

2022年4月11日，央行公布金融数据，对此我们点评如下：

➤ **新增社融超预期，信贷、政府债为主要支撑**

3月社融各项均同比多增，结构也较上月改善，信贷和政府债是主要拉动项，非标在去年低基数效应下亦对新增社融形成正向拉动，此外企业债融资为季节性水平（不考虑2020年极端值）。总体来看，3月社融数据是比较超市场预期的，特别是新增信贷明显超过季节性水平，这也反映政策效果有所凸显；而财政发力前置下，政府债融资也依然是社融的主要支撑。

➤ **信贷总量超预期，但结构还有待优化**

3月新增信贷超市场预期，其中企业短贷和票据融资仍为主要支撑，结构还有待优化，但需注意到企业中长贷由上月同比少增，变为同比多增，一定程度体现了政策宽信用效果有所显现，而具体落实更多或是在基建相关融资上。

3月信贷数据主要反映出当前经济仍存在以下问题：疫情反复叠加就业压力之下需求疲软，房地产销售市场景气度仍低，企业融资仍需政策的引导支持。

➤ **经济内生动能仍不足**

3月M2-M1剪刀差走扩反映了经济活跃度低、资金活性及内生动能不足。M1增速与上月持平，主因或还是在于当前房地产销售市场景气度仍较差，居民购房意愿不强。

财政存款同比多减，显示财政支出力度加大，M2上行也反映了这一点。往后看，随着财政积极发力、专项债资金落实到项目，财政存款或将呈现弱于同比的情形。

➤ **总量优于结构，宽松仍可期待**

3月社融数据总量超市场预期，但结构仍然有待改善。在全年经济增速5.5%的目标之下，叠加复杂的内外环境影响，一季度经济“滑出”潜在增速的概率较高，由此来看总量宽松政策仍可期待，那么关键在于4月15日是否降息，而靴子落地后，接下来主要关注经济数据以及政策安排节奏和力度的变化。

➤ **风险提示：**1) 政策不确定性；2) 基本面超预期；3) 疫情发展不确定性；4) 地缘政治冲突。



分析师：谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

- 1.利率专题：4月会迎来降准降息吗？
- 2.可转债打新系列：裕兴转债：技术优势构筑行业护城河
- 3.可转债打新系列：永东转2：循环经济炭黑领先企业
- 4.城投区域研究与分析系列：四个维度再审视河南
- 5.城投专题系列：还有新增地方政府隐性债务？

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1 新增社融超预期，信贷、政府债为主要支撑 | 3 |
| 2 信贷总量超预期，但结构还有待优化 | 5 |
| 3 经济内生动能仍不足 | 8 |
| 4 总量优于结构，宽松仍可期待 | 9 |
| 5 风险提示 | 10 |
| 插图目录 | 11 |

