

2022年04月12日

# 2022年3月金融数据点评

## 事件点评

### 投资要点

#### ◆ 一、3月社融新增4.65万亿元、同比增幅10.6%、较去年同期多增12738亿元。

(1) 人民币贷款当月增幅较多，信贷增长仍有空间。3月新增32328亿元，较上月多增23244亿元、较去年同期多4817亿元，同比和环比增幅分别为17.5%和256%，显示出银行体系信贷投放的意愿充分，同时合意项目规模空间也较为充足。

(2) 政府债发行成为社融增长的重要补充。今年地方政府专项债发行工作提速，地方政府已经拥有较为充足的资金传统基建、新基建等项目。(3) 直接融资方式仍有待加强。一方面是信用债券市场正在承受房地产行业信用债的冲击，整体风险偏好有待提升，而城投主体也面临不确定的演化路径，市场保持相对谨慎；另一方面股票市场在经历了三年上涨之后，今年年初以来开始震荡下行趋势，市场情绪和资金谨慎程度加强，对股权融资并不友好。

#### ◆ 二、企业中长期信贷3月新增13448亿元、较上月多增8396亿元。(1) 企业中

长期贷款恢复增长，信贷投放节奏有所加快，居民中长期贷款相对弱势，房屋销售拖累所致。(2) 企业短期贷款增幅明显，经营现金流得到补充，企业经营意愿有望提升。(3) 直接融资方式仍有待空间。直接融资渠道不畅，一方面是信用债券市场正在承受房地产行业信用债的冲击，整体风险偏好有待提升，而城投主体也面临不确定的演化路径，市场保持相对谨慎；另一方面股票市场在经历了三年上涨之后，今年年初以来开始震荡下行趋势，市场情绪和资金谨慎程度加强，对股权融资并不友好。(4) 货币供应量的同比剪刀差扩大，显示信贷提振信用扩张。M1的主要变动来自企业活期存款，包括了企业经营回款和企业融资资金。M1增幅回升，表明企业流动资金正在增加，这与本月新增信贷规模快速增长相互印证。M2的较快增长也从广义货币的角度，验证了金融体系的信贷投放活动较好的贯彻了政策要求的适度提前、加快落实的要求。信贷投放到位后，实体经济增长也将通过一系列的政府主导项目得到保障。

#### ◆ 三、投资拉动成为稳增长的现实选择，关注货币政策出台配套政策。接下来应关注

以下3个方面：(1) 总量上，信贷指标对实体项目投资支持力度的持续性。主要表现在企业贷款增速与固定资产投资完成额增速的匹配。(2) 结构上，关注传统基建(水利、公路)、十四五规划重大项目和城市更新等地方政府立项较多领域的项目进度。(3) 关注地产调控微调，从急火猛攻转为小火慢炖。当下，地产行业处于高杠杆、高库存、低销售的困境，若适当调整政策约束，并给予一定的转型时间和空间，或将部分优质企业完成转型，从而带领地产行业进入政策合意的方向上。

### ◆ 策略建议

◆ 近期各类高层信息传达了一个基本事实，国内经济遭遇了超预期的下行压力，政府主导投资稳增长的模式成为了现实选择，从政策联动性来看，货币政策也应出台配套措施，定向降息或小幅下调LPR利率的可能性加大。对于利率市场，央行的此次操作将大概率成为利率见底的信号，并在基本面确认底部之后转向上行。

分析师

崔晓雁

SAC 执业证书编号：S0910519020001  
021-20377098

### 相关报告

2022年4月6日国常会公告点评  
2022-04-07

2022年3月PMI数据点评 2022-04-06

2022年3月宏观月度报告 2022-03-31

3月LPR利率与前持平 2022-03-21

2月经济金融数据点评 2022-03-17

## 内容目录

一、3月社融新增 4.65 万亿元、同比增幅 10.6%、较去年同期多增 12738 亿元 .....	3
二、企业中长期信贷 3 月新增 13448 亿元、较上月多增 8396 亿元 .....	3
三、投资拉动成为稳增长的现实选择，关注货币政策出台配套政策 .....	5

