

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 点评报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理  
联系电话: +86 13682411569  
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 为什么我们坚定看好宽信用?

2022年4月12日

- **新增信贷超预期, 企业信贷需求扩张。**3月新增人民币贷款3.13万亿元, 同比多增4000亿元, 超市场预期。企业贷款同比多增4489亿元, 成为最大亮点。其中企业短贷需求旺盛, 主要与基建项目集中开工、金融机构响应纾困政策有关。企业中长贷在高基数压力下实现增长, 很大一部分原因是专项债对于配套资金的撬动效应增强。其他分项上, 居民信贷需求仍较低迷, 短贷受制于疫情, 居民消费受阻, 中长贷仍受房贷拖累。票据融资同比多增4712亿元, 成最大支撑项, 反映出当前信贷结构仍待优化, 银行借助票据冲量来填充信贷规模。
- **政府债发力、非标拖累缓解, 社融大幅增长。**3月新增社融规模4.65万亿元, 同比多增1.27万亿, 大超市场预期。结构上呈现信贷扩张、政府债发力、非标拖累缓解的显著特征。社融存量同比10.6%, 较上月提升0.4个百分点, 增速创下2021年8月以来新高。3月末国常会上总理对专项债做出最新部署, 提前批额度5月底前发行完毕, 9月底前发行完毕。按照这一节奏, 政府债发力窗口集中在上半年, 随后对社融拉动效应趋于减弱, 下半年将面临2021年发行后置的高基数压力。
- **居民储蓄率上升, 财政支出力度加大。**央行调查问卷显示, 一季度城镇储户更多储蓄占比达54.7%, 较去年同期高出5.6个百分点。3月份M2增速9.7%, 边际上行0.5个百分点, 印证了居民储蓄率的提升。M1增速4.7%, 与上月持平, M2-M1增速剪刀差扩大, 显示出疫情冲击下居民消费活动受限, 投资情绪有所降温, 资金活跃度偏弱。从存款端来看, 财政存款同比多减3571亿元, 支出力度明显加大。
- **为什么我们坚定看好宽信用?**第一, 根据我们构建的信用周期指数, 今年前三季度都将处于信用扩张期。我国完整的信用周期大约持续三年左右, 本轮周期开启的信号是2021年8月的央行信贷座谈会, 10月起数据明显改善。第二, 宽信用是当前货币政策的主要发力点。考察央行对货币政策工具的可能抉择, 降息面临美联储加息和汇率贬值压力开始显现的现实约束; 降准可以期待, 但若降准, 将伴随MLF净回笼; 结合政策面“扩大新增贷款规模”的明确表态, 宽信用是当前货币政策的主要发力点。第三, 社融增速高点预计出现在三季度, 达11.2%。全年增速预计为11%, 对应新增社融约为35万亿, 比名义GDP增速略高但基本匹配。
- **风险因素:** 疫情再度恶化, 政策推进不及预期。

目录

一、新增信贷超预期，企业信贷需求扩张.....	3
二、政府债发力、非标拖累缓解，社融大幅增长.....	4
三、居民储蓄率上升，财政支出力度加大.....	5
四、为什么我们坚定看好宽信用？.....	6
风险因素.....	7

图目录

图 1: 3月新增信贷超预期，企业信贷需求扩张.....	3
图 2: 1年期票据利率与同业存单收益率仍表现为背离.....	4
图 3: 3月期票据利率终结与同业存单收益率的倒挂.....	4
图 4: 3月新增社融大超预期.....	5
图 5: 预计二季度专项债仍将拉动社融增长，但力度趋于减弱.....	5
图 6: 疫情冲击下居民储蓄率提升，M2-M1增速剪刀差有所扩大.....	6
图 7: 3月财政存款同比多减 3571 亿，财政支出力度明显加大.....	6
图 8: 根据信用周期指数，今年前三季度都将处于信用扩张期.....	7

## 事件：

4月11日，央行公布3月金融数据：新增人民币贷款3.13万亿元，预期2.65万亿元，前值1.23万亿元。新增社会融资规模4.65万亿元，前值1.19万亿元。M2同比增长9.70%，预期9.15%，前值9.20%。

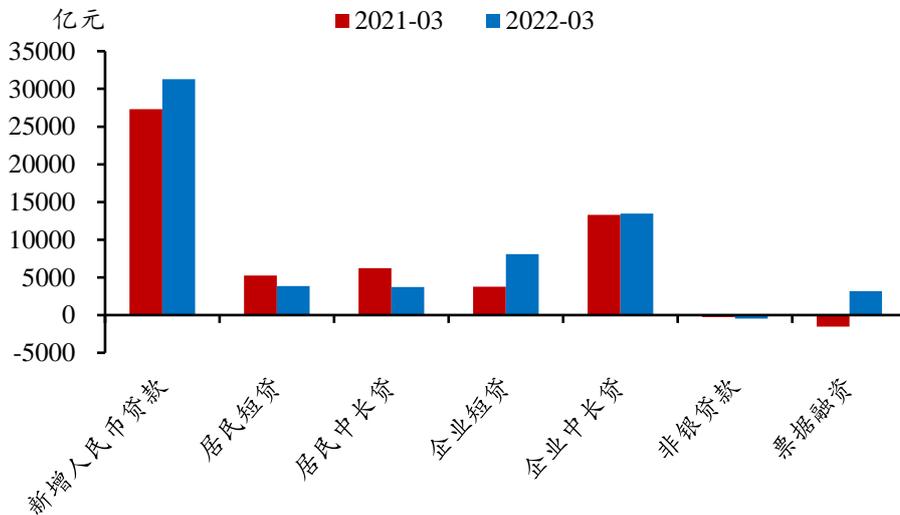
## 一、新增信贷超预期，企业信贷需求扩张

**新增信贷超预期，企业信贷需求扩张。**3月新增人民币贷款3.13万亿元，同比多增4000亿元，超市场预期。分项上看：1)企业贷款同比多增4489亿元，成为3月信贷数据改善的最大亮点。其中企业短贷需求旺盛，同比多增4341亿元，企业中长贷在高基数压力下再度实现增长，同比多增148亿元。2)居民信贷需求仍较低迷，其中短期贷款同比少增1394亿元，主要是受到疫情影响，居民消费明显受阻；中长期贷款同比少增2504亿元，房地产市场的悲观预期在延续。3)票据融资同比多增4712亿元，是最大支撑项，反映出银行借助票据融资来填充信贷规模，弥补居民信贷需求不足的缺口。

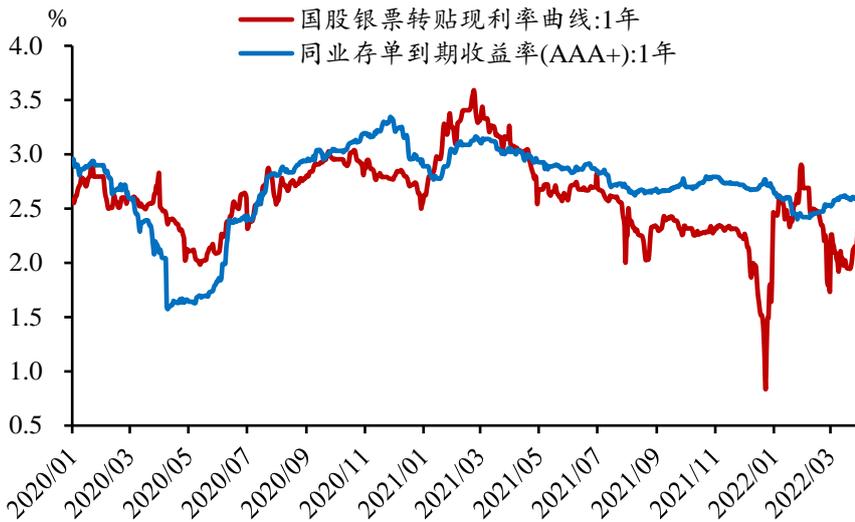
**企业短贷需求旺盛，主要与基建项目集中开工、金融机构响应纾困政策有关。**3月份以来，我们跟踪的1年期票据利率与同业存单收益率仍表现为背离，平均利差达51bp，与票据冲量现象相吻合。相比之下，3月期票据利率自当月下旬持续回升，月末已终结与同期限同业存单收益率的倒挂，反映出企业对短于1年期限资金更为渴求。究其原因，一是“适度提前开展基建投资”在落实，一季度多个省市重大项目集中开工，企业补充开工项目运营资金(多为短期)的需求较强。二是国内疫情反弹，金融机构响应纾困政策，加大对实体经济尤其是中小微企业、个体工商户的短期融资支持。

