

3月金融数据点评

总量回暖超预期，结构改善不明显

3月新增社融4.65万亿元，较去年同期多增1.27万亿元，较2月多增3.45万亿元，高于市场预期。3月社融存量同比增长10.6%，较2月上升0.4个百分点，重回上升趋势。

- 信贷投放和政府债务融资推动社融总量增长。3月新增人民币贷款3.23万亿元，同比多增4817亿元，环比多增2.32万亿元，高于市场预期。社融各个分类当中，表内融资较去年同期多增4774亿元，表外融资同比多增4262亿元，直接融资同比多增262亿元；细项看，政府债券同比多增3921亿元，汇票同比多增2582亿元，与人民币贷款共同推动了社融总量增长，其中主要驱动因素仍在于财政政策逆周期调节下，基建投资的大幅提速。
- 人民币贷款占比持续提升。从社融存量结构来看，2022年3月与2月相比，人民币贷款占比较2月上升了0.14%，企业债融资占比下降0.04%，政府债券占比下降0.02%；与去年同期相比，政府债券和人民币贷款占比依旧大幅上升，股票占比小幅上升。
- M2增速高于预期，M2-M1剪刀差走阔。3月M2同比增长9.7%，较2月上升0.5个百分点；M1同比增长4.7%，持平2月；M0同比增长9.9%，较2月上升4.1个百分点。3月单位活期存款同比增长3.86%，较2月下降0.69个百分点，准货币同比增长11.58%，较2月上升0.78个百分点。3月M2增速高于预期，主要是由于财政政策提前发力下财政存款减少，叠加居民存款及企业存款同比多增，派生存款能力增强所致。M2-M1剪刀差走阔，仍然显示出企业投资意愿不高、企业资金活化程度下降的趋势。
- 信贷总量超预期，结构仍然偏弱。3月新增贷款3.13万亿元，较去年同期多增4000亿元，其中短贷及票据新增1.51万亿元，较去年同期多增7659亿元，中长贷新增1.72万亿元，较去年同期多增4712亿元。3月贷款数据总量回暖，结构仍偏弱：居民中长贷恢复正增长，但仍呈现同比少增，且3月受疫情冲击，居民短贷和中长贷都较为疲弱，后续仍需重点关注房地产销售情况；企业中长贷同比多增148亿元，表明实体经济中长期融资需求仍然偏弱。但考虑到目前仍处于宽信用中期阶段，预计短期内金融数据仍将保持总量升、结构差的特征。
- 企业存款和居民存款多增，投资消费意愿偏弱。3月新增存款4.49万亿元，较去年同比多增8600亿元，其中居民存款新增2.70万亿元，较去年同期多增7623亿元，企业存款新增2.65万亿元，较去年同比多增9221亿元。居民存款和企业存款较去年同期的明显大幅多增，与前述M2增速高于预期相对应，也表明了当前受疫情等因素影响，企业投资和居民消费意愿表现不强。
- 总体看来，虽然总量数据超预期，但结构数据仍有明显短板，市场无法完成达成宽信用共识。鉴于4月6日国常会提及“适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具”，结合当下疫情形势仍不明朗等因素干扰，我们认为货币宽松仍有一定想象空间。
- 风险提示：信贷投放超预期；流动性环境趋紧；国内新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《3月通胀点评：国际大宗商品和国内疫情推动通胀超预期》20220411

《大类资产配置周报(2022.4.10)：“回落”是二季度的关键词》20220410

《宏观周报：本周国常会释放多方面信息》20220410

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

社融大幅高于市场预期，存量增速显著反弹。3月新增社融4.65万亿元，较去年同期多增1.27万亿元，较2月多增3.45万亿元，高于市场预期。3月社融存量同比增长10.6%，较2月上升0.4个百分点，重回上升趋势。

信贷投放和政府债务融资推动社融总量增长。3月新增人民币贷款3.23万亿元，同比多增4817亿元，环比多增2.32万亿元，高于市场预期。社融各个分类当中，表内融资较去年同期多增4774亿元，表外融资同比多增4262亿元，直接融资同比多增262亿元，其中表外融资占比延续回落，但下降压力趋缓，直接融资中企业债和股票融资则均呈现同比多增；细项看，政府债券同比多增3921亿元，汇票同比多增2582亿元，与人民币贷款共同推动了社融总量增长，其中主要驱动因素仍在于财政政策逆周期调节下，基建投资的大幅提速。

图表 1. 新增社融构成和变化 (单位: 亿元)

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	46500	32328	239	106	(259)	286	3894	958	7052
环比	34572	23244	(241)	180	492	4514	517	373	4330
同比	12738	4817	(43)	148	1532	2582	87	175	3921

