

## 总量亮眼，结构不佳，期待后续宽松政策推进 —2022年3月金融数据点评

2022年4月12日

### ➤ 事件:

据人民银行初步统计，2022年3月，社融新增4.65万亿元，同比多增1.27万亿元，截止2022年3月，社融存量325.64万亿元，累计同比+10.6%，前值+10.2%；2022年3月，新增人民币贷款3.13万亿元，同比多增4000亿元；2022年3月，M0、M1和M2分别同比+9.9%、+4.7%、+9.7%，较上月分别+4.1PCTS、+0PCTS和+0.5PCTS。

### ➤ 核心观点:

#### ➤ 新增社融超市场预期，信贷和政府债是主要贡献项

2022年3月社融增量高于市场预期，社融存量同比+10.6%，上月下滑之后重回上行轨道。从结构上看，2月社融同比多增，信贷、政府债和表外均有贡献，信贷和政府债是主要贡献项，总体上反映了银行放贷的相对积极、财政的发力和表外压降压力的减小。合并今年前3月数据看，2022Q1新增社融达到2017年以来高点，宽信用在量上已经取得一定效果。

#### ➤ 人民币贷款量增但结构不佳

3月新增人民币贷款3.13万亿元，同比多增4000亿元。分长短期看，中长期贷款同比少增2356亿元，短贷及票据融资同比多增7659亿元。分居民和企业看，居民端短期贷款和中长期贷款分别同比少增1394亿元和2504亿元，企业端短期贷款同比多增4341亿元，中长期贷款仅同比多增148亿元。总体来看，3月新增人民币贷款量上回暖，但结构依然不佳，居民和企业中长期贷款需求均不太强，信贷主要靠企业短期贷款和票据融资支撑。

#### ➤ 疫情影响消费和小微企业经营以及居民购房意愿低拖累居民部门信贷

3月居民中长期贷款和短期贷款双双走低，主要原因为：1，疫情及较严厉的防控政策之下，消费受到抑制，居民短期贷款需求无法释放。2，疫情之下，小微企业经营困难，个体经营户投资趋于谨慎，借钱扩大规模的动力不足。3，年初以来虽然各地购房刺激政策频出，但居民购房意愿始终恢复较慢，对应房贷增长依然疲软。

#### ➤ 企业贷款总量强、结构弱特征明显，制造业企业预期偏弱和房地产不景气是目前的核心矛盾

3月企业短期贷款和票据融资分别同比多增4341亿元和4712亿元，中长期贷款仅同比多增148亿元。企业贷款总量强、结构弱主要系：1，在房地产风险暴露、疫情蔓延不确定性增加的情况下，银行为完成“宽信用”的目标，有较大的以票充贷的需要。这一趋势在国股银票转贴现利率的持续下行有所体现。2，疫情之下，企业现金流受到一定影响，出于维持企业经营需要，企业有较大的进行短期融资的需求。3，房地产行业持续不景气和房企暴雷之下，地产对信贷的拉动明显减弱。4，国际地缘冲突持续和国内疫情蔓延之下，制造业企业预期转弱，影响中长期融资意愿。

股市有风险入市须谨慎

➤ **除信贷外的社融其他重要分项：表外票据和政府债券对社融同比新增贡献较大**

2022年3月，企业债券和股票融资同比多增较少，对社融同比多增贡献较低。政府债券同比多增3921亿元，主因财政前置发力之下政府债券加速发行。新增信托贷款少减1532亿元，主要系去年为资管新规过渡期最后一年，今年信托压降压力降低较多。新增未贴现汇票由去年同期的减少2296亿元变为今年3月的新增286亿元，因去年的基数效应对3月新增社融同比多增亦有贡献。

➤ **M1增速持平，M2增速上行**

3月M1同比+4.7%，与上月持平，M2同比+9.7%，较上月+0.5PCTS。M2增速回升可能主要缘于财政靠前发力下，政府存款转化为居民和企业存款（2022年3月，政府存款减少8425亿元），以及疫情之下，出于谨慎，居民储蓄意愿有所增加。在M1增速不变，M2增速上升的情况下，3月M1-M2的差较上月下降，货币活化程度降低，可能反映了在预期不确定性增加的情况下，企业投产和扩张的动力相对不足。