**企业中长贷在高基数压力下实现增长，很大一部分原因是专项债对于配套资金的撬动效应增强。**一季度专项债多发多用，投向基建比例达65.7%，高于去年全年约5个百分点。同时一季度新增专项债用做项目资本金占比达12.6%，高于去年全年的9%，对其他资金尤其是中长期贷款的撬动效应增强。

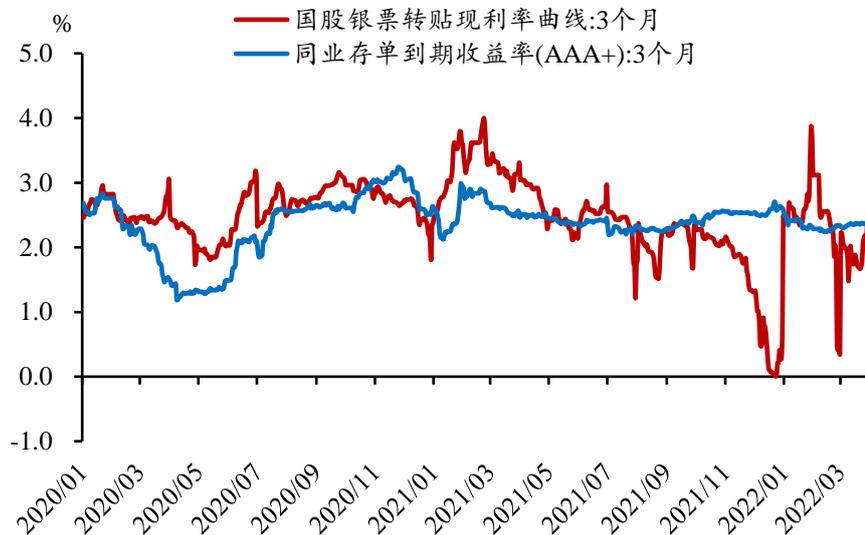
图 1：3月新增信贷超预期，企业信贷需求扩张



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 2：1 年期票据利率与同业存单收益率仍表现为背离**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

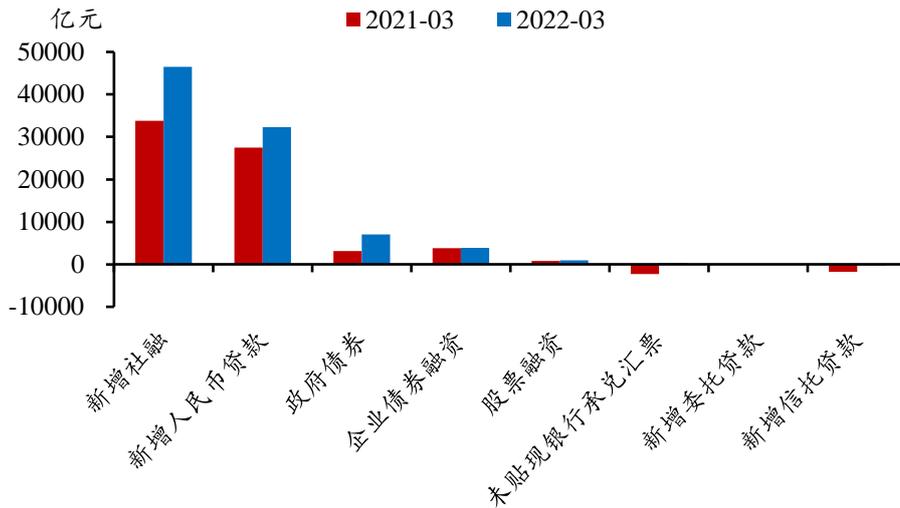
**图 3：3 月期票据利率终结与同业存单收益率的倒挂**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

