

宽信用进程缓步推进，抓手尚未到位

——3月金融数据点评

2022年04月12日

- **事件：** 3月社融存量同比增速10.6%，前值10.2%；新增人民币贷款3.13万亿元（预期2.64万亿元），同比多增4000亿元；M2同比增速上行0.5个百分点至9.7%（市场预期9.1%），M1同比持平于上月的4.7%。数据整体表现好于市场预期。
- **信贷投放超出市场预期，同环比上行，但结构数据仍存瑕疵。居民端贷款表现延续偏弱，** 房地产、消费依然不强，在疫情防控和就业压力下，居民杠杆有所调降，长短端贷款延续同比负增。3月房地产销售依然表现较差，部分城市受疫情影响较大，多城房地产政策逐步放开，但市场依然遇冷。行业整体仍处于信心重建期，未来预期仍将推出更多实质性地方利好政策。
- **企业中长期贷款同比小幅上行，短贷和票据融资依然是主要拉动项，银行靠票据融资冲指标的现象延续。** 企业贷款虽然同比增加，但实体经济投资意愿尚未迎来显著转好。一季度整体中长端贷款依然不强，政策发力有所显现，但企业存款保持增加，对于加速投产态度依然相对保守。
- **宽信用进程缓步推进，政府专项债、新增人民币贷款、非标融资为主要拉动项。** 地方政府专项债同比保持增长，一季度基建资金投放节奏前置，宽财政持续发力。企业债券融资在稳增长下保持增长，股权融资同环比上行。表外非标融资基数作用下同比转好，表外票据融资同比涨幅最大。从绝对值来看依然较低，但能看到压降非标的力度要明显弱于去年同期。
- **M2同比增速延续上行，M1增速持平，实体经济活力恢复受阻。** 居民、企业存款同环比增加，财政存款转负，同比减少。企业支出和居民消费意愿依然偏弱。信贷端增长和财政支出增加拉升M2。稳增长政策下，财政支出预期将持续发力。
- **社融超预期走强，主要是信贷和政府债券的拉动，以及非标的低基数作用。但居民信贷端和企业长贷偏弱，房地产抓手尚未到位。** 政策稳增长，一季度地方政府专项债发行放量，但3月疫情给居民购房、消费和部分企业产业链带来影响。居民融资需求依然偏弱，房地产销售恢复仍需时间。宽信用仍将持续推进，房地产、基建仍是主要抓手，但受到房地产销售的约束，宽信用进程依然偏缓。货币政策也将配合进行调节，结构性的政策调节适度增加，房地产政策将持续放松。
- **风险因素：** 美联储收紧幅度超预期，疫情发展和防控收紧超预期，居民消费持续低迷。

分析师： 徐飞
 执业证书编号： S0270520010001
 电话： 021-60883488
 邮箱： xufei@wlzq.com.cn

研究助理： 于天旭
 电话： 17717422697
 邮箱： yutx@wlzq.com.cn

研究助理： 刘馨阳
 电话： 18652269737
 邮箱： liuxy1@wlzq.com.cn

相关研究

一级发行回落，信用利差多数走扩
 美联储表态偏鹰，国内疫情扰动延续
 收益率小幅上行，信用利差持续收窄

正文目录

事件.....	3
1 信贷主要由企业短端拉动，居民信贷表现低迷.....	3
2 宽信用再度回暖，稳增长下政府、企业为主要拉动.....	4
3 M1 持平，实体经济活力恢复受阻.....	5
4 市场影响.....	6
5 风险提示.....	7
图表 1: 新增人民币贷款分项走势（亿元）.....	3
图表 2: 票据贴现利率与同业存单保持倒挂（%）.....	3
图表 3: 30 城商品房成交同比继续下行(% ,万平方米).....	4
图表 4: 土地成交面积同比继续下探（% , 万平方米）.....	4
图表 5: 宽信用进程再度开启（%）.....	4
图表 6: 国债收益率窄幅震荡（%）.....	4
图表 7: 企业债券、股权直接融资季节性回落（亿元）.....	5
图表 8: 未贴现银行承兑汇票大幅转负（亿元）.....	5
图表 9: M1、M2 剪刀差再度走阔（%）.....	5
图表 10: 社融与 M2 剪刀差小幅收窄（%）.....	5
图表 11: 新增存款季节性环比回落（亿元）.....	6
图表 12: 新增存款中财政存款反弹（亿元）.....	6
图表 13: 广义流动性缺口与 10Y 国债走势（%）.....	6
图表 14: M1-PPI 同比反弹，权益估值有望上行（%）.....	6

事件

2022年3月新增社融4.65万亿元(市场预期3.63万亿元),去年同期为3.38万亿元,社融存量同比增速10.6%,前值10.2%;新增人民币贷款3.13万亿元(预期2.64万亿元),同比多增4000亿元,上月为1.23万亿元;M2同比增速上行0.5个百分点至9.7%(市场预期9.1%),M1同比持平于上月的4.7%。

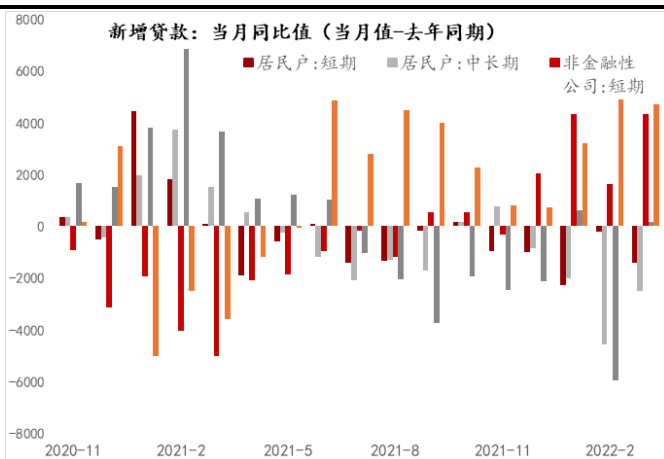
1 信贷主要由企业短端拉动,居民信贷表现低迷

信贷投放超出市场预期,同环比增长,但结构数据仍存瑕疵。3月新增人民币贷款3.13万亿元,同比多增4000亿元,上月为1.23万亿元,增幅超出市场预期。一季度累计新增人民币贷款8.34万亿元,同比多增6700亿元。整体规模保持上涨,综合一季度数据来看,同比表现不弱。

企业贷款虽然同比增加,但实体经济投资意愿尚未迎来显著转好。企业中长期贷款同比小幅上行,短贷和票据融资依然是主要拉动项,银行靠票据融资冲指标的现象延续。从企业端来看,3月新增中长期贷款1.34万亿元,同比小幅多增148亿元,但一季度整体中长端贷款依然不强。短期贷款同比增速持续上行,本月短期贷款8089亿元,同比上行4341亿元,拉升作用较强。3月企业表内票据融资表现持续强势,企业表内票据融资新增3187亿元,同比增长4712亿元。

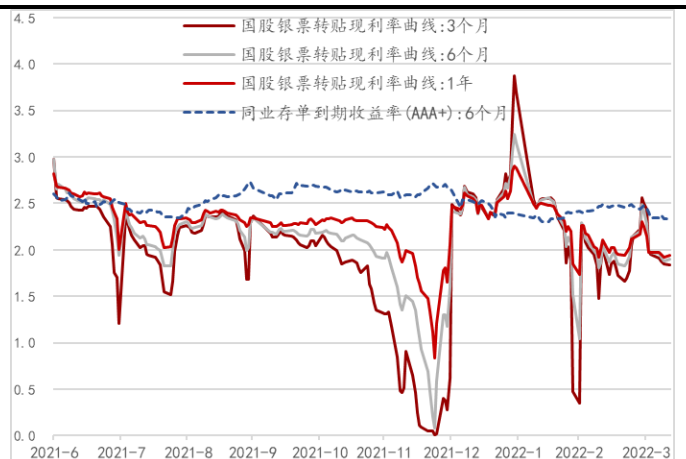
居民端贷款表现延续偏弱,房地产、消费依然不强,居民在疫情和就业压力下,居民杠杆有所调降。3月居民零售类贷款环比转好,但受到疫情和防控政策收紧等因素的影响,线下消费偏弱,居民短端和中长端贷款均延续同比负增。从居民端来看,3月居民部门贷款新增7539亿元,同比少增3940亿元。其中,中长期贷款新增3735亿元,同比少增2504亿元,依然为拖累项。短期贷款新增3848亿元,同比少增1394亿元。