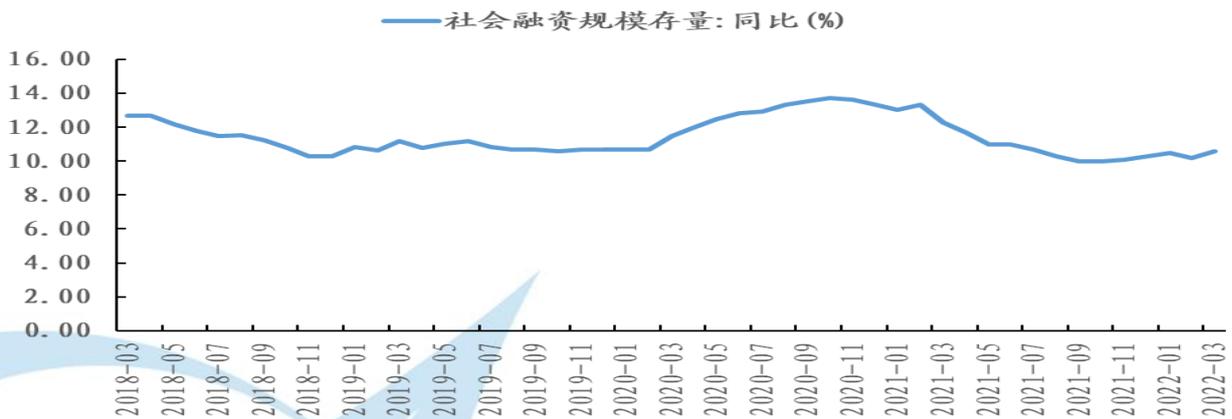
➤ **展望：金融数据总量企稳，结构不佳，后续宽货币和宽信用政策或继续发力**

3月以来国际地缘冲突影响的蔓延和国内疫情的显著加剧，短期内对我国的经济运行构成了全方位的压力。我国经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然沉重。国务院总理李克强4月6日主持召开国务院常务会议上，再次定调经济形势严峻。在这种局面下，3月总量上相对亮眼的社融数据是对市场信心的一个提振。但在总量企稳的同时，也应注意到，社融数据结构仍然不佳，反映目前宽信用继续推进仍存在的核心障碍：一是房地产不景气之下，居民房贷和房地产企业中长期贷款需求受到压制，对社融的拉动作用较弱；二是疫情蔓延和海外地缘冲突持续，影响企业中长期信心，企业中长期经营性贷款需求不足。目前疫情仍在蔓延，海外地缘冲突仍然存在较大不确定性，3月底以来10年期国债收益率的下行，也反映了经济下行压力的加大与货币宽松预期的增强。在这种情况下，我们认为后续房地产政策进一步放松，以及总量上宽松政策的进一步推出仍然值得期待。

## 一、新增社融超市场预期，信贷和政府债是主要贡献项

2022年3月社融增量4.65万亿元，同比多增1.27万亿元，高于市场预期。3月社融存量同比+10.6%，增速较上月上行0.4PCTS，上月下滑之后重回上行轨道。从结构上看，3月社融同比多增，信贷、政府债和表外均有贡献，信贷和政府债是主要贡献项，总体上反映了银行放贷的相对积极、财政的发力和表外压降压力的减小。合并今年前3月数据看，2022Q1新增社融达到2017年以来高点，宽信用在量上已经取得一定效果。

图表1：信用仍在磨底



资料来源：wind，中航证券研究所

图表2：2022年3月社融分项情况及季节性对比（亿元）

项目	2022年3月同比	2022年3月环比	2021年3月环比	2020年3月环比	2019年3月环比	2022年3月	2021年3月	2020年3月
总	12,738.0	34572.0	16,519.0	43,101.0	19,937.2	46,500.0	33,762.0	51,838.0
表内								
新增人民币贷款	4,817.0	23244.0	14,098.0	23,188.0	11,943.8	32,328.0	27,511.0	30,390.0
新增外币贷款	-43.0	-241.0	-182.0	893.0	107.8	239.0	282.0	1,145.0
表外								
新增委托贷款	148.0	180.0	58.0	-232.0	-561.8	106.0	-42.0	-588.0
新增信托贷款	1,532.0	492.0	-855.0	519.0	565.3	-259.0	-1,791.0	-21.0
新增未贴现银行承兑汇票	2,582.0	4514.0	-2,935.0	6,779.0	4,468.9	286.0	-2,296.0	2,818.0
直接								
企业债券融资	87.0	517.0	2,451.0	6,037.0	2,671.3	3,894.0	3,807.0	9,931.0
非金融企业境内股票融资	175.0	373.0	90.0	-251.0	3.0	958.0	783.0	198.0
其他								
政府债券	3,921.0	4330.0	2,114.0	4,520.0	-934.5	7,052.0	3,131.0	6,344.0