## 图表目录

图 1：当月新增社融规模（亿元） .....	3
图 2：新增社融分项对比（亿元） .....	3
图 3：住户短期信贷和中长期信贷（亿元） .....	4
图 4：企业短期信贷和中长期信贷（亿元） .....	4
图 5：当月新增票据融资规模与票据融资利率呈现反向关系 .....	4
图 6：货币供应量 M1 与 M2 的缺口有所收窄 .....	5

未找到图形项目表。

## 一、3月社融新增4.65万亿元、同比增幅10.6%、较去年同期多增12738亿元

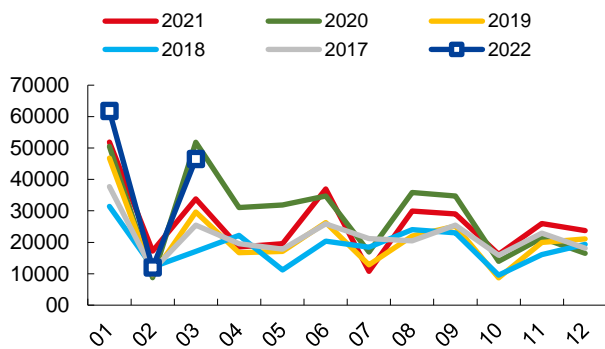
3月新增社融规模4.65万亿元、同比多增12738亿元，社融同比增速10.6%、较上月增加0.4个百分点。分项来看：

(1)人民币贷款当月增幅较多，信贷增长仍有空间。3月新增32328亿元，较上月多增23244亿元、较去年同期多4817亿元，同比和环比增幅分别为17.5%和256%，显示出银行体系信贷投放的意愿充分，同时合意项目规模空间也较为充足。

(2)政府债发行成为社融增长的重要补充。今年地方政府专项债发行工作提速，4月12日财政部新闻发布会要求，贯彻4月6日国常会要求5月完成专项债提前批1.25万亿元的发行任务（截至3月末已完成1.2万亿元）、9月底完成全年剩余的专项债2.56万亿元的发行任务。再加上2021年结余的专项债资金，地方政府已经拥有较为充足的资金传统基建、新基建等项目。

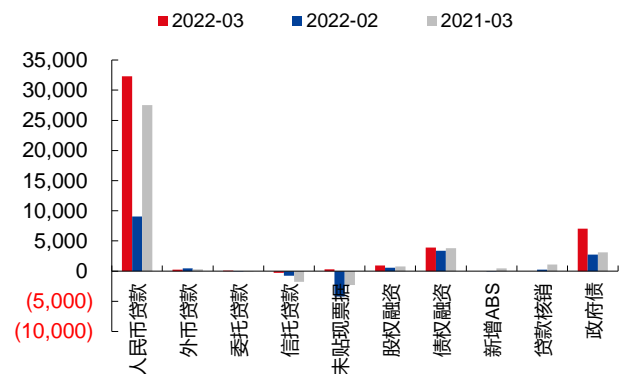
(3)直接融资方式仍有待加强。3月份新增债权融资1137亿元、股权融资772亿元，较去年同期分别多增87亿元、多增175亿元。直接融资渠道不畅，一方面是信用债券市场正在承受房地产行业信用债的冲击，整体风险偏好有待提升，而城投主体也面临不确定的演化路径，市场保持相对谨慎；另一方面股票市场在经历了三年上涨之后，今年年初以来开始震荡下行趋势，市场情绪和资金谨慎程度加强，对股权融资并不友好。

图1：当月新增社融规模（亿元）



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

图2：新增社融分项对比（亿元）



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

## 二、企业中长期信贷3月新增13448亿元、较上月多增8396亿元

信贷数据方面，人民币贷款余额同比11.4%、与上月持平，当月新增信贷3.13万亿元、同比多增4000亿元。分项来看：

(1) 企业中长期贷款恢复增长，信贷投放节奏有所加快，居民中长期贷款相对弱势，房屋销售拖累所致。3月中长期贷款增长恢复，其中企业中长期贷款 13448 亿元、同比多增 148 亿元，较上月多 8396 亿元，扭转了中长期贷款疲弱的预期；居民中长期贷款 3735 亿元、同比少增 2504 亿元、较上月多 4194 亿元，由于居民中长期贷款主要用于购置房产，表明按揭贷款虽有松绑，但从数据来看需求恢复程度弱于去年，侧面反应了房屋销售情况仍有待提高。