图表1: 新增人民币贷款分项走势(亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 票据贴现利率与同业存单保持倒挂(%)



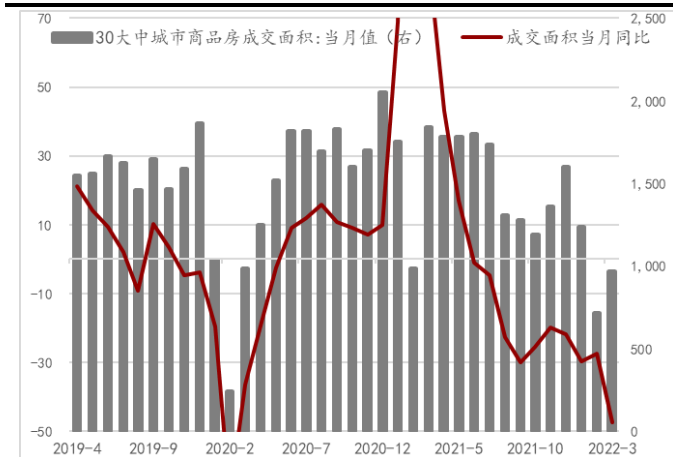
资料来源: Wind, 万联证券研究所

3月房地产销售依然表现疲软,一线城市受疫情影响较大,多城房地产政策逐步放开。

房企3月拿地环比转好,但同比依旧大幅下滑,3月深圳、广州、杭州等城市月内发布了首轮供地公告,但大部分城市成交规模有限。受到国内疫情和经济波动影响,3月

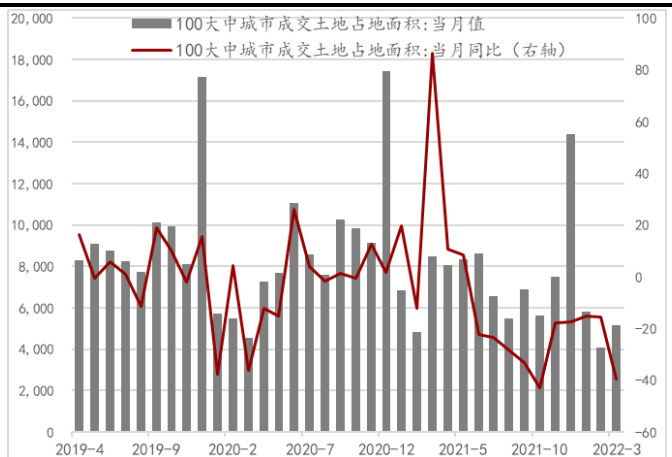
土地成交仍处于相对低位。房地产成交同比回落，上海受疫情影响，3、4月成交预期均将显著回落。福州、兰州、秦皇岛等多地购房政策放松，今年已有多城放松地产相关政策，包括降低首套、二套首付比例，下调房贷利率、放宽限购、限贷，住房公积金限额提高、可用于支付首付政策调整，落户条件放松等。居民当前购房意愿依然不强。行业整体仍处于信心重建期，未来预期仍将推出更多实质性地方利好政策。

图表3: 30城商品房成交同比继续下行(% , 万平方米)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 土地成交面积同比继续下探(% , 万平方米)



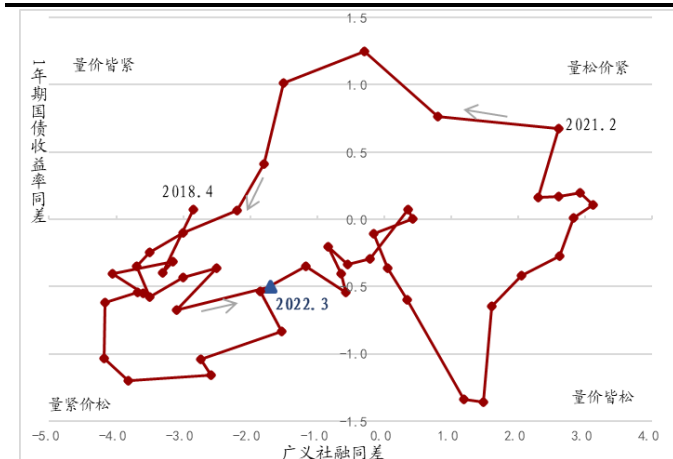
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 宽信用再度回暖，稳增长下政府、企业为主要拉动

社融增速再度回暖，宽信用进程缓步推进。政府专项债、新增人民币贷款、非标融资为主要拉动项。新口径下3月新增社会融资规模4.65万亿元，同比多增1.27万亿元，社融存量同比增速10.6%，较小幅反弹0.4个百分点。扣除政府债券之后，旧口径社融增速上行0.3个百分点至9.12%。具体来看：

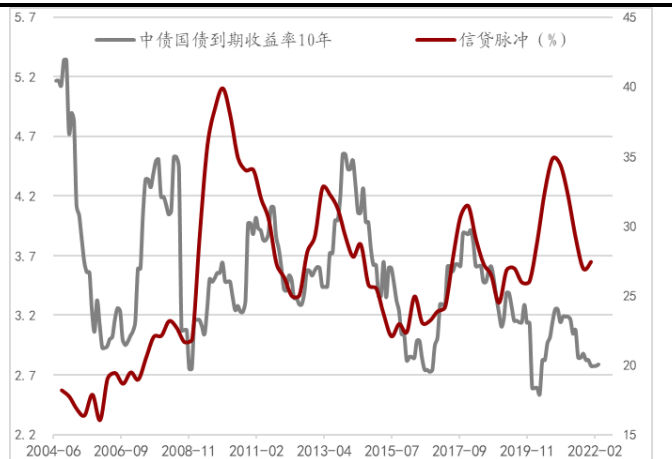
地方政府专项债同比保持增长，一季度基建资金投放节奏前置，宽财政持续发力。本月地方政府专项债7052亿元，同比多增3921亿元，前值2722亿元，在社融占比中持续上行。稳增长政策下，地方政府专项债发行节奏靠前，一季度财政支撑力度较大，基建将随专项债投放提速而上行。

图表5: 宽信用进程再度开启(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 国债收益率窄幅震荡(%)

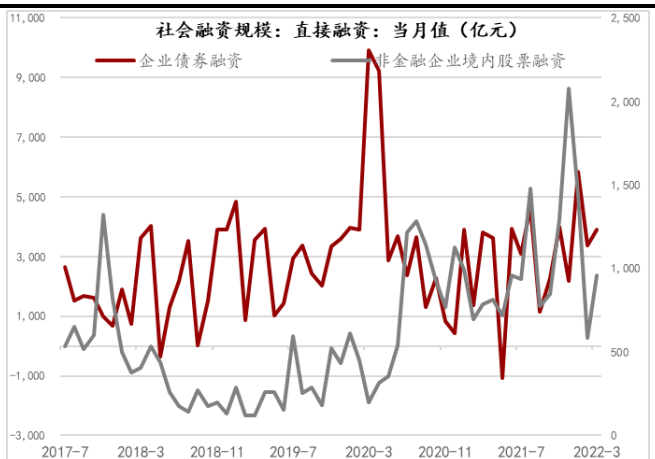


资料来源: Wind, 万联证券研究所

企业债券融资在稳增长下保持增长，股权融资同环比上行。3月，企业债券融资3894亿元，同比增加87亿元，前值3377亿元。稳增长政策下，企业债券融资依然保持上行。非金融企业境内股票融资958亿元，同比增加175亿元，前值585亿元，股票市场3月转入熊市，股权融资表现依然不弱。

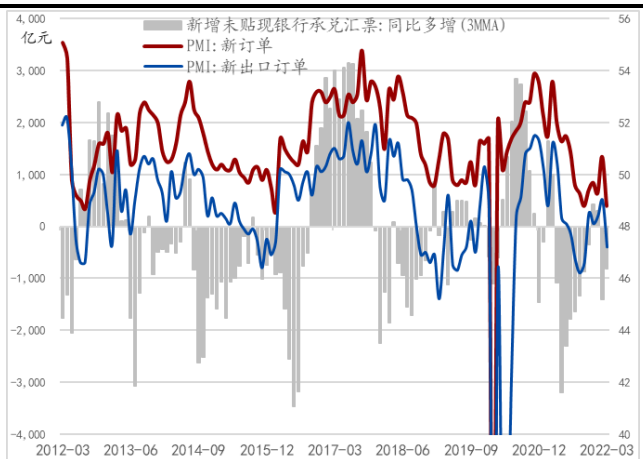
表外非标融资基数作用下同比转好，表外票据融资同比涨幅最大。3月非标融资133亿元，同比增加4262亿元。其中，表外票据融资286亿元，同比上行2582亿，推升幅度相对最大；信托贷款融资-259亿元，同比上行1532亿；委托贷款106亿元，同比上行148亿。本月非标融资转好，主要是低基数作用影响，从绝对值来看依然较低，但能看到压降非标的力度要明显弱于去年同期。

图表7: 企业债券、股权直接融资季节性回落 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 未贴现银行承兑汇票大幅转负 (亿元)

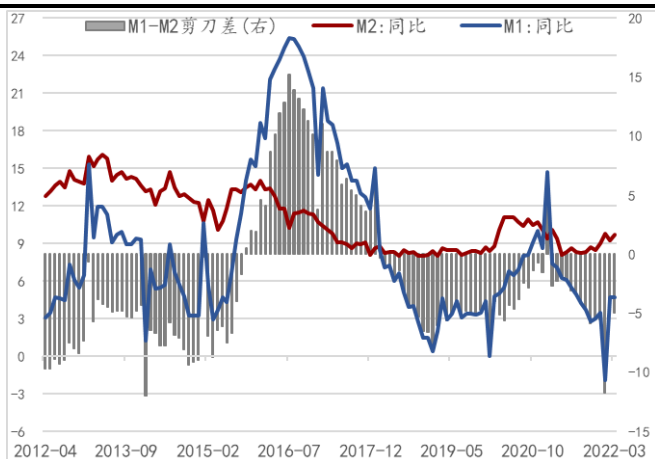


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 M1 持平，实体经济活力恢复受阻

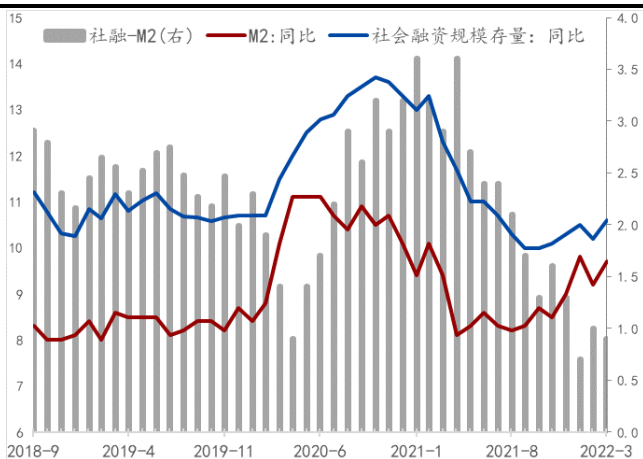
M2同比增速上行，M1增速持平，实体经济活力恢复受阻。3月M2同比增速上行0.5个百分点至9.7%，市场预期为9.1%，M1同比增速持平于上月的4.7%。社融与M2剪刀差由上月的1%收窄为0.9%，M1与M2剪刀差由上月的-4.5%下行为-5%。企业支出和居民消费意愿依然偏弱。

图表9: M1、M2剪刀差再度走阔 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

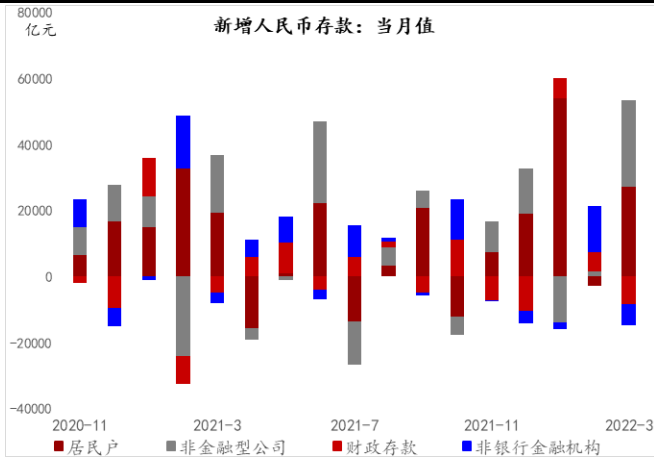
图表10: 社融与M2剪刀差小幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

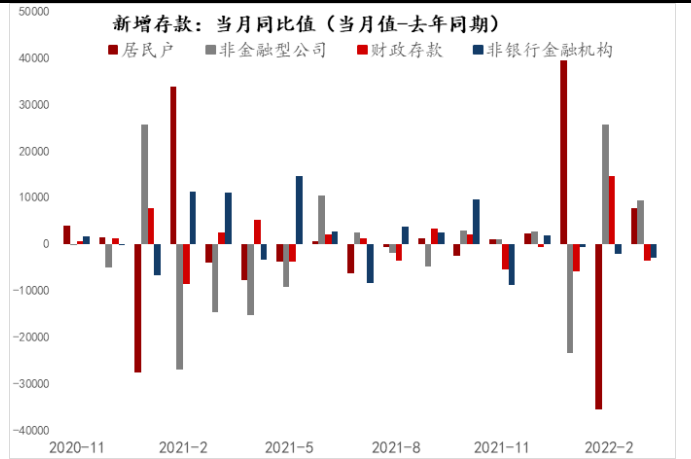
居民消费意愿偏弱，信贷端增长和财政支出增加拉升M2。稳增长政策下，财政支出预期将持续发力。居民、企业存款增加，财政存款转负，同比减少。3月，新增人民币存款4.49万亿元，前值2.54万亿元，同比多增8600亿元。其中，居民户存款2.70万亿元，同比增加7623亿元；非金融企业存款2.65万亿元，同比增加9221亿元；财政存款-8425亿元，同比减少3571亿元。

图表11: 新增存款季节性环比回落 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 新增存款中财政存款反弹 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 市场影响

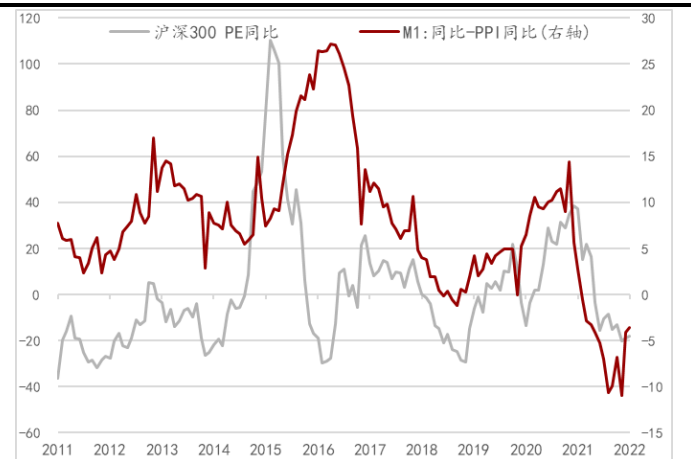
社融超预期走强，主要是信贷和政府债券的拉动，以及非标的低基数作用。但居民信贷端和企业长贷偏弱，房地产抓手尚未到位。政策稳增长，一季度地方政府专项债发行放量，但3月疫情给居民购房、消费和部分企业产业链带来影响。居民融资需求依然偏弱，房地产销售恢复仍需时间。宽信用仍将持续推进，房地产、基建仍是主要抓手，但受到房地产销售的约束，宽信用进程依然偏缓。货币政策也将配合进行调节，结构性的政策调节适度增加，房地产政策将持续放松。

图表13: 广义流动性缺口与10Y国债走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: M1-PPI同比反弹，权益估值有望上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 风险提示

美联储收紧幅度超预期，疫情发展和防控收紧超预期，居民消费持续低迷。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场