资料来源：wind，中航证券研究所

图表3：历年Q1社融合并口径对比（亿元）

项目	2022年Q1	2021年Q1	2020年Q1	2019年Q1	2018年Q1	2017年Q1
总	120,178.00	102,889.00	111,110.00	86059	60573	74247
表内						
新增人民币贷款	83,400.00	79,106.00	72,516.00	62893	48474	45036
新增外币贷款	1,750.00	1,844.00	1,910.00	241	492	782
表外						
新增委托贷款	460.00	-51.00	-970.00	-2278	-3309	6366
新增信托贷款	-1,690.00	-3,569.00	-129.00	836	727	7174
新增未贴现银行承兑汇票	791.00	3,245.00	260.00	2049	1220	6802
直接						
企业债券融资	13,100.00	9,080.00	17,792.00	9250	6239	-1145
非金融企业境内股票融资	2,982.00	2,467.00	1,256.00	531	1283	2596
其他						
政府债券	15,800.00	6,585.00	15,781.00	9459	1996	3705

资料来源：wind，中航证券研究所

## 二、人民币贷款：量增但结构不佳

3月新增人民币贷款3.13万亿元，同比多增4000亿元。分长短期看，中长期贷款同比少增2356亿元，短贷及票据融资同比多增7659亿元。分居民和企业看，居民端短期贷款和中长期贷款分别同比少增1394亿元和2504亿元，企业端短期贷款同比多增4341亿元，中长期贷款仅同比多增148亿元。总体来看，3月新增人民币贷款量上回暖，但结构依然不佳，居民和企业中长期贷款需求均不太强，信贷主要靠企业短期贷款和票据融资支撑。

图表 4: 2022 年 3 月信贷分项情况及季节性对比 (亿元)

项目	2022年3月同比	2022年3月环比	2021年3月环比	2020年3月环比	2022年3月	2021年3月	2020年3月
总	新增人民币贷款				4,000.0	19,000.0	13,700.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资				7,659.0	10,872.0	9,514.0
	新增人民币贷款:中长期				-3,356.0	2,590.0	4,266.0
居民	新增人民币贷款:居民户				-3,940.0	10,908.0	10,058.0
	新增人民币贷款:居民户:短期				-3,394.0	6,759.0	9,933.0
企业	新增人民币贷款:居民户:中长期				-504.0	1,194.0	2,126.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位				8,800.0	12,400.0	9,000.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期				4,341.0	3,978.0	2,251.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期				448.0	8,396.0	6,749.0
	新增人民币贷款:票据融资				4,712.0	135.0	330.0

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 5: 历年 Q1 信贷合并口径对比 (亿元)

项目	2022年Q1	2021年Q1	2020年Q1	2019年Q1	2018年Q1	2017年Q1
总	新增人民币贷款					
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资					
	新增人民币贷款:中长期					
居民	新增人民币贷款:居民户					
	新增人民币贷款:居民户:短期					
企业	新增人民币贷款:居民户:中长期					
	新增人民币贷款:企(事)业单位					
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期					
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期					
	新增人民币贷款:票据融资					

资料来源: wind, 中航证券研究所

### (1) 疫情影响消费和小微企业经营以及居民购房意愿低拖累居民部门信贷

3 月居民中长期贷款和短期贷款双双走低, 主要原因为: 1, 疫情及较严厉的防控政策之下, 消费受到抑制, 居民短期贷款需求无法释放。3 月 10 大城市的地铁客流量较去年同期均出现不同程度下降, 其中下降最少的成都降幅 6.9%, 而下降幅度最大的上海降幅达 43.3%。在居民出行严重受限的情况下, 消费受到较严重拖累, 尤其是依赖人群聚集的餐饮、旅游等服务性行业, 受到的影响更大。此外, 旅游数据可佐证消费的疲软: 2022 年清明节假期, 全国国内旅游出游人次同比-26.2%, 仅为 2019 年同期的 68.0%, 国内旅游收入同比减少 30.9%, 仅为 2019 年同期的 39.2%。2, 疫情之下, 小微企业经营困难, 个体经营户投资趋于谨慎, 借贷扩大规模的动力不足。3, 年初以来虽然各地购房刺激政策频出, 但居民购房意愿始终恢复较慢, 对应房贷增长依然疲软。今年已有超 60 个城市出台楼市松绑政策, 政策内容主要涉及取消/放松限购及限售、降首付比例、降低房贷利率、公积金贷款优惠、购房补贴、房企资金支持等。虽然政策端不断放松, 但从 30 大中城市商品房成交面积数据看居民购房意愿仍然较低(今年 3 月较去年 3 月同比-47.8%)。