(2) 企业短期贷款增幅明显，经营现金流得到补充，企业经营意愿有望提升。3月企业短期贷款规模 8089 亿元、同比增加 4341 亿元，较上月多 3978 亿元，同比和环比增幅均接近翻倍，显示出企业的生产信心有所恢复，从而积极举借短期贷款改善经营现金流、通过短期贷款降低融资成本和债务重置降低错配以降低财务压力。这一迹象是否确认，还有待更长时间跟踪观察。

图 3：住户短期信贷和中长期信贷（亿元）

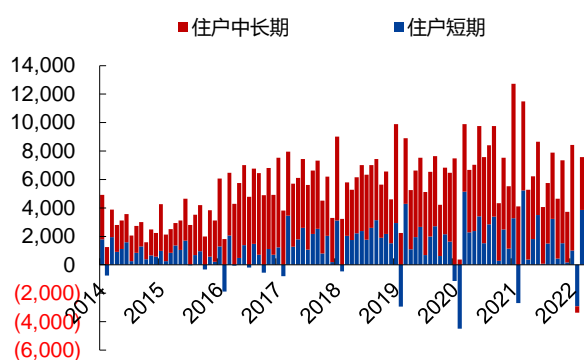
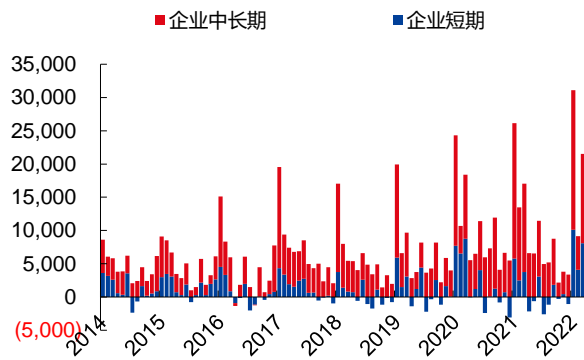


图 4：企业短期信贷和中长期信贷（亿元）

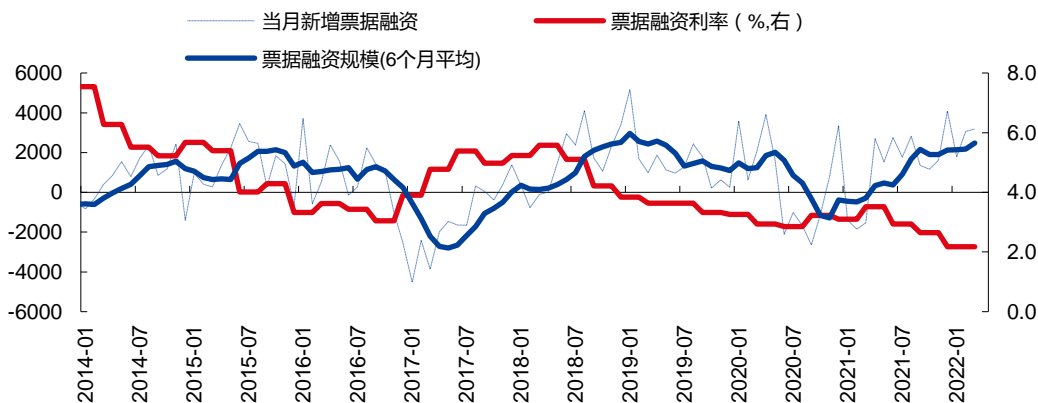


资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

(3) 票据融资规模仍占据重要比例。3月企业票据融资 3187 亿元、同比多 4712 亿元、较上月增 135 亿元。显示出票据作为企业应收应付账款的流转手段具有无与伦比的融资便利性，票据融资的规模相对较高水平，意味着企业利用票据融资的形式获取短期资金补充经营生产成为较普遍现象。主要原因是票据贴现率趋势下行时，企业更愿意向银行贴现未到期票据，以补充经营现金流。