2022年4月11日，央行公布金融数据：

(1) 3月社会融资规模增量为4.65万亿元，比上年同期多1.28万亿元；3月末社会融资规模存量为325.64万亿元，同比增长10.6%。

(2) 3月人民币贷款增加3.13万亿元，同比多增3951亿元。

(3) 3月末M2同比增长9.7%，M1同比增长4.7%。

总体来看，3月金融数据超出市场预期，如何看待？

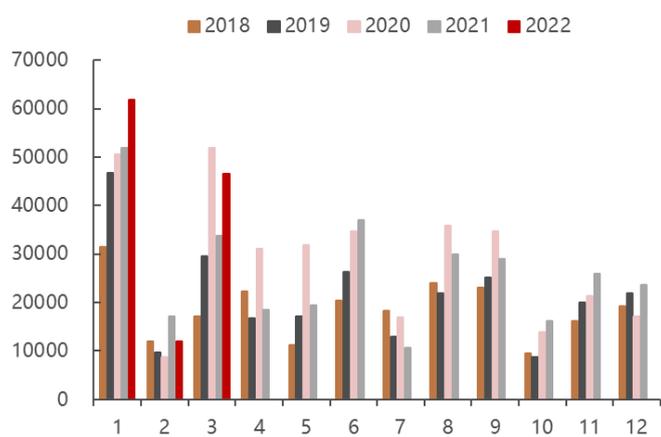
1 新增社融超预期，信贷、政府债为主要支撑

3月新增社融46500亿元，同比多增12738亿元；社融同比增速10.6%，较上月上行0.4pct；社融增速（剔除政府债）9.3%，较上月上行0.3pct。

其中，信贷和政府债是主要拉动项，非标在去年低基数效应下亦对新增社融形成正向拉动，此外企业债融资为季节性水平（不考虑2020年极端值）。具体来看，3月人民币贷款新增32328亿元，同比多增4817亿元，超季节性水平。企业债券增加3894亿元，同比多增87亿元；政府债券增加7052亿元，同比多增3921亿元；非标融资增加133亿元，同比多增4262亿元。

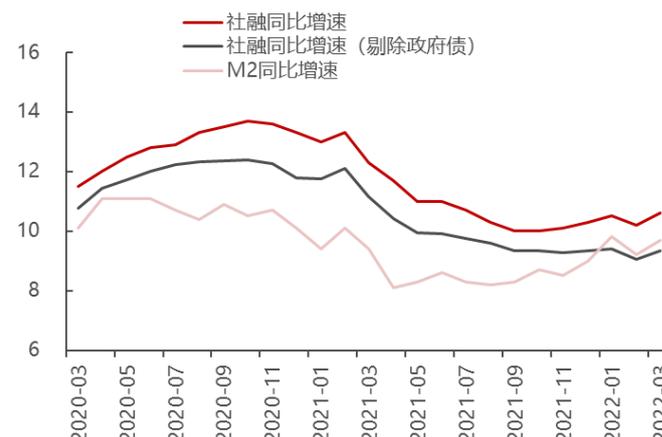
3月社融各项均同比多增，结构也较上月有所改善，总体来看，3月社融数据是比较超市场预期的，特别是新增信贷明显超过季节性水平，这也反映政策效果有所凸显；而财政发力前置下，政府债融资也依然是社融的主要支撑。

图1：新增社融季节性比较（亿元）



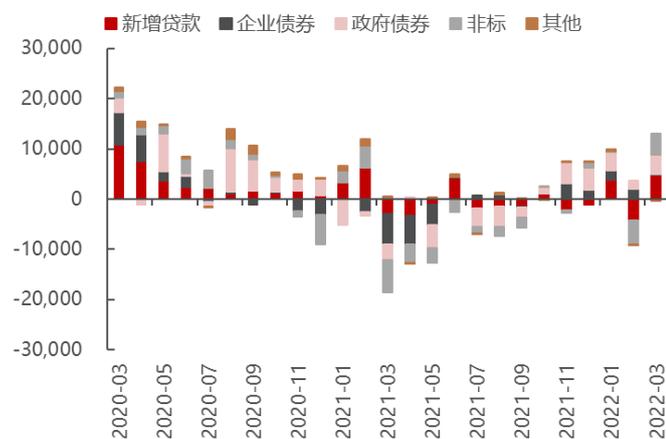
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：社融增速及M2增速（%）



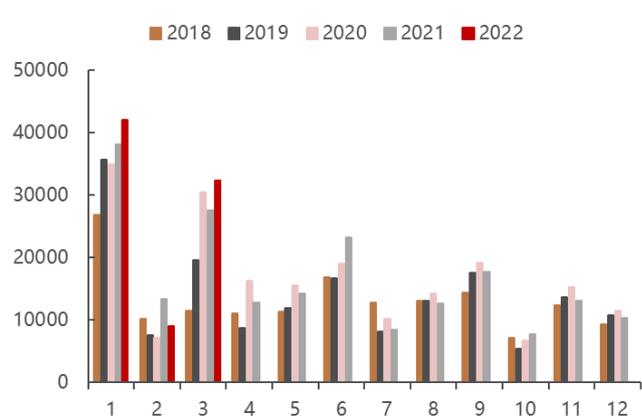
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：新增社融结构同比变动（亿元）