图表 6: 今年和去年十大城市地铁客运量对比 (单位: 万人次)

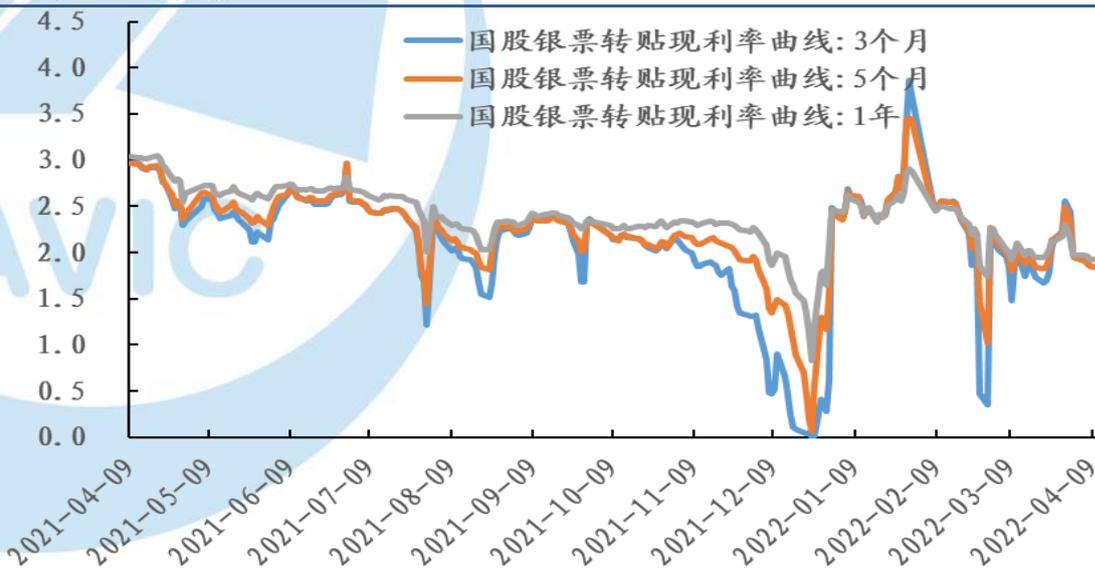
	北京		上海		广州		成都		南京		武汉		西安		苏州		郑州		重庆	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
4月第二周	3,261	6,328	1	7,049	4,042	6,020	2,166	3,848	835	2,227	1,668	2,249	1,482	2,420	329	879	524	1,234	1,571	2,274
4月第一周	6,007	6,643	529	7,398	5,119	6,301	3,823	3,959	916	2,176	2,105	2,212	1,791	2,358	459	835	720	1,218	1,958	2,337
3月第四周	5,104	6,528	1,372	7,455	4,477	6,171	3,613	3,791	588	2,159	1,839	2,238	1,449	2,314	392	827	704	1,178	1,737	2,247
3月第三周	5,165	6,147	2,033	7,224	4,536	6,357	3,664	3,702	1,060	2,050	1,826	2,113	968	2,256	440	786	870	1,125	1,738	2,167
3月第二周	5,905	5,860	5,641	7,099	5,381	6,344	3,495	3,656	1,900	1,946	1,417	2,088	1,423	2,296	613	765	958	1,132	2,297	2,264
3月第一周	5,968	5,640	7,176	6,838	5,753	5,934	2,996	3,634	1,951	1,862	1,372	1,961	2,146	2,173	480	733	980	1,068	2,335	2,215
3月合计	22,141	24,175	16,222	28,616	20,147	24,806	13,767	14,782	5,499	8,018	6,454	8,401	5,986	9,038	1,924	3,111	3,512	4,503	8,105	8,893
今年3月较去年同比	-8.4%		-43.3%		-18.8%		-6.9%		-31.4%		-23.2%		-33.8%		-38.1%		-22.0%		-8.9%	

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 黄色代表今年较去年客流量少, 绿色代表去年较去年客流量少, 每周时间取值为周日到周六)

## (2) 企业贷款总量强、结构弱特征明显，制造业企业预期偏弱和房地产不景气是目前的核心矛盾

3月企业短期贷款和票据融资分别同比多增4341亿元和4712亿元，中长期贷款仅同比多增148亿元。企业贷款总量强、结构弱主要系：1，在房地产风险暴露、疫情蔓延不确定性增加的情况下，银行为完成“宽信用”的目标，有较大的以票充贷的需要。这一趋势在国股银票转贴现利率的持续下行有所体现。2，疫情之下，企业现金流受到一定影响，出于维持企业经营需要，企业有较大的进行短期融资的需求。3，房地产行业持续不景气和房企暴雷之下，地产对信贷的拉动明显减弱。3月以来100大中城市土地供应面积虽然同比有所改善，但30大中城市商品房成交面积、100大中城市土地成交面积以及100大中城市土地成交溢价率数据依然低迷。整个3月数据来看，30大中城市商品房成交面积同比-47.8%、100大中城市土地供应面积同比+5.7%、100大中城市土地成交面积同比-41.0%，表明目前虽然地方政府供地相对积极，但居民的购房意愿和房地产商的拿地意愿仍然较低，房地产行业景气情况仍然不高，房企中长期贷款的意愿仍需提高。此外，本轮房地产调控以来房企频繁暴雷，也使得银行对于向房企放贷趋于谨慎。4，国际地缘冲突持续和国内疫情蔓延之下，制造业企业预期转弱，影响中长期融资意愿。2022年3月官方制造业PMI录得49.5%，较上月-0.7PCTS，自去年11月以来，首次位于荣枯线之下。季节性上看，今年3月制造业PMI为历史同期最低，且较2月环比下行，与历年3月环比上行的趋势明显背离，表明3月制造业景气度存在超季节性下行。3月，我国国内疫情的爆发和海外俄乌冲突的持续是工业生产和需求同时走弱的主因。统计局表示，局部地区部分企业临时减产停产，且波及到上下游相关企业的正常生产经营，对工业企业需求和生产产生了抑制。海外方面，俄乌冲突之下，统计局表示一些企业出口订单减少或被取消，外需也受到了冲击。在生产和需求同时受到影响的情况下，3月PMI生产活动预期指数较上月-3.0PCTS。制造业预期转弱之下，对于长期贷款偏向谨慎，影响了中长期贷款的增长。

图表7：票据转贴现利率走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 8: 今年和去年同期商品房成交、土地供应、土地成交及土地成交溢价率对比

	30大中城市商品房成交面积(万平方米)		100大中城市供应土地面积(万平方米)		100大中城市成交土地面积(万平方米)		100大中城市成交土地溢价率(%)	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
4月第二周	129.2	367.6						
4月第一周	252.9	427.1	1763.8	3274.6	880.4	1804.1	1.0	23.4
3月第四周	231.6	415.4	2512.4	1905.6	1104.5	1434.4	4.6	18.6
3月第三周	183.2	425.0	1391.2	1787.4	897.4	1418.0	4.4	16.5
3月第二周	201.4	377.9	2203.3	1905.1	1173.1	2649.3	5.4	20.2
3月第一周	235.8	412.8	1900.7	1974.5	1689.8	2740.7	3.0	14.0
3月合计	852.1	1631.0	8007.6	7572.6	4864.7	8242.4	—	—
今年3月较 去年3月同 比	-47.8%		5.7%		-41.0%		—	

资料来源: wind, 中航证券研究所(注: 黄色代表今年较去年少, 绿色代表去年比今年少, 商品房成交每周取值为周日到周六, 土地供应、成交及成交溢价率每周取值为周一到周日)

