

## 社融继续上行 货币政策处于观察期

### 2022年3月金融数据点评

#### 核心内容：

- **社融融资继续上行** 3月份社融总体数量上行，主要是贷款上升、企业债券和政府债券发行放量带来的，影子银行止跌、也给社会融资总量带来积极的影响。整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的延续，我国金融机构在下游需求较弱的情况下完成了信贷的同比增长，稳增长措施逐步见效也反应了管理层的决心和对整体经济调控的有效。
- **表外信贷止跌上行** 首先，影子银行继续上行，委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票同比回升，意味着房地产相关企业信贷逐步好转。其次，政府债券前置，发放速度加快。1季度政府债券融资1.58万亿，同比增长9215亿元。最后，表内贷款上行，居民贷款稍有回升，企业贷款增加。总体来说，制造业需求仍然相对弱势，整体金融环境继续保持宽松，信贷持续上行是经济恢复的积极信号，这种宽松可能会延续至3季度。
- **企业短贷爆发，居民需求仍然较弱** 2022年3月份新增信贷增速回升，企业信贷上行，居民信贷疲弱，企业贷款中短期贷款大幅上行。新冠疫情影响了部分房地产需求和居民消费需求，居民信贷仍然低增长。企业贷款结构并不理想，但快速上行的短期贷款说明企业资金较为紧张，部门企业得到长期贷款仍然较为困难。
- **社融和M2匹配度仍然显示显示宽松需持续** M2缓慢上行，M2回升是居民存款上升的结果，同时金融机构购买债券推动了M2小幅上行。3月份M1保持平稳，企业资金状况在3月份没有明显变化。1季度M1和M2继续走高，货币投放加快，金融活化程度加快。我国央行货币操作调整口径已经明确，宽信用和宽货币是政策的选择，宽松货币组合的效果会逐步显现。社融和M2的比例继续回落，说明现阶段金融相对于实体经济仍然较为紧张，需要进一步的宽松。
- **宽信用继续，货币政策处于观察期** 央行稳增长的决心和动力仍然较足，着力促进信贷的发放，并且1季度运行良好，信贷回升会带来经济的缓步上行。虽然3月份央行并无降准降息出现，但宽信用仍然在持续。鉴于美联储已经在收缩货币的过程中，在美联储加息缩表的时刻，央行降息的效果可能并不好，预计上半年央行降息有所谨慎。同时通胀预期有所走高，下半年央行货币政策可能一定程度受到通胀压制，央行的货币操作会面临更加复杂的环境。综上，宽信用仍然是政策的重点，下半年宽货币的可能性要高过上半年

#### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

## 一、社会融资继续上行

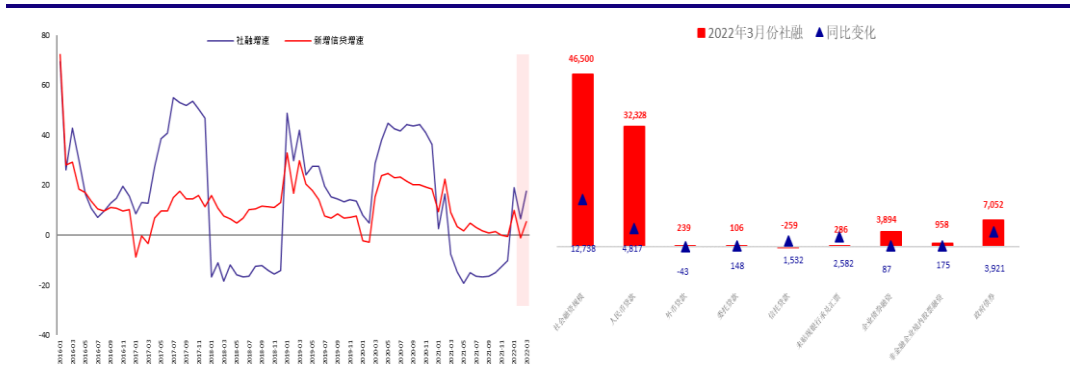
2022年3月份社会融资规模4.65万亿，预期3.7万亿，同比增加1.27万亿。3月份新增贷款3.13亿，预期2.67万亿，同比增加4000亿元。1月份社融增速快速回升，影子银行反弹，政府债券发行放量。1季度社会融资总额12.0万亿，比去年同期上行1.82万亿，新增信贷8.34万亿，同比上行6700亿。

3月份社融总体数量上行，主要是贷款上升、企业债券和政府债券发行放量带来的，影子银行止跌、也给社会融资总量带来积极的影响。3月份社融增速快速回升，表明2月份的下行是暂时的。2022年1季度当年累计新增社融增速17.8%，比上月上行11.2个百分点，新增贷款增速5.4%，比上月增加6.4个百分点。

整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的延续，我国金融机构在下游需求较弱的情况下完成了信贷的同比增长，稳增长措施逐步见效也反应了管理层的决心和对整体经济调控的有效。

图1：社融增速上行（%）

图2：社融各部门变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

首先，影子银行继续上行，委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票同比回升，意味着房地产相关企业信贷逐步好转。这是我国金融环境放松的重要指标，意味着边际放松房地产金融的效果显现。影子银行边际改善主要是信托贷款的下滑减弱。银行承兑汇票在3月份转正，经济活动略有好转。3月份影子银行融资133亿元，同比增速17.4%。

其次，政府债券前置，发放速度加快。3月份政府债券融资额达到7052亿元，1季度政府债券融资1.58万亿，同比增长9215亿元。企业融资保持平稳，央行降息，企业信用利差小幅下滑，政策保持支持态度，企业融资较为平稳。

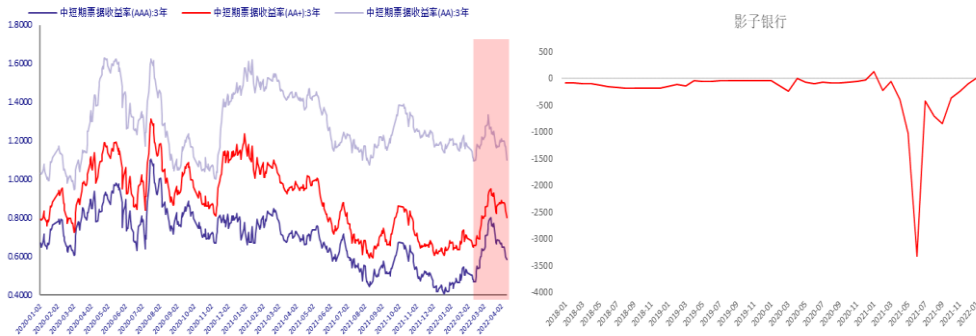
最后，表内贷款上行，居民贷款稍有回升，企业贷款增加。银行贷款创记录上行是银行积极的信号，1季度银行积极房贷，贷款实现“开门红”。2022年1季度银行信贷在社会总需求下滑和新冠疫情的影响下，银行在2022年开年仍然实现信贷增长，稳增长的态度不动摇。

开年新增贷款规模持续回升：（1）对房地产开发商的金融限制逐步放开；（2）政府债券发行加速。制造业需求仍然相对弱势，整体金融环境继续保持宽松，信贷持续上行是经济恢复的积极信号，这种宽松可能会延续至3季度。

鉴于央行对经济增长的支持，2022年全年新增社融约33.5万亿，即社融存量同比增速约在10.6%左右，那么新增社融全年增速约在8.0%左右。

图3：中票与国债信用利差（%）

图4：影子银行贷款增速回升（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、企业短贷持续爆发，居民仍然稍弱

2022年3月份新增信贷增速回升，企业信贷上行，居民信贷疲弱，企业贷款中短期贷款大幅上行。新冠疫情影响了部分房地产需求和居民消费需求，居民信贷仍然低增长。企业贷款结构并不理想，但快速上行的短期贷款说明企业资金较为紧张，部门企业得到长期贷款仍然较为困难。

从居民信贷来看，3月份居民长贷新增7424亿元，居民长贷低于去年同期。3月份居民短贷业回升，但短期贷款和长期贷款增速均处于负增长，居民消费整体受到疫情影响走低。居民长贷3月份增长了3735亿元，疫情影响下居民的购房热情同样受到打击。

从企业信贷来看，企业中长期贷款增速回落速度减缓。央行对于实体经济、中小微企业以及碳改革企业的信贷都较为支持，宽松的金融环境已经形成。企业长贷继续下滑一方面是企业需求较弱，另一方面银行贷款限制，部分企业信贷获得仍然有困难，企业短期贷款大幅上行，说明企业资金需求仍然存在，而转化到长期贷款有困难。

3月份企业贷款2.48万亿，其中长贷1.34亿，比去年同期增加148亿元，短贷8089亿，同期增加了4341亿元，1-3月份我国企业短贷和长贷增速分别为85.8%和-11.6%。

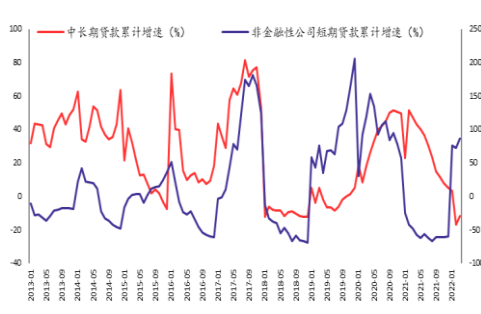
经济增长仍然需要信贷的支持，影子银行继续上行，表内贷款回升，预计全年新增贷款约为22万亿，那么全年贷款增速约为10%左右。

图5: 居民长期贷款弱势 (%)

图6: 企业贷款回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

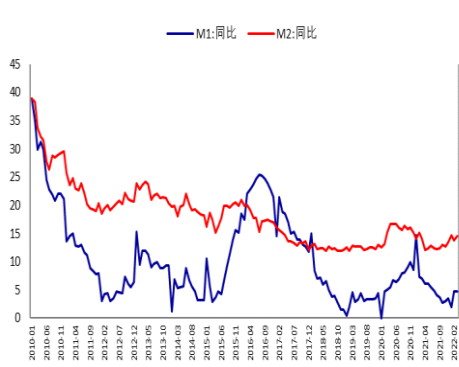
### 三、社融和 M2 匹配度显示宽松需持续

3 月份央行货币操作平稳，M1 增速平稳，M2 增速继续回升。M1 显示企业资金紧张程度，3 月份企业资金与上个月持平。存款在 3 月份快速上行带动了 M2 走高，M2 新增 5.6 万亿，其中居民和企业存款增加 4.4 万亿。3 月份 M1 增速为 4.7%，与上月持平，M2 增速 9.7%，比上个月上行 0.5 个百分点。

M2 缓慢上行，M2 回升是居民存款上升的结果，同时金融机构购买债券推动了 M2 小幅上行。3 月份 M1 保持平稳，企业资金状况在 3 月份没有明显变化。1 季度 M1 和 M2 继续走高，货币投放加快，金融活化程度加快。

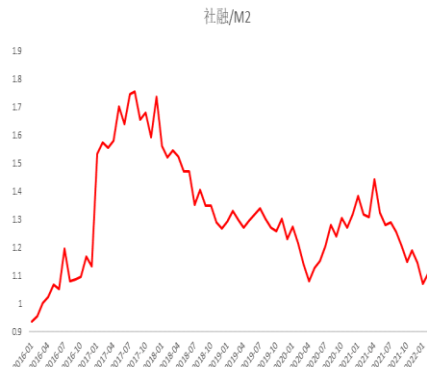
我国央行货币操作调整口径已经明确，宽信用和宽货币是政策的选择，宽松货币组合的效果会逐步显现。社融和 M2 的比例继续回落，说明现阶段金融相对于实体经济仍然较为紧张，需要进一步的宽松。

图 7: M1、M2 增速回升 (%)



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

图 8: 社融/M2 回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 四、宽信用继续，货币政策处于观察期

2021 年 1 季度在高基数下完成信贷增长。央行在连续 1 个月内两次下调 LPR 利率，同时进行了降准、下调公开市场操作利率，并且降准可能没有结束。央行的政策释放速度显示了稳增长的决心。

表 1: 12 月以来货币政策变化

日期	利率	货币政策基调
20211206	全面降准：下调存款准备金率 0.5 个百分点。	(1) 中央经济工作会议：财政与货币政策要协调联动； (2) 央行货币委员会 4 次例会：发挥好货币政策工具总量和结构双重功能； (3) 2022 年央行年会：主动推出有利于经济稳定的货币金融政策。
20211206	定向降息：央行下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点。	
20211215	国常会：(1) 普惠小微企业贷款延期还本付息工具转为普惠小微带看支持工具；(2) 将普惠小微信用贷款纳入支农支小贷款，可增加带贷款额度。	
20211220	降息：2020 年 4 月首次下调 1 年期利率，LPR 下行 0.05 个百分点，1 年期 LPR 至 3.8%，5 年不变。	
20220117	公开市场降息：下调 MLF 利率 0.1 个百分点至 2.85%，下调 OMO 利率 0.1 个百分点至 2.1%。	
20220120	再次降息：2020 年 4 月首次下调 5 年期利率。1 年期 LPR 下行 0.1 个百分点至 3.7%，5 年期 LPR 下调 0.05 个百分点至 4.6%。	

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

对于影响信贷市场较多的房地产信贷也有所放松。房地产调控有所收敛，房地产相关金融产品监管放松，尤其是保障房信贷的放松会持续支持信贷回升。

表 2: 房地产政策放松

时间	部门	内容
20210924	央行	货币委员会第三季度例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”
20210929	央行和银保监会	房地产金融工作座谈会进一步提出“准确抱我和执行好房地产金融审慎管理制度…金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
20211219	央行和银保监会	《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，出险企业项目的并购贷款不再计入“三道红线”和房地产贷款集中度相关指标计算口径
20220120	住建部2022年工作计划	明确提出住房和城乡建设是最大的国内消费市场，充分释放居民住房需求，重申房住不炒，“因城施策”促进房地产业良性循环
20220208	央行和银保监会	《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

央行稳增长的决心和动力仍然较足，着力促进信贷的发放，并且1季度运行良好，信贷回升会带来经济的缓步上行。虽然3月份央行并无降准降息出现，但宽信用仍然在持续。鉴于美联储已经在收缩货币的过程中，在美联储加息缩表的时刻，央行降息的效果可能并不好，预计上半年央行降息有所谨慎。同时通胀预期有所走高，下半年央行货币政策可能一定程度受到通胀压制，央行的货币操作会面临更加复杂的环境。综上，宽信用仍然是政策的重点，下半年宽货币的可能性要高过上半年。

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tanganling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tanganling_bj@chinastock.com.cn)