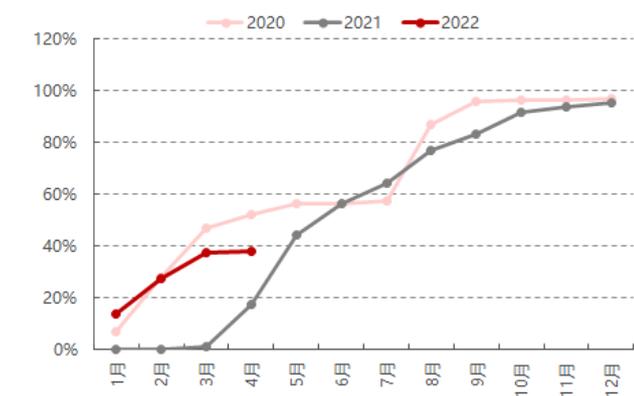
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：新增贷款季节性比较（亿元）



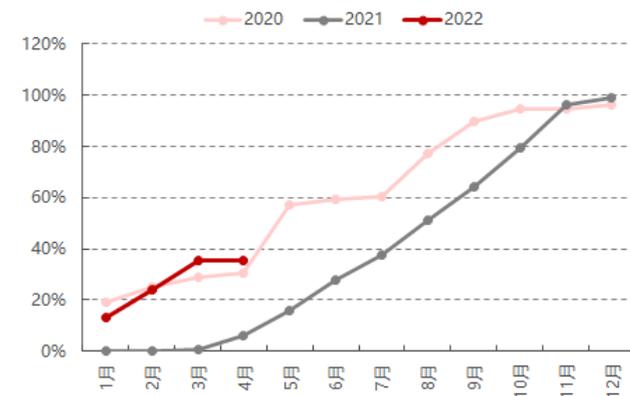
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：地方一般债发行进度（%）



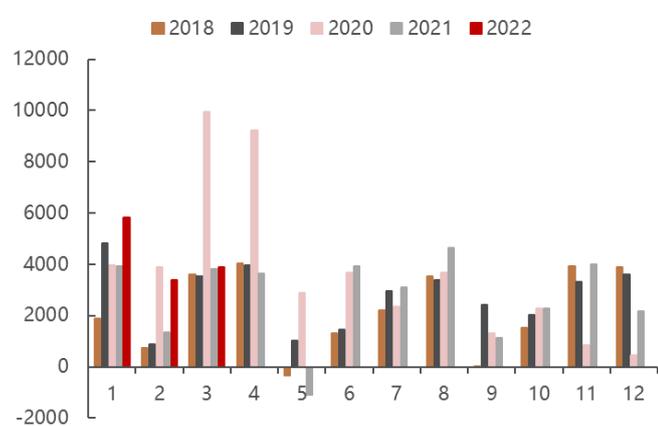
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：地方专项债发行进度（%）



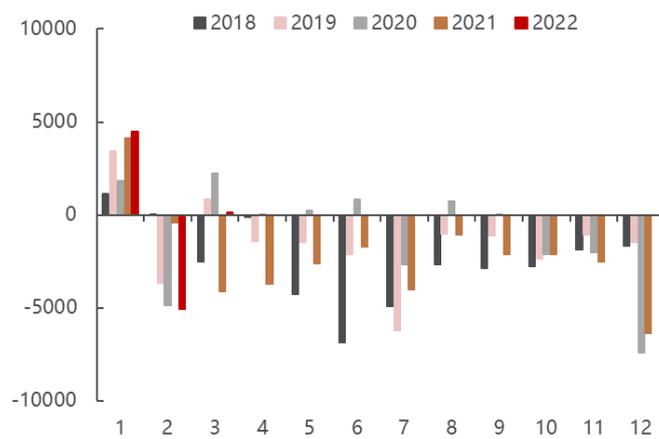
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：企业债融资季节性比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：非标融资季节性比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 信贷总量超预期，但结构还有待优化

3月新增人民币贷款 31300 亿元，同比多增 4000 亿元，各项贷款余额同比增速 11.40%，增速与上月持平。

3月新增信贷超市场预期，其中企业短贷和票据融资仍为主要支撑，这与2020年疫情冲击下的3-4月有相似性，企业短贷和票据两者放量规模一是银行季末冲量的因素，二是或有监管指导银行助力企业度过疫情冲击，以应对现金流紧张之困局，但需注意到企业中长贷由上月同比少增，变为同比多增，一定程度体现了政策宽信用效果有所显现，具体来看更多是落实在基建上，值得我们重视。具体分类型来看：

居民短期贷款增加 3848 亿元，同比少增 1394 亿元，主因疫情反复，消费情况持续走弱，后续仍需观测疫情动态以及居民收入情况，就目前而言，就业情况并不乐观，疫情反复之下我们预计居民短贷难以对信贷提供支撑。

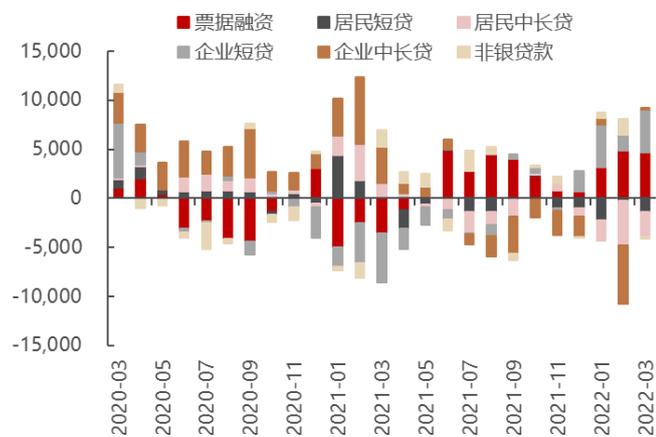
居民中长期贷款增加 3735 亿元，同比少增 2504 亿元，房地产销售市场景气度仍低，当前广州、南京、杭州、苏州等多个城市均已下调房贷利率，但从商品房销售面积来看，居民购房意愿仍不足，后续仍需关注地产政策边际调整效果。

企业短期贷款增加 8089 亿元，超出季节性水平，同比多增 4341 亿元；票据融资增加 3187 亿元，同比多增 4712 亿元；结合表外票据融资来看，表外票据低基数下表现仍弱，表内票据或仍对表外票据形成压制，结合票据利率来看，或反映银行风险偏好仍低，仍倾向于用短期贷款和票据进行冲量。

企业中长期贷款同比增加 13448 亿元，由上月的同比少增，变为高基数下同比多增 148 亿元，这是结构当中相对好的一面，反映政策宽信用的效果，并且综合判断来看更多是落实在了基建的融资放量上，毕竟无论从居民中长期贷款还是从房企融资来看，地产融资并未改善。往后看，稳增长之年，政策端将继续发力，但这其中注意到地产和城投的政策变化是关键变量，尤其是地产。

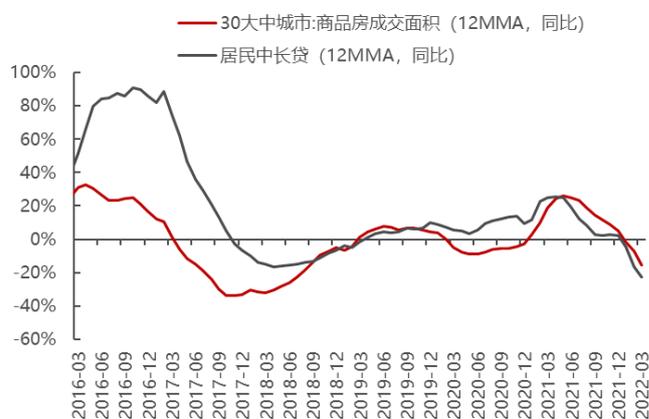
此外，非银贷款减少 454 亿元，同比多减 184 亿元，但主要还是季节性变化。