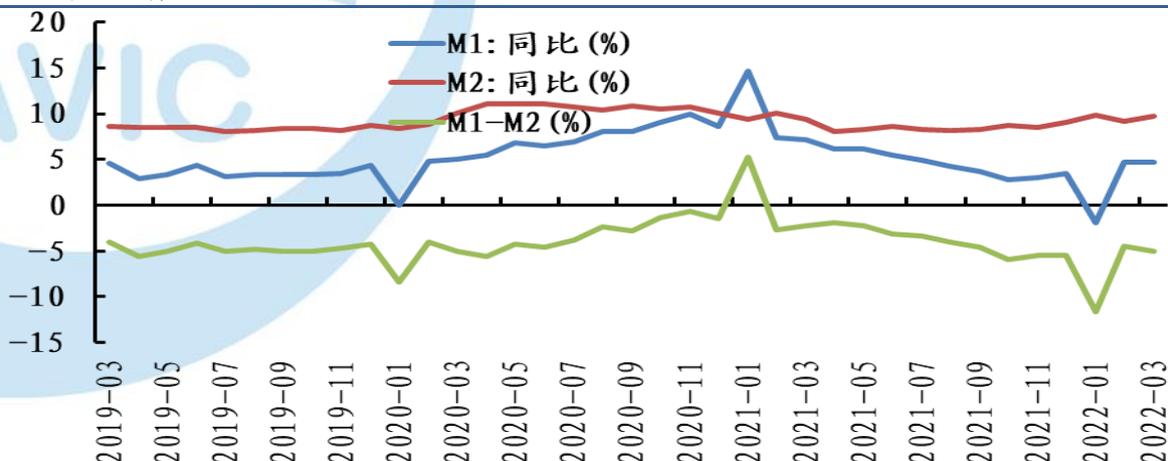
### 三、除信贷外的社融其他重要分项: 表外票据和政府债券对社融同比新增贡献较大

2022年3月, 企业债券和股票融资同比多增较少, 对社融同比多增贡献较低。政府债券同比多增3921亿元, 主因财政前置发力之下政府债券加速发行。2022年一季度, 全国发行新增专项债规模12981亿元, 约占1.46万亿元提前批额度的89%, 占全年发行计划3.65万亿元的36%。今年专项债发行显著提速。新增信托贷款少减1532亿元, 主要系去年为资管新规过渡期最后一年, 今年信托压降压力降低较多。新增未贴现汇票由去年同期的减少2296亿元变为今年3月的新增286亿元, 因去年的基数效应对3月新增社融同比多增亦有贡献。

### 四、M1 增速持平, M2 增速上行

3月M1同比+4.7%, 与上月持平, M2同比+9.7%, 较上月+0.5PCTS。M2增速回升可能主要缘于财政靠前发力下, 政府存款转化为居民和企业存款(2022年3月, 政府存款减少8425亿元), 以及疫情之下, 出于谨慎, 居民储蓄意愿有所增加。在M1增速不变, M2增速上升的情况下, 3月M1-M2的差较上月下降, 货币活化程度降低, 可能反映了在预期不确定性增加的情况下, 企业投产和扩张的动力相对不足。

图表 9: M2 和 M1 走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

## 五、展望：金融数据总量企稳，结构不佳，后续宽货币和宽信用政策或继续发力

今年前2月经济数据表现较好，总体超出市场预期。但3月以来国际地缘冲突影响的蔓延和国内疫情的显著加剧，短期内对我国的经济运行构成了全方位的压力。总体上，目前我国经济呈现出口、消费面临下行压力，房地产投资仍在筑底，制造业投资在成本冲击和需求走弱之下面临较大不确定性，仅基建投资确定性较强但同时也面临着项目不足和疫情扰动的局面，我国经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然沉重。国务院总理李克强4月6日主持召开国务院常务会议上，再次定调经济形势严峻：会议提出国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期。全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，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。

在这种局面下，3月总量上相对亮眼的社融数据是对市场信心的一个提振。但在总量企稳的同时，也应注意，社融数据结构仍然不佳，反映目前宽信用继续推进仍存在的核心障碍：一是房地产不景气之下，居民房贷和房地产企业中长期贷款需求受到压制，对社融的拉动作用较弱；二是疫情蔓延和海外地缘冲突持续，影响企业中长期信心，企业中长期经营性贷款需求不足。

目前疫情仍在蔓延，海外地缘冲突仍然存在较大不确定性，3月底以来10年期国债收益率的下行，也反映了经济下行压力的加大与货币宽松预期的增强。在这种情况下，我们认为后续房地产政策进一步放松，以及总量上宽松政策的进一步推出仍然值得期待。

**我们设定的上市公司投资评级如下:**

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

**我们设定的行业投资评级如下:**

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

符旻 (证券执业证书号: S0640514070001), 中航证券首席宏观分析师。

刘庆东 (证券执业证书号: S0640520030001), 中航证券宏观分析师。

## 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, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。