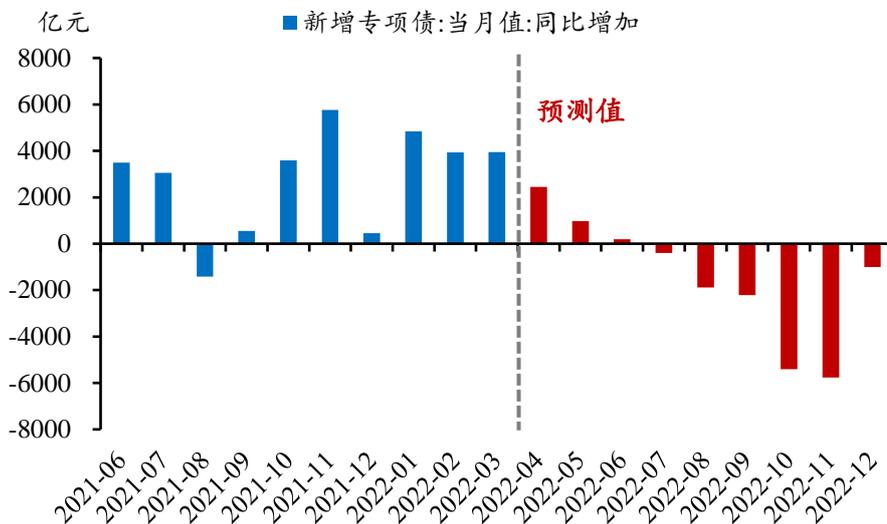
## 二、政府债发力、非标拖累缓解，社融大幅增长

**信贷扩张、政府债发力、非标拖累明显缓解，新增社融大超预期。**3月新增社融规模4.65万亿元，同比多增1.27万亿，大超市场预期。社融存量同比10.6%，较上月提升0.4个百分点，增速创下2021年8月以来新高。分项上看，人民币贷款同比多增4817亿元贡献最大，其次是政府债券，同比多增3921亿元。表外融资三项对社融的拖累明显缓解，合计贡献4262亿元增量，有力支撑社融回升。直接融资保持增长，股票和企业债融资分别同比多增175亿元、87亿元。

**政府债发力窗口集中在上半年，下半年对于社融的拉动效应趋于减弱。**2022年专项债发行节奏靠前，1-3月新增专项债平均同比多发4000亿以上，是社融增量的一大贡献。3月29日国常会上，李克强总理对专项债做出部署，要求去年提前批额度（1.46万亿）5月底前发行完毕，剩余额度（2.19万亿）9月底前发行完毕。根据21世纪经济报道，4月初财政部已向省级财政部门下达了剩余专项债额度。考虑到上半年是稳增长政策发力窗口，我们预计4-6月新增专项债平均发行4500亿，7-9月平均发行3000亿。基于这一节奏，二季度专项债仍将拉动社融增长，但力度趋于减弱，下半年将面临2021年发行后置的高基数压力。

**图 4：3 月新增社融大超预期**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：预计二季度专项债仍将拉动社融增长，但力度趋于减弱**


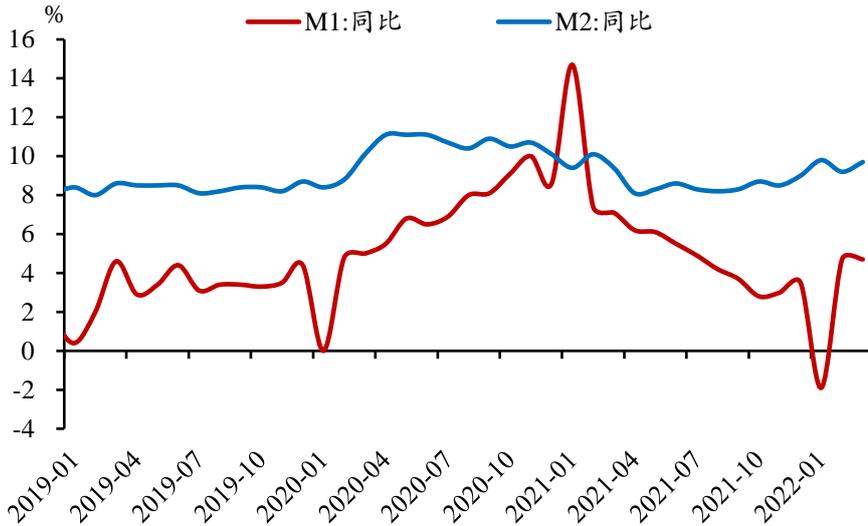
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、居民储蓄率上升，财政支出力度加大

新一轮疫情发酵下，居民储蓄意愿上升，M2-M1 增速剪刀差有所扩大。央行调查问卷显示，一季度城镇储户更多储蓄占比达 54.7%，较去年同期高出 5.6 个百分点。3 月份 M2 增速 9.7%，边际上行 0.5 个百分点，印证了居民储蓄率的提升。M1 增速 4.7%，与上月持平。M2-M1 增速剪刀差来到 5%，较上月扩大 0.5 个百分点，反映出疫情冲击下居民消费活动受限，投资情绪有所降温，资金活跃度偏弱。

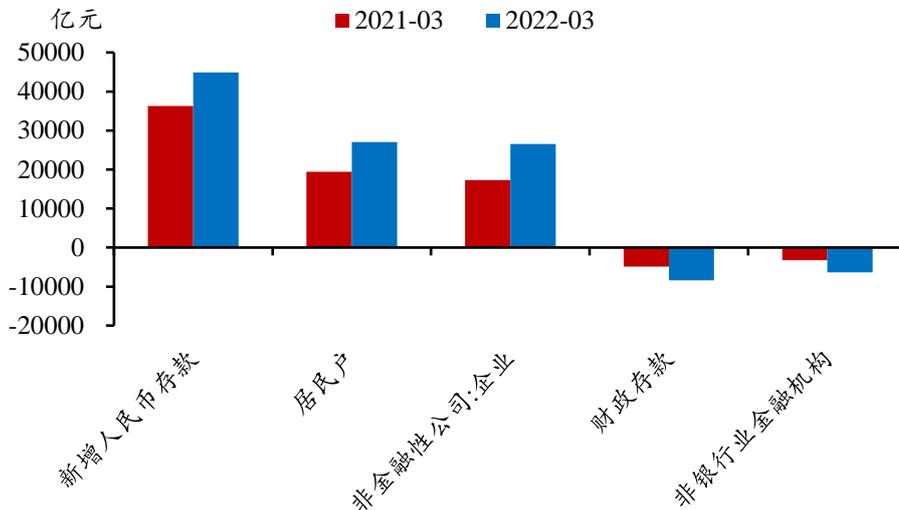
从存款端来看，财政支出力度明显加大。3 月新增存款 4.49 万亿元，同比多增 8600 亿元。结构上，居民存款同比多增 7623 亿元，主要系储蓄率上行。企业存款同比多增 9221 亿元，信贷扩张派生的存款增多。财政存款同比多减 3571 亿元，季末集中支出，且力度胜于往年。

图 6：疫情冲击下居民储蓄率提升，M2-M1 增速剪刀差有所扩大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：3 月财政存款同比多减 3571 亿，财政支出力度明显加大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

#### 四、为什么我们坚定看好宽信用？

第一，增加我们的信贷投放比例，今年第一季度新增信贷投放比例，比同时期的信贷投放比例，2022Q1

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_40192](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40192)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>