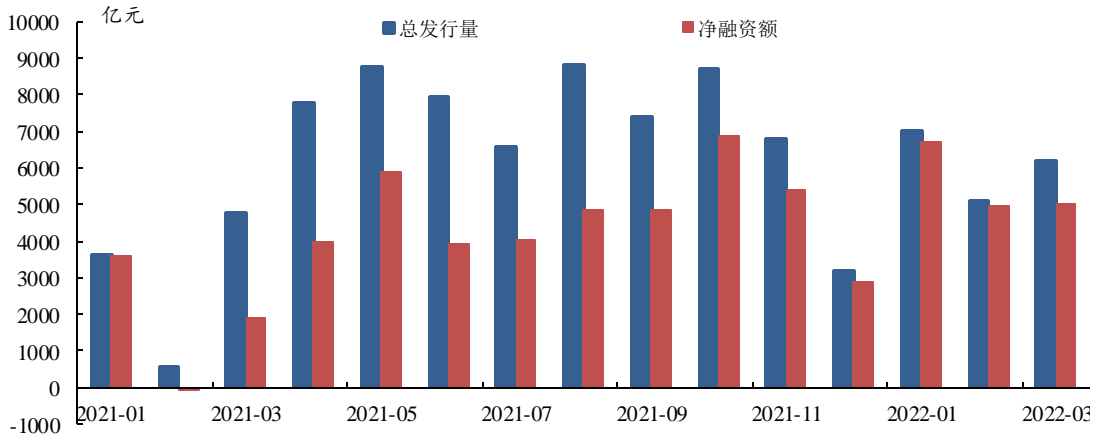
资料来源：WIND，东兴证券研究所

2. 强：政策提振下，地方债发行规模大增

3月地方债发行规模同比大增，预计二季度政府债仍对社融有正向支撑。Q1地方债发行规模共计1.82万亿元，较上年同期多增9295亿元，净融资多增1.1万亿元；3月地方债发行、净融资规模分别同比多增1416、3145亿元，稳增长政策下地方债加速发行对社融起到正向支撑作用。

二季度地方债对社融支撑继续。3月29日国常会提到“要抓紧下达剩余专项债额度，向偿债能力强、项目多储备充足的地区倾斜。去年提前下达的额度5月底前发行完毕，今年下达的额度9月底前发行完毕”，政策基调依然为地方债前置发力。

图3：2022Q1 地方债发行规模同比大增



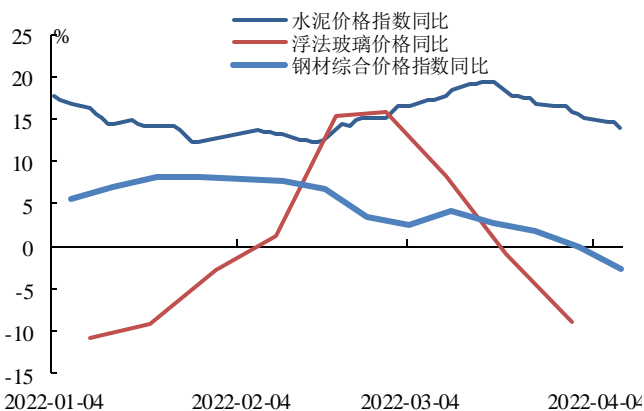
资料来源：WIND，东兴证券研究所

3. 疫情加重基本面压力，新一轮稳增长政策待发力

疫情压制基本面高频数据表现。3月下旬新增确诊人数再次骤增，截至4月11日每日新增确诊人数仍在千人以上。疫情对运输物流、制造业等均有负面影响，3月中旬开始货运流量指数、物流园吞吐指数持续下行至月末，水泥、玻璃、钢材价格同比增速3月10至30日分别下降1.8、17.3、4.0个百分点。基本面下行压力加大也是本次社融结构较差，居民、企业贷款需求少增的主要原因。

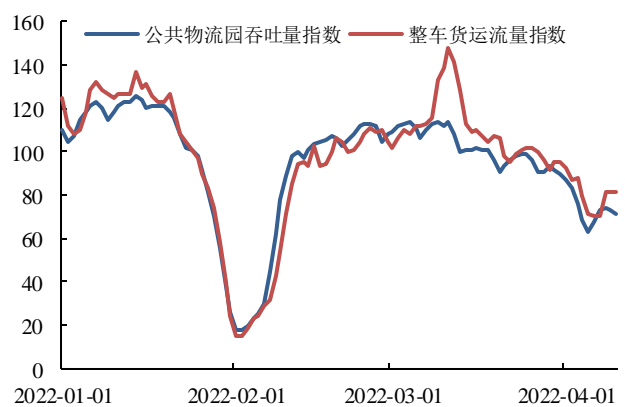
会议关注基本面压力，下阶段稳增长政策将再发力。16日金融委会议以来，4月6日国常会和4月7日经济形势座谈会均强调“有些突发因素超出预期”，政策上要“把稳增长放在更加突出的位置”、“政策举措要靠前发力”。确认基本面压力加大，下阶段新一轮稳增长政策将发力。

图4：水泥、玻璃、钢材指数同比增速3月中旬以来持续下行



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图5：运输物流指数自3月中旬下行至月末



资料来源：WIND，东兴证券研究所

表1：4月重要会议强调稳增长重要性

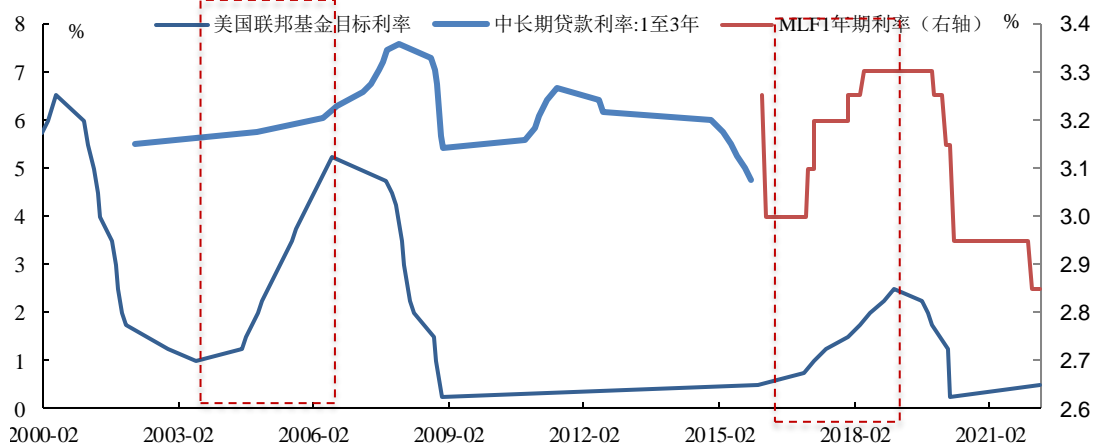
日期	会议	基本面情况	政策措施
		当前我国经济运行总体保持在合理区间，但国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期	把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘
4月6日	国常会	国内疫情近期多发，市场主体困难明显增加，经济循环畅通遇到一些制约，新的下行压力进一步加大	针对突出困难加大纾困和就业兜底等保障力度：一是特困行业，在今年二季度实施暂缓缴纳养老保险费。二是延续执行失业保险保障阶段性扩围政策。三是提高中小微企业失业保险稳岗返还比例。
			适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持：一是加大稳健的货币政策实施力度，保持流动性合理充裕。二是研究采取金融支持消费和有效投资的举措。三是支持重点领域和薄弱环节融资。
4月7日	经济形势专家和企业座谈会	当前世界局势复杂演变，国内疫情近期多发，有些突发因素超出预期，对经济平稳运行带来更大不确定性和挑战	政策举措要靠前发力、适时加力，已出台的要尽快落实到位，明确拟推出的尽量提前，同时研究准备新的预案。 当前一些市场主体特别是中小微企业、个体工商户困难多、压力大，必须着力帮扶他们渡过难关。 要深化改革，营造市场化法治化国际化营商环境。

资料来源：中国政府网，东兴证券研究所

4. 为什么是降准不是降息

16日金融委会议提到的“货币政策主动应对”尚未落地，下一阶段一定会出现相应的货币政策操作，只是具体形式不确定。一方面，当前货币政策重点偏向于对实体经济支持，也即巩固宽信用成果，降准可以通过定向等方式实现精准传导；二是海外货币政策对降准约束更小，历史上美联储加息期间我国未出现过降息操作，但多次出现过降准操作，因此降准是更适合目前全球加息环境的选择。

图6：中美加息周期



资料来源：WIND，东兴证券研究所

5. 风险提示

宏观经济超预期波动，货币政策超预期收紧。

分析师简介

分析师：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020年7月加入东兴证券研究所，负责A股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪A股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：孙涤

对外经济贸易大学金融硕士，曾就职于中债资信研究部，负责债券市场研究。2021年3月加入东兴证券研究所，侧重货币政策分析，市场流动性研判，利率走势分析，投资者行为研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526