图 9：新增信贷结构同比变化（亿元）



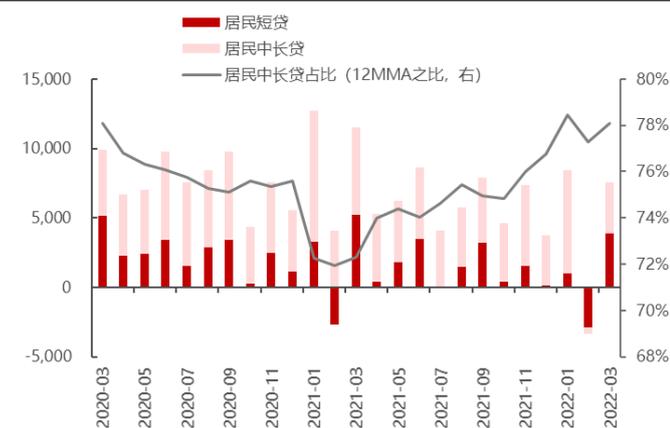
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：居民中长贷同比与商品房销售面积同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：居民贷款及期限结构（亿元，%）



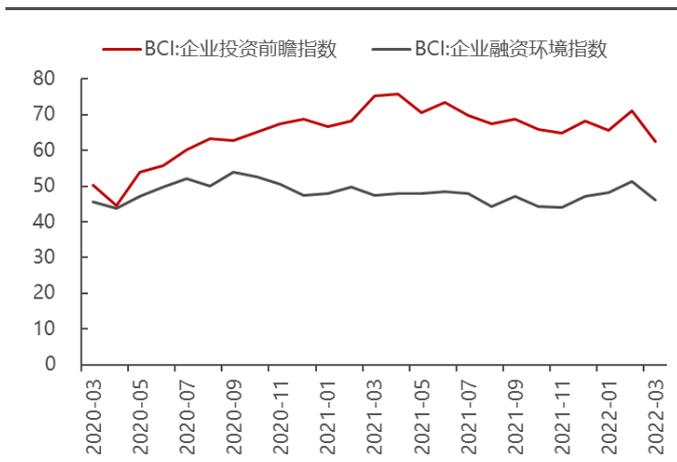
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：表内外票据融资比较（亿元）



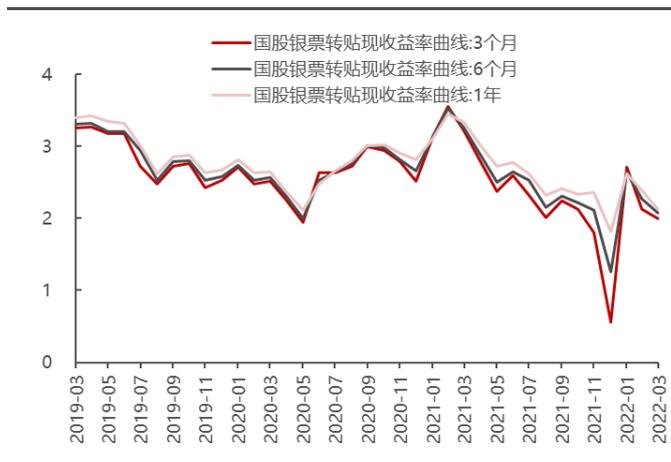
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：企业投资前瞻和融资环境指数（点）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：票据利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

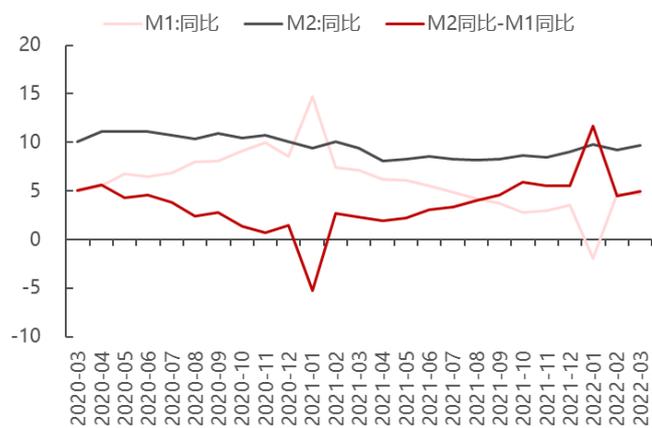
3 经济内生动能仍不足

3月M2同比增速为9.7%，较上月上行0.5pct。M1同比增速为4.7%，与上月持平。“M2-M1”剪刀差为5%，较上月上行0.5pct。一方面广义货币扩张体现了政策效果，但M1仍在低位徘徊，M2-M1剪刀差走扩反映了经济活跃度低、资金活性及内生动能不足。**M1增速与上月持平，主因或还是在于当前房地产市场景气度仍较差，居民购房意愿不强。**

3月人民币存款增加44900亿元，同比多增8600亿元。各项存款同比增速10.0%，较上月上行0.2pct。

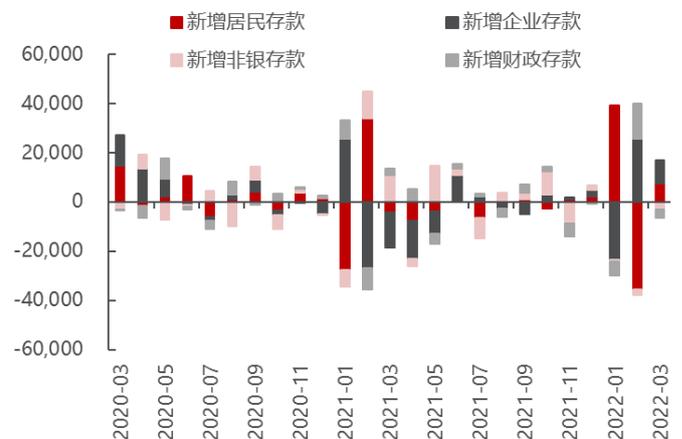
具体来看，居民存款增加27023亿元，同比多增7623亿元，与疫情之下消费意愿大幅减弱有关；非金融企业存款增加26511亿元，同比多增9221亿元，或是宽信用效果的体现；财政存款减少8425亿元，同比多减3571亿元，反映财政支出力度加大，M2上行也反映了这一点，往后看，随着财政积极发力、专项债资金落实到项目，财政存款或将呈现弱于同比的情形；非银存款减少6320亿元，同比多减3040亿元，符合一般季节性。

图 15：M1、M2 增速及剪刀差（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：存款结构同比变化（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

4 总量优于结构，宽松仍可期待

3月社融信贷总量上超市场预期，其中信贷和政府债是主要支撑，但拆分结构来看，问题在于，社融信贷总量好但结构仍欠佳，经济内生动能仍有不足，需求疲软，企业投资意愿偏弱，房地产市场景气度仍弱，但政策靠前基建发力的逻辑在逐步验证，这其中疫情还是最大制约项，政策发力点也是主要影响因素。

3月社融数据总量超市场预期，但结构仍然有待改善。在全年经济增速5.5%的目标之下，叠加复杂的内外环境影响，一季度经济“滑出”潜在增速的概率较高，由此来看总量宽松政策仍可期待，那么关键在于4月15日是否降息，而靴子落地后，接下来主要关注经济数据以及政策安排节奏和力度的变化。

5 风险提示

- 1、**政策不确定性**：货币政策、财政政策超预期变化；
- 2、**基本面超预期**：经济恢复超预期，基建进一步回暖，房地产企稳；
- 3、**疫情发展不确定性**：疫情反复，对经济产生不确定影响；
- 4、**地缘政治冲突**：地缘政治冲突发展态势存在不确定性，或将加剧金融市场动荡。

插图目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 图 1：新增社融季节性比较（亿元） | 3 |
| 图 2：社融增速及 M2 增速（%） | 3 |
| 图 3：新增社融结构同比变动（亿元） | 4 |
| 图 4：新增贷款季节性比较（亿元） | 4 |
| 图 5：地方一般债发行进度（%） | 4 |
| 图 6：地方专项债发行进度（%） | 4 |
| 图 7：企业债融资季节性比较（亿元） | 4 |
| 图 8：非标融资季节性比较（亿元） | 4 |
| 图 9：新增信贷结构同比变化（亿元） | 6 |
| 图 10：居民中长贷同比与商品房销售面积同比（%） | 6 |
| 图 11：居民贷款及期限结构（亿元，%） | 6 |
| 图 12：表内外票据融资比较（亿元） | 6 |
| 图 13：企业投资前瞻和融资环境指数（点） | 7 |
| 图 14：票据利率（%） | 7 |
| 图 15：M1、M2 增速及剪刀差（%） | 8 |
| 图 16：存款结构同比变化（亿元） | 8 |

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|-------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001