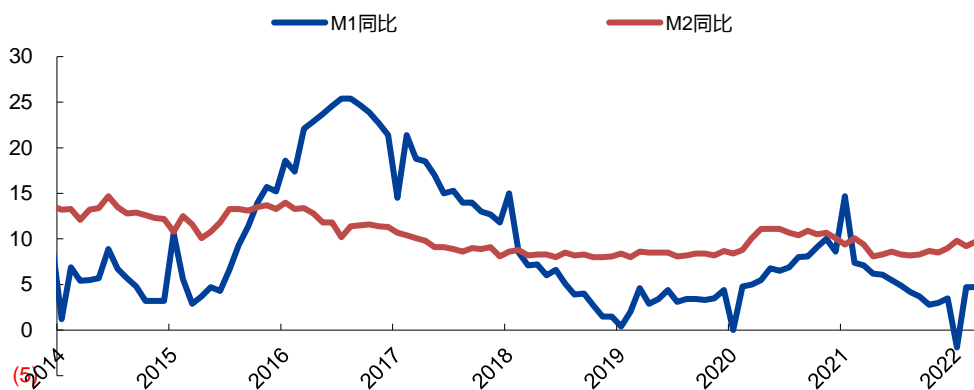
图 5：当月新增票据融资规模与票据融资利率呈现反向关系



资料来源：华金证券研究所

(4) 货币供应量的同比剪刀差扩大，显示信贷提振信用扩张。3 月份，广义货币供应量 M2 当月净增 56211 亿元、同比增速 9.7%、较上月上升 0.6 个百分点；M1 当月净增 23488 亿元、同比增速 4.7%、与上月持平。M1 的主要变动来自企业活期存款，包括了企业经营回款和企业融资资金。M1 增幅回升，表明企业流动资金正在增加，这与本月新增信贷规模快速增长相互印证。M2 的较快增长也从广义货币的角度，验证了金融体系的信贷投放活动较好的贯彻了政策要求的适度提前、加快落实的要求。信贷投放到位后，实体经济增长也将通过一系列的政府主导项目得到保障。

图 6：货币供应量 M1 与 M2 的缺口有所收窄



资料来源：华金证券研究所

### 三、投资拉动成为稳增长的现实选择，关注货币政策出台配套政策

结合社融和信贷数据，我们认为，3 月金融数据较为有力的扭转了上个月数据表现出的信贷需求缩减迹象。在银行体系投放充足的信贷规模、政府也有必要提前投资的情况下，投资拉动成为稳经济的现实选择。我们认为，接下来应关注以下 3 个方面：

(1) 总量上，信贷指标对实体项目投资支持力度的持续性。主要表现在企业贷款增速与固定资产投资完成额增速的匹配，理想的情况是，信贷支持应当贯穿完整的政府主导的投资周期。期间如果出现资金不足，则会出现政府通过专项债来补充融资或按规定比例注入资本金的情况。

(2) 结构上，关注传统基建（水利、公路）、十四五规划重大项目和城市更新等地方政府立项较多领域的项目进度。地方政府宣布的计划投资规模、年度投资规模和最终的实际完成投资规模可能由于各种原因出现较大偏差，如果某类重大项目率先建设，但出现了系统性的偏差，如需求大比例提高成本预算等，则可能会对全局造成影响。

(3) 关注地产调控微调，从急火猛攻转为小火慢炖。地产行业是不可或缺的行业板块，尽管面临了人口老龄化、城镇化率、购房能力等诸多长限制性因素。从保障性住房、刚需住房、改善型住房等品种看，仍有其合理的市场空间，而且也符合政策基调。当下，地产行业处于高杠

杆、高库存、低销售的困境，若适当调整政策约束，并给予一定的转型时间和空间，或将部分优质企业将完成转型，从而带领地产行业进入政策合意的方向上。

### 策略建议

近期各类高层信息传达了一个基本事实，国内经济遭遇了超预期的下行压力，从各地政府纷纷开工重大项目的活动来看，政府主导投资稳增长的模式成为了现实选择，从政策联动性来看，货币政策也应出台配套措施，定向降息或小幅下调 LPR 利率的可能性加大。若央行降息，信贷和投资的增速必然进一步上升到更高水平，届时，市场将担忧过量投资会引发经济过热。

对于利率市场来说，央行的此次操作将大概率成为利率见底的信号，并在基本面确认底部之后转向上行。

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn