

相似的超预期，慢而坎坷的宽信用

——2022年3月金融数据点评

2022年4月13日

固定收益	定期报告
------	------

分析师	贾清琳 电话：010-66554042 邮箱：jiaql@dxzq.net.cn
-----	--

执业证书编号：S1480521070009

事件：

2022年4月11日，央行发布中国3月金融数据：

新增人民币贷款 3.13 万亿元，前值 1.23 万亿元，同比多增 4000 亿元；社融规模存量为 325.64 万亿元，同比增 10.6%；社融规模增量 4.65 万亿元，前值 1.19 万亿元，同比多增 1.27 万亿元；3月 M2 同比增长 9.7%，前值 9.2%，M1 货币供应同比 4.7%，前值 4.7%，M0 货币供应同比 9.9%，前值 5.8%。

核心观点：

2022年一季度社融存量同比增速分别为1月（10.5%）、2月（10.2%）、3月（10.6%），大致呈震荡上行的势头，3月份社融情况和1月份类似，都是总量强、结构弱，而2月份是总量结构双弱，所以整体来看社融实质性回暖尚未显现，在结构改善之前尤其是中长期贷款显著改善之前，社融回暖的可持续性都会是有待观察的。

往后看的话，（1）首先二季度社融的基数效应对短期内社融持续回暖是利好因素，且此轮奥密克戎疫情全国性扩散尚未见拐点，目前来看这一轮严重程度仅次于2020年，这样的局面下稳增长诉求很强，且今年还有5.5%的经济增速目标，所以政策稳增长的倾向性会很强。因为社融企稳是经济企稳的前奏，当前实质性宽信用压力仍大，所以宽信用是当前政策主攻的方面。货币政策在经过3月份的观察期后，市场基本确认了宽松基调不变，但考虑到当前市场并不太缺钱，所以目前宽货币对于稳增长和宽信用的作用不算大，而且还有中美利差的制约，所以央行进行降准降息会变的非常谨慎，这就是3月份货币政策表现含蓄的原因，但宽货币会继续为宽信用及稳增长保驾护航这一点毋庸置疑。除了货币政策外我们认为财政政策会在未来宽信用、稳增长的道路发挥更重要的作用，二季度专项债多增以及财政支出增加大概率会继续支撑社融。（2）但社融回暖持续性存在制约：确定的地产行业“房住不炒”下行周期以及疫情发酵、国内外复杂的政治经济形势影响下企业融资意愿短期内难以显著好转使得信用难宽。

所以综上所述我们认为政策着力下信用回暖的趋势确定，但过程或许比往年的宽信用都会缓慢而坎坷，我们预计未来会是震荡上行。我们认为宽信用在短期来看对10年期国债收益率的影响会较小，当前国内外政治、经济形势较为复杂，不确定性因素仍多。我们从社融数据公布之后债市的反应也能观察到，在1、2、3月份社融数据分别超出预期、不及预期、超出预期的冲击下，当天10年期国债收益率对于社融超预期的反应幅度表现是逐渐钝感的。

以下是具体的数据分析：

一、居民部门信贷均弱，企业部门信贷结构不佳、票据冲量特征依然明显、不过中长期贷款有边际改善

3月新增人民币贷款 3.13 万亿元，同比多增约 4000 亿元。3月末人民币贷款余额 201.01 万亿元，同比增长 11.4%，增速较上月末放缓，比上年同期低 1.2%。短贷和票据融资多增 7659 亿，中长期贷款同比少增 2356 亿。整体来看仍然呈现中长期贷款下降的局面，中长期贷款占比依然较低，信贷需求仍弱。

居民部门信贷增加 7539 亿元，同比大幅少增 3940 亿元。其中短期贷款增加 3848 亿元，同比少增 1394 亿元，主要是疫情扩散压制了居民的消费意愿；中长期贷款增加 3735 亿元，同比少增 2504 亿元，居民部门中长期贷款和短贷均弱，中长期贷款弱与地产销售数据和土地成交面积仍较差相呼应，表明地产边际宽松政策在空间以及时间上都还尚未见效，居民购房意愿缺乏是最主要因素，我们强调除了地产政策的限制外也有

居民对于地产行业、整个经济状况预期悲观的影响。当前国内疫情以上海为主要扩散点，其他地区多地爆发的局面很大可能会继续发酵，会对消费和地产成交与销售形成持续的压力，地产边际宽松政策或继续出台，但短期内居民信贷数据或将继续承压。

企业部门贷款增加 2.48 万亿元，同比多增 8800 亿元。其中，短期贷款增加 8089 亿元，同比多增 4341 亿元，票据融资增加 3187 亿元，同比多增 4712 亿元，中长期贷款增加 13448 亿元，同比多增 148 亿元。短贷和票据为主要增加项，主因 3 月银行有存款冲量任务，且一些大行在宽信用诉求的窗口指导下放贷意愿较强，所以短贷和票据增量明显，以满足企业的一些短期流动性需求。而企业信贷结构不佳可以看出目前企业的实际融资意愿仍然不足，因为地产行业还在磨底，叠加疫情扰动和海外地缘冲突的影响，企业普遍对经济前景的态度是不乐观的。不过基建托底经济的作用稍有显现，所以企业中长期贷款虽然仍弱但边际有所改善，不过这个改善的持续性以及何时会有大幅改善仍有待观察。

二、社融增量超预期，政府债券、信贷以及非标是主要贡献项，但实体融资需求仍弱，现有增量主要是稳增长政策的奏效

3 月社会融资规模增量为 4.65 万亿元，比上年同期多增 1.27 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%，增速较上月增加 0.4%。增量方面主要源于政府债券、信贷以及非标项的支撑，体现出稳增长政策的奏效。但从各分项来看，信贷方面仍然以短贷增加为主，不论是居民还是企业实际信贷需求都仍然不足。

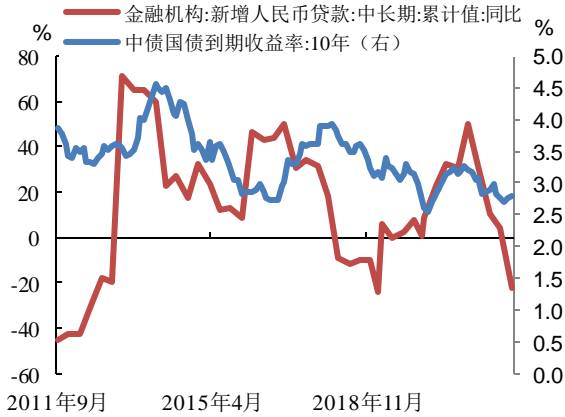
3 月政府债券净融资 7052 亿元，同比多增 3921 亿元。直接融资 3 月增加 4852 亿元，同比多增 262 亿元，其中企业债券净融资 3894 亿元，同比多增 87 亿元，股权融资 958 亿元，同比多增 175 亿元。政府债多增主要源于政府专项债发行进度的前置，企业债券表现一般一方面体现当前融资需求的不足，另一方面则是城投发债减少的拖累。

3 月非标融资增加 133 亿元，同比多增 4262 亿元，其中未贴现的银行承兑汇票增加 286 亿元，同比多增 2582 亿元，信托贷款减少 259 亿元，同比少减 1532 亿元，委托贷款增加 106 亿元，同比多增 148 亿元。3 月份未贴现的承兑汇票和信托贷款是社融的重要支撑项，未贴现的承兑汇票多增可能是由于疫情扰动下企业短期流动性压力增加而推升，信托贷款多增主要是由于资管新规结束背景下存量压降压力明显缓解以及基建投资需求增加共同作用而推升。

三、M1 较为低迷，M2 增速上升，财政投放明显加快，但实体经济活力仍然不足

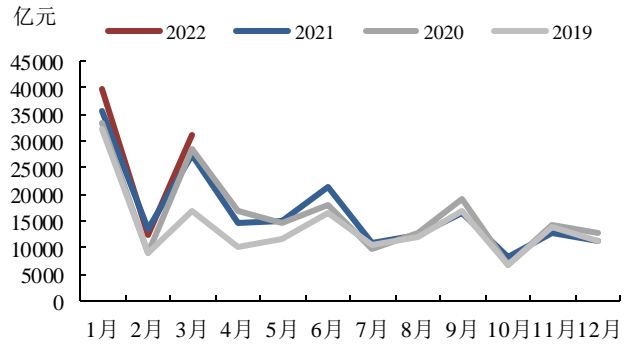
3 月末 M1 同比增长 4.7%，较前值不变，M2 余额为 249.77 万亿元，同比增长 9.7%，增速比上月末增加 0.5%，比上年同期增加 0.3%，M2 与 M1 剪刀差较上个月增加 0.5%。M0 增速同比为 9.9%。居民存款增加 2.70 万亿元，同比多增 7623 亿元，非金融企业存款增加 2.65 万亿元，同比多增 9221 亿元。非银行金融机构存款减少 6320 亿元，同比多减 3040 亿元。财政存款减少 8425 亿元，同比多减 3571 亿元。M1 增速较为低迷的主要体现的是疫情发酵下实体经济活力不足，包括居民消费和企业活动的减少，而 M2 增速上升的原因则主要是 3 月份银行加快信贷投放但资金却没有全部流入市场，因此居民和企业部门存款相应增加，并且 3 月份财政支出明显提速，财政存款明显减少。非银存款显著多减的原因可能与证券市场行情低迷压力下银行理财赎回压力增加有关。

图 1：中长期信贷占比继续回落



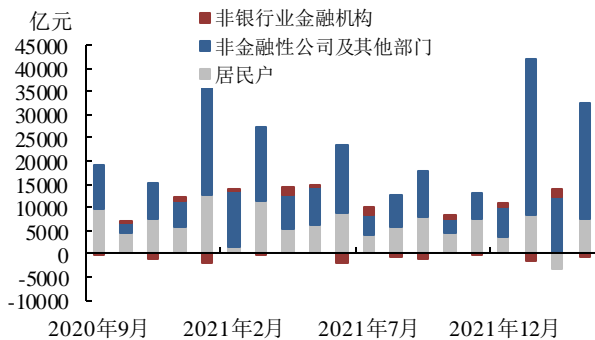
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 2：新增人民币贷款 3 月同比高于市场预期



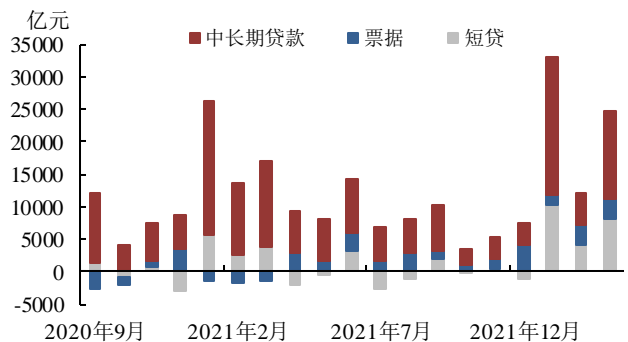
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 3：3 月新增贷款企业较强，居民弱



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 4：新增短贷和票据融资大幅多增，新增中长期贷款增量小



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 5：社融存量同比上升，环比增幅 0.4%

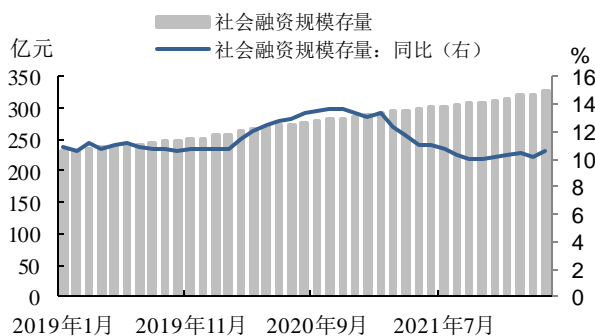
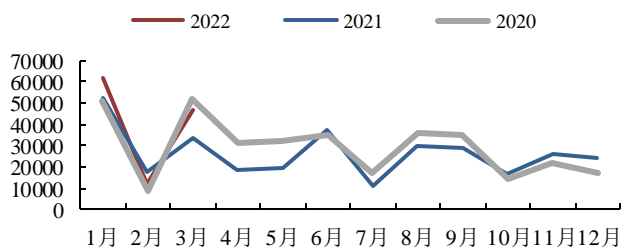
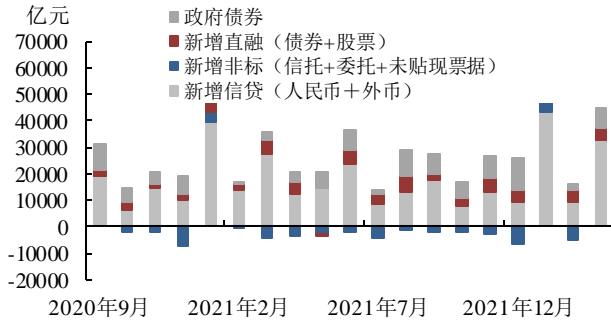


图 6：3 月新增社融总量超市场预期，表现强劲



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

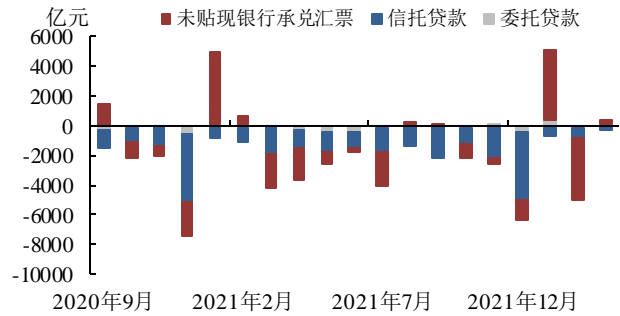
图 7：社融分项中政府债券、非标、信贷都有所支撑



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

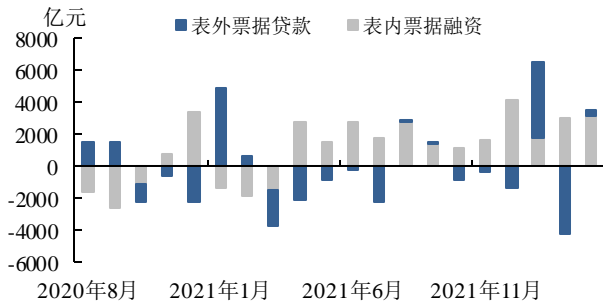
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 8：非标各分项对社融的支撑均较强



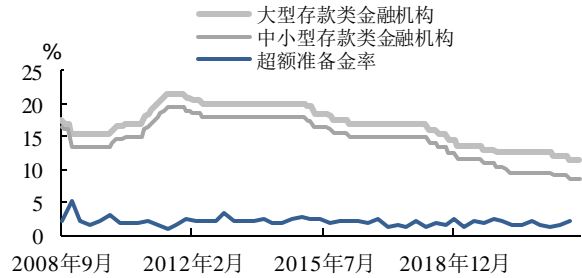
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 9：表内强于表外指示企业融资需求仍偏弱



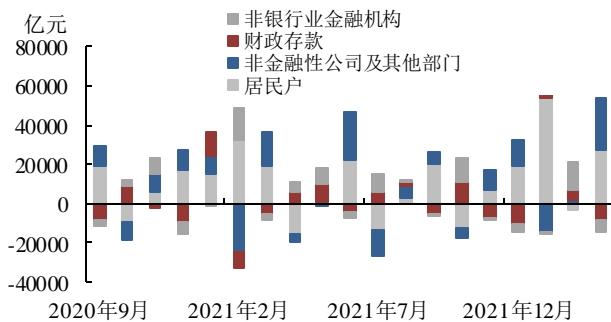
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 10：3 月金融机构基准利率与上月持平



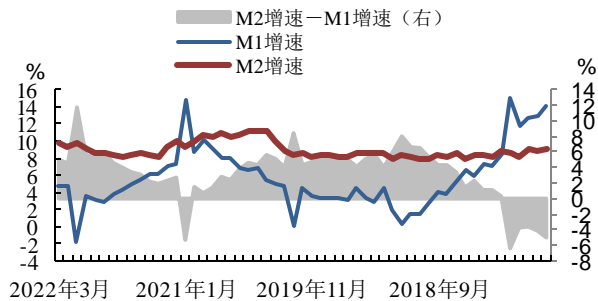
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 11 企业部门和居民部门存款为主要支撑



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 12：M1 与 M2 剪刀差有所减小



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

风险提示：政策超预期，稳增长政策效果超预期，俄乌局势变化不确定性，疫情发展不确定性

分析师简介

分析师：贾清琳

金融本硕，2019年7月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究，侧重信用债策略及转债方向。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526