资料来源: 万得, 中银证券

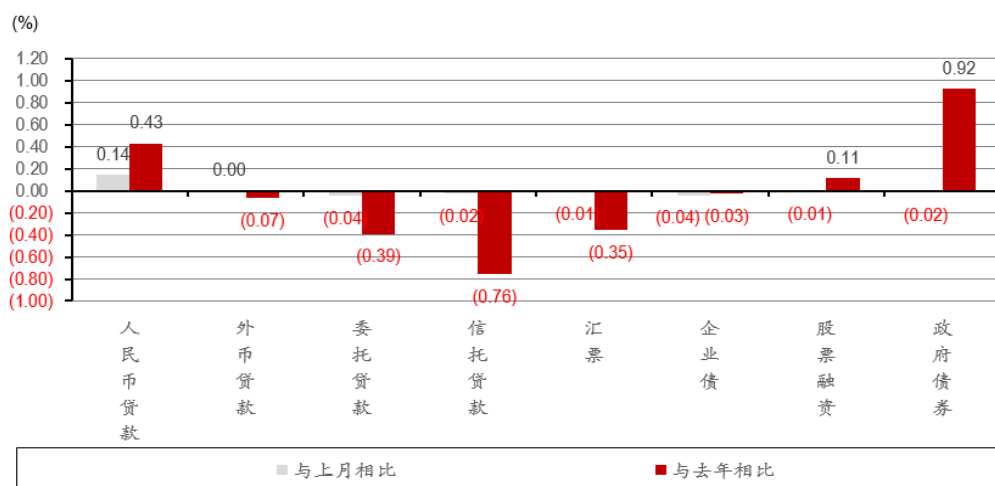
图表 2. 新增社融分类变化 (单位: 亿元)

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	32567	133	4852	8948
环比	23003	5186	890	5493
同比	4774	4262	262	3440

资料来源: 万得, 中银证券

人民币贷款占比持续提升。从社融存量结构来看，2022年3月与2月相比，人民币贷款占比较2月上升了0.14%，企业债融资占比下降0.04%，政府债券占比下降0.02%；与去年同期相比，政府债券和人民币贷款占比依旧大幅上升，股票占比小幅上升。社融存量结构中，人民币贷款持续提升，实体经济仍在恢复轨道之中。此外，政府债券占比小幅下降，但由于去年低基数缘故，较去年同期仍然上升较高。积极的财政政策在减税降费和拉动投资方面的作用仍然较大，预计短期内政府债券融资还将保持高增长。

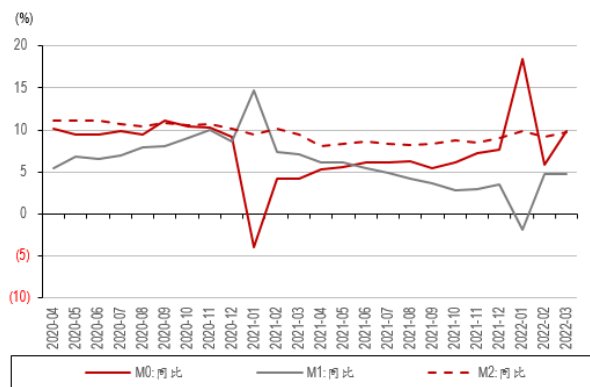
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源: 万得, 中银证券

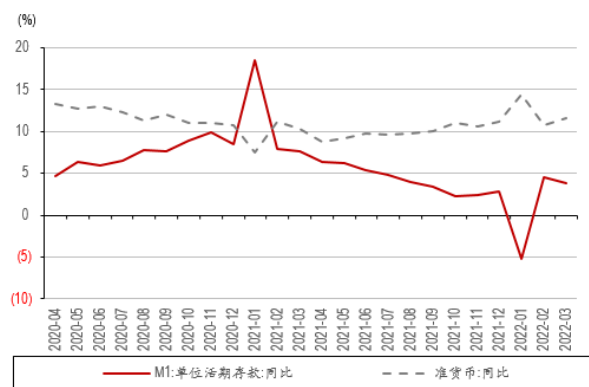
M2增速高于预期，M2-M1剪刀差走阔。3月M2同比增长9.7%，较2月上升0.5个百分点；M1同比增长4.7%，持平2月；M0同比增长9.9%，较2月上升4.1个百分点。3月单位活期存款同比增长3.86%，较2月下降0.69个百分点，准货币同比增长11.58%，较2月上升0.78个百分点。3月M2增速高于预期，主要是由于财政政策提前发力下财政存款减少，叠加居民存款及企业存款同比多增，派生存款能力增强所致。M2-M1剪刀差走阔，仍然显示出企业投资意愿不高、企业资金活化程度下降的趋势。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

信贷总量超预期，结构仍然偏弱。3月新增贷款3.13万亿元，较去年同期多增4000亿元，其中短贷及票据新增1.51万亿元，较去年同期多增7659亿元，中长贷新增1.72万亿元，较去年同期多增4712亿元。3月贷款数据总量回暖，结构仍偏弱：总量方面短贷及票据贡献主要增量，表示政策驱动下的票据冲量现象仍然存在；结构方面，居民中长贷恢复正增长，但仍呈现同比少增，且3月受疫情冲击，居民短贷和中长贷都较为疲弱，后续仍需要重点关注房地产销售情况；企业中长贷同比多增148亿元，表明实体经济中长期融资需求仍然偏弱。但考虑到目前仍处于宽信用中期阶段，预计短期内金融数据仍将保持总量升、结构差的特征。

企业存款和居民存款多增，投资消费意愿偏弱。3月新增存款4.49万亿元，较去年同比多增8600亿元，其中居民存款新增2.70万亿元，较去年同期多增7623亿元，企业存款新增2.65万亿元，较去年同比多增9221亿元。居民存款和企业存款较去年同期的明显大幅多增，与前述M2增速高于预期相对应，也表明了当前受疫情等因素影响，企业投资和居民消费意愿表现不强。此外，财政存款仍保持了较好支出的节奏，为财政前置稳增长提供了保障。

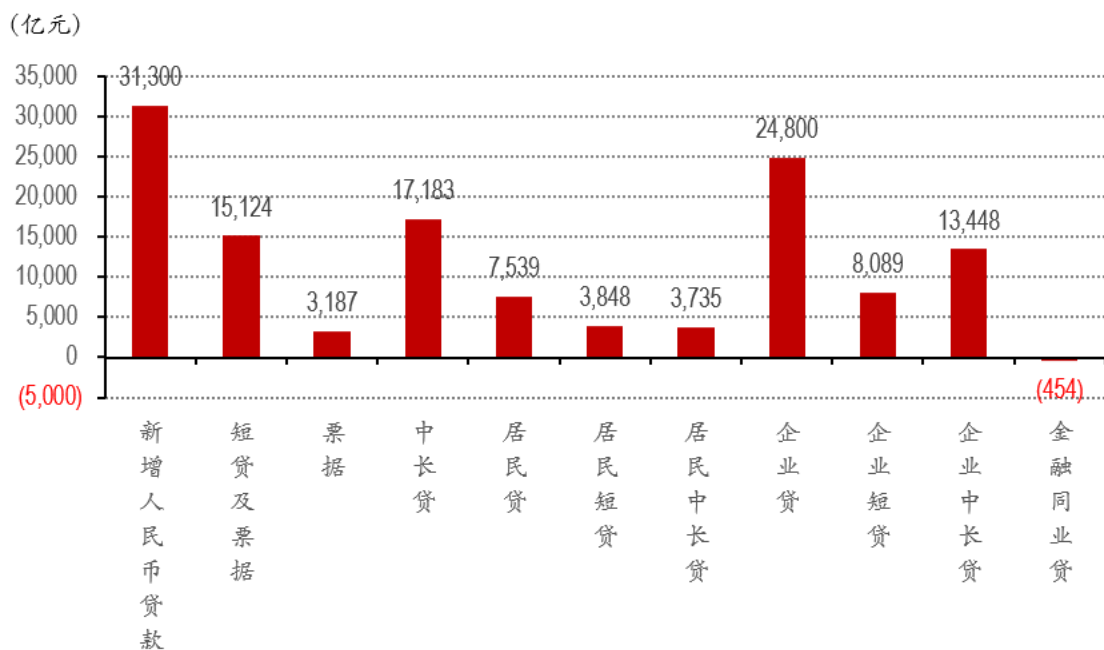
总体看来，虽然总量数据超预期，但结构数据仍有明显短板，市场无法完成达成宽信用共识。鉴于4月6日国会提及“适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具”，结合当下疫情形势仍不明朗等因素干扰，我们认为货币宽松仍有一定想象空间。

图表 6. 新增存贷款变化（单位：亿元）

	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	44900	27023	26511	(8425)	(6320)	6111
环比	19500	29946	25122	(14427)	(20220)	(921)
同比	8600	7623	9221	(3571)	(3040)	(1633)
	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	31300	15124	17183	7539	24800	(454)
环比	19000	10872	135	12590	12400	(2244)
同比	4000	7659	4712	(2356)	8800	(184)

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 信贷投放超预期; 流动性环境趋紧; 国内新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371