

总需求仍然是问题的关键

——3月金融数据点评 20220411

报告日期： 2022-04-11

主要观点：

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：张伟

执业证书号：S0010522030003

电话：18811507660

邮箱：zhangwei@hazq.com

● 事件：

4月11日，央行发布2022年3月金融数据。3月，M2同比增长9.7%，增速较上月提高0.5pct，较去年同期提升0.3pct；社会融资规模增量4.65万亿元，较去年同期多增1.27万亿元；社融存量同比增长10.6%，环比提升0.4pct。

● 总需求仍然是问题的关键

3月的社融数据与1月极为相似，都表现出总量强而结构弱的特征。总量和结构的持续背离，一方面符合宽信用初期的历史经验，是政策主动、实体被动的表征，另一方面也再次体现了政策宽信用的决心。

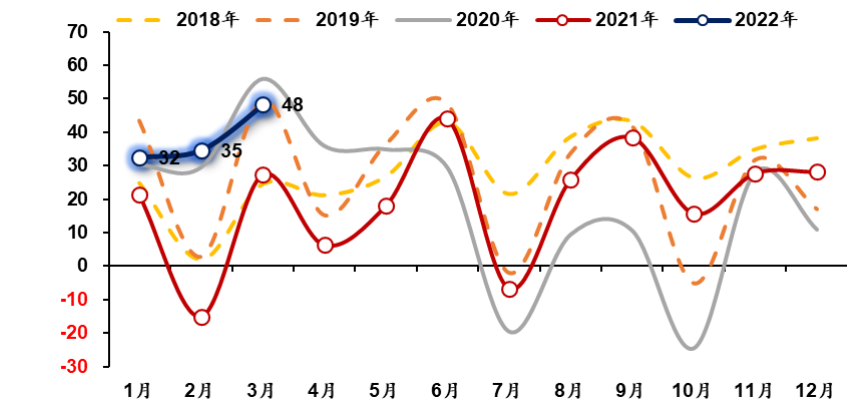
◆ 偏弱的结构说明主动融资需求仍然不足。

3月新增社融4.65万亿元，规模接近2020年同期，较去年同比多增1.27万亿元，总量上显著地超出了市场此前预期。

结构整体偏弱、主动融资需求不足仍然是本月信用端的主要特征。从三个角度来看：

1) 投向实体的人民币贷款多增4,817亿元，但增量仍然主要由短贷及票据融资贡献，中长期贷款同比仍然少增2,356亿元。3月短贷票据在新增人民币信贷中的占比达到了48.3%，环比2月提升约14pct，已经接近2019、2020年同期水平。而2019、2020年3月同样也处于稳增长压力较大的阶段。

图表 1 短贷及票据融资在新增人民币贷款中的占比继续提升 (单位: %)

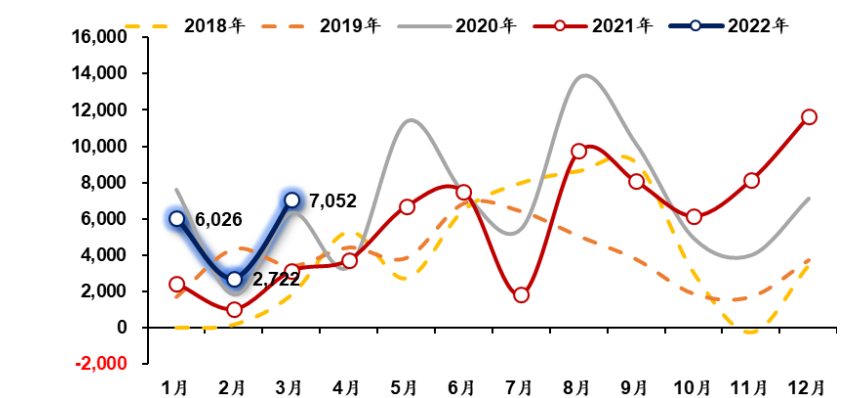


资料来源: Wind, 华安证券研究所

2) 居民中长期尽管较 2 月有明显的回升, 但仍然是近 5 年以来同期最低值, 与 2018 年 3 月基本接近, 远低于 2019-2021 年同期, 较 2021 年 3 月少增约 2,500 亿元, 说明当前居民购房的意愿仍然处在偏弱的状态, 与 3 月房地产销售数据基本吻合。但需要注意的是, 由于深圳、上海 3 月先后发生了疫情, 对居民购房造成了客观上的阻碍, 可能也是导致居民中长期贷款回升幅度有限的原因之一。

3) 社融中, 人民币贷款贡献了同比多增的 38%, 政府债务贡献 31%, 二者合计占比接近 70%。考虑到 3 月信贷结构仍然偏短, 实际上 3 月超预期的社融总量仍然不是实体部门主动融资的结果。而 4 月由于提前批地方债和正式批次在发行的衔接上存在断档, 政府债融资很有可能会出现季节性回落, 届时对社融的支撑效果可能会有所弱化。

图表 2 政府债务融资同比多增 3,921 亿元 (单位: 亿元)



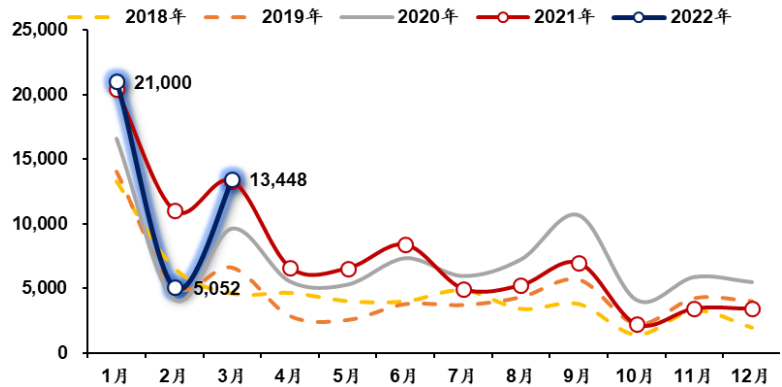
资料来源: Wind, 华安证券研究所

◆ 不过, 信用方面出现了两个值得关注的亮点。

一方面, 虽然短贷票据占比仍然高居不下, 但企业中长期贷款出现了改

善的迹象。3月新增企业中长期贷款1.34万亿元，规模与2021年持平且略多，环比2月多增约8,400亿元，环比回升幅度大幅超出季节性规律，说明企业的投融资需求已经开始边际好转。行业方面，由于地产销售仍为见底，部分房企债务风险仍在扩大，我们认为基建可能是3月对公中长期贷款主要的投放领域。

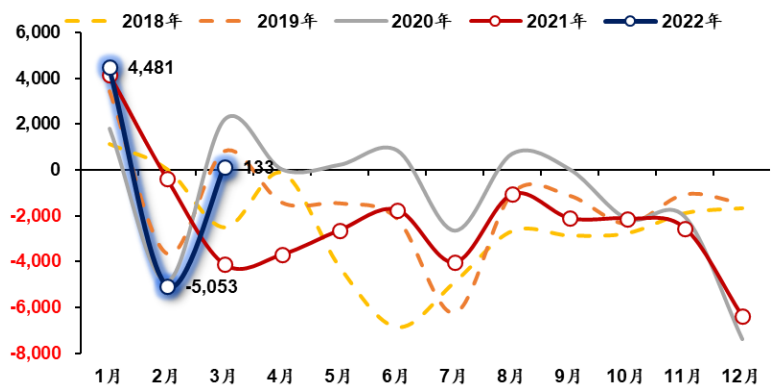
图表 3 企业中长期贷款环比 2 月多增约 8,400 亿元（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

另一方面，非标融资出现了小幅的正增长。表外三项合计新增133亿元，与2021年同期相比多增4,129亿元，反弹趋势接近2019、2020年。从历史经验来看，如果非标融资能够出现持续的改善，对宽信用而言无疑是一种助益。

图表 4 表外三项合计同比多增 4,129 亿元（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

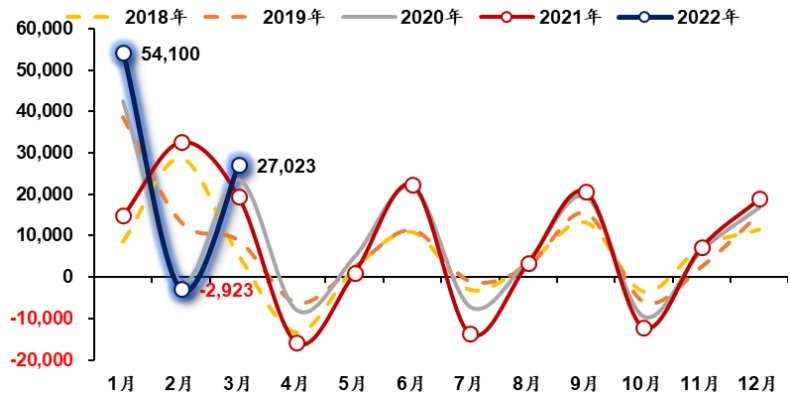
◆ 居民存款和财政存款的别离指向支出意愿的分化。

存款方面，本月主要关注居民存款和财政存款的变化。

3月，居民存款增加2.7万亿元，同比多增7,623亿元，环比多增近3万亿元，与3月历来边际回落的季节性规律大相径庭。居民存款的超季节

性回升，反映居民支出意愿出现了明显的弱化。一方面，从3月非银存款同比多减3,040亿元来看，3月资本市场的大幅调整引发了居民对资管产品的大量赎回，从而在存款端表现出了由非银向居民“搬家”的现象。另一方面，疫情反复以及居民对房地产市场预期的弱化，也压制了居民的消费、投资意愿。央行一季度问卷调查显示，愿意更多储蓄的占比较去年四季度提升了2.9pct，同时更多消费、更多投资的占比分别下滑1.0、1.9pct。

图表 5 居民存款出现了超季节性回升（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

财政存款的表现则与居民存款正好相反，3月净减少8,425亿元，同比多减3,571亿元，是财政政策积极前置发力的体现。总需求不足是稳增长初期阶段的主要特征，在今年尤为突出，此时需要财政政策更大发力来予以对冲。李克强总理在今天经济形势部分地方政府主要负责人座谈会上提出“上半年要大头落地，形成更多实物工作量”，我们预计财政支出在上半年仍然会呈现加速的趋势，对总需求的回落进行对冲。

此外，M2同比录得9.7%，提升0.5pct，而M1同比4.7%与上月持平，导致M2-M1剪刀差走阔0.5pct，说明资金的活化程度未见明显好转。

● 投资策略：短期不悲观，中期需谨慎。

3月社融数据给出的信号与我们在周度思考《消失的借款人与推石头的绳子》中提示的关注点基本一致，当前稳增长、宽信用的关键症结在于融资需求的缺失，尤其是居民存款超季节性多增与仍然偏弱的中长期贷款的同时出现，更是确认了当前总需求存在明显的不足。

当宽信用的阻碍在需求端而非供给端时，货币政策能做的事情很有限，我们认为目前应当适当降低对进一步宽货币的预期，尤其是要降低对降准、降息的预期。进一步货币宽松至少应该等到融资需求出现修复以后，这

样才能充分发挥货币政策的效果。

在稳增长目标依然坚定的前提下，对政策的期待更应该瞄准能够“推石头”的工具——产业政策与财政政策。关注核心二线城市限购、限售政策的变化，以及城投融资政策放松以及发行特别国债的可能性。

对利率债而言，考虑到本轮疫情的影响可能会贯穿整个 4 月，因此我们继续维持“短多长空”的看法。短期，基本面未见拐点，社融数据显示融资需求仍然偏弱，利率不太会有明显的压力，同时市场对宽货币的预期博弈将会使利率延续此前的震荡风格，建议继续把握杠杆套息、强化交易、哑铃组合等增厚收益的空间。中期，在看到淡化稳增长目标的信号之前，中长期利空依旧存在，债市需要有防御思维，建议配置资金在维持短久期的情况下等待利空释放后的配置机会。

● 风险提示

海外地缘政治事件发展超预期；疫情反复具有不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

分析师：张伟，华安固收分析师，对外经济贸易大学本硕，3年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。