

宏观点评

社融总量高增、结构仍差，还会降准降息吗？——3月信贷社融点评

事件：2022年3月新增人民币贷款3.13万亿，预期2.64万亿，去年同期2.73万亿；新增社融4.65万亿，预期3.63万亿，去年同期3.34万亿；社融存量增速10.6%，前值10.2%；M2同比9.7%，预期9.1%，前值9.2%；M1同比4.7%，前值4.7%。

核心结论：宽信用仍在路上，降准降息也在路上，也会更注重扩信贷和结构性宽松。

1、总体看，3月信贷社融超预期高增，但结构仍然欠佳，内需不足仍是大拖累，尤其是地产端，可喜的是，基建需求已开始向好。规模上，3月单月信贷社融大幅高增，Q1整体看也是同比多增，3月社融增速升至10.6%，指向央行稳信贷正起作用；结构上，居民短贷连续5个月同比少增，居民按揭贷款由负转正、但连续第4个月同比少增，企业短贷、票据冲量特征延续，中长期贷款小幅多增、但Q1整体看和2-3月合并看仍少增，指向消费仍弱、地产景气未见好转、企业实际融资需求仍差。需注意的是，结合Q1基建贷款需求指数和3月建筑PMI均回升，指向基建正逐步发力。

2、继续提示：政策底已现，经济底、市场底则尚需时日。近期会议仍强调“稳增长、稳预期、慎重出台有收缩性的政策”，并要求“咬定全年发展目标不放松”，预示5.5%左右仍是硬要求，后续有两大“绝招”：一是已有政策尽快落地，二是未出政策“早出快出”，主要是“放水、放地产、放基建”，最关键的是避免房地产“硬着陆”。

3、短期4点关注：1)经济1-2月“高开”，3-4月大概率“低走”；2)4月降准降息概率仍可能、短期难“证伪”，关注4.15(MLF到期)和4.20(LPR报价)；3)房地产可能进一步放松，包括需求端(居民)和供给端(房企)，尤其是核心一二线松绑、三条红线放松、地产救助机制、房地产座谈会等；4)美联储加息缩表节奏。

4、具体看，3月信贷社融的主要特征如下：

1)新增贷款大超预期，但结构恶化特征未改：居民短贷连续5个月同比少增，指向消费仍弱，居民按揭贷款由负转正、但连续第4个月同比少增，预示地产景气在放松支撑下并未好转；企业短贷、票据冲量特征延续，中长期贷款小幅多增、但Q1整体看和2-3月合并看仍少增，指向实体融资需求仍差，可喜的是基建需求多增。

>总量看，3月新增信贷3.13万亿，同比多增3951亿，大超市场预期的2.64万亿，也明显高于近三年同期的2.42万亿。其中，居民贷款新增7539亿，同比少增3940亿，连续五个月同比少增；企业贷款新增24800亿，同比多增8800亿，同比多增规模创2020年4月以来最高；非银机构贷款同比减少454亿，同比多减184亿。

>居民短贷延续疲软，指向消费仍差；按揭贷款转正，但同比少增特征延续，指向地产调控仍需进一步放松。3月居民短期贷款新增3848亿，同比少增1394亿，连续5个月同比少增，反映居民消费疲软；居民中长期贷款新增规模由负转正为3735亿，同比少增2504亿，已连续4个月同比少增，指向地产调控放松力度仍然不够。

>企业中长贷小幅多增、但Q1整体看和2-3月合并看仍少增，短贷、票据冲量特征延续。3月企业中长期贷款新增13448亿，同比小幅多增148亿，也高于季节性(近三年同期均值0.98亿)，但是，1-3月企业中长贷合计39500亿，同比少增5200亿，2-3月企业中长贷合计18500亿，同比少增5800亿，指向当前中长贷总体仍弱；企业短期贷款新增8089亿，同比多增4341亿，有冲量可能；票据融资新增3187亿，明显高于季节性(近三年同期为509亿)，同比多增4712亿，冲量特征延续。

>需注意的是，相比地产，基建融资需求应已开始走好。央行Q1调查问卷结果显示，Q1贷款需求指数为72.3%，较2021年年末抬升4.6个百分点，其中，基建贷款需求指数较2021年年末大幅抬升6.5个百分点至67.3%，再结合3月建筑业PMI明显反弹，指向当前稳增长的大背景下，相比地产持续疲软，基建有望率先见效。

2)新增社融大幅高于预期，信贷和政府债券是主要贡献；社融存量增速再度上行至10.6%。往后看，“宽货币+松地产+扩基建”组合拳之下，社融增速有望稳中趋升。

>总量看，3月新增社融4.65万亿，同比多增1.27万亿，大幅超过市场预期的3.63万亿；3月社融存量增速10.6%，在上月小幅回落后再度上行。

>分结构看，3月社融口径的新增人民币贷款3.23万亿，同比多增4817亿，是3月社融的主要拉动项；政府债券融资新增7052亿，同比多增3921亿，主要与专项债发行加快有关(3月专项债发行4205亿，2021年同期仅264亿)；企业债券融资新增3894亿，同比多增87亿；表外融资新增133亿、是近一年来首次正增，同比多增4262亿、也创近一年来最高，票据大幅冲量是主贡献。

3)M1持平上月，M2重新转升，M2-M1剪刀差延续走阔，地产销售疲软仍是主因

>3月M1同比4.7%，与上月持平，基建投资加快可能对地产销售走弱形成对冲(3月30大中城商品房成交面积970万平米，同比大幅下降47.33%)；M2同比增速9.7%，较上月抬升0.5个百分点，走势与社融增速一致。存款端，3月新增存款4.49万亿，同比多增8600亿，其中：财政存款减少8425亿，同比多减3571亿，指向财政存款投放继续加快。此外，M2-M1剪刀差走阔，地产销售疲软应是主要拖累。

风险提示：疫情、政策力度、外部环境等超预期变化

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 穆仁文

执业证书编号：S0680121120001

邮箱：murenwen@gszq.com

相关研究

1、《政策底再确认，哪些“绝招”可期？》2022-3-30

2、《政策底已现，经济底和市场底呢？》2022-3-20

3、《负增的房贷、疲软的社融，很快的宽松》2022-3-11

4、《务实的进取—2022年政府工作报告6大信号》

2022-03-05

5、《实质性放松开始，地产能否全面回升？》

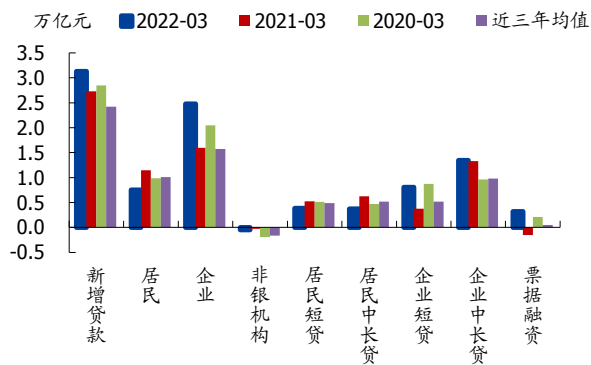
2022-02-27

6、《加杠杆稳增长—央行四季度货币政策报告7大信号》2022-02-12

7、《天量社融的背后》2022-02-10

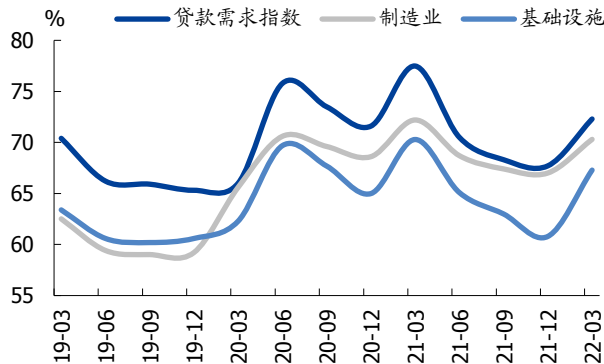
8、《地产有望实质性松动—住建部2022工作会议的信号》2022-01-21

图表 1: 3月新增贷款大幅超预期



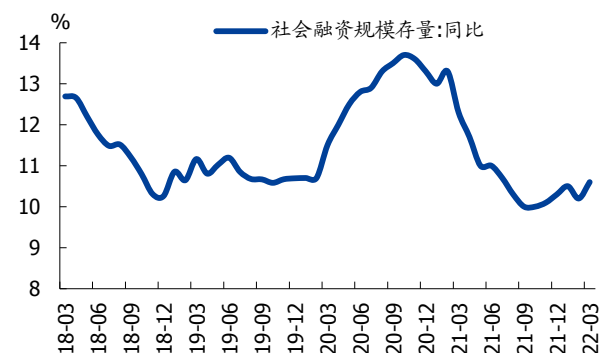
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 央行 Q1 调查显示, 基建贷款需求快速抬升



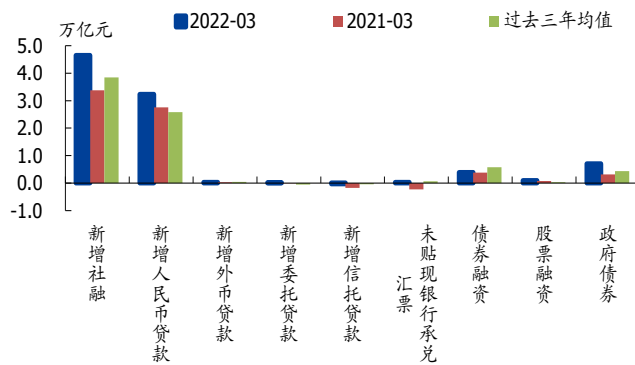
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 3月存量社融增速再度上行至 10.6%



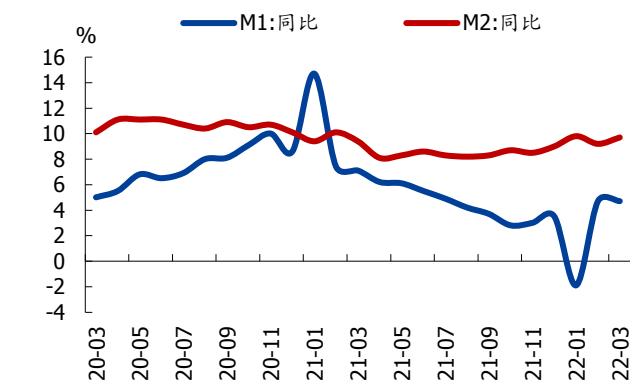
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 3月新增社融大超预期, 信贷与政府债券是主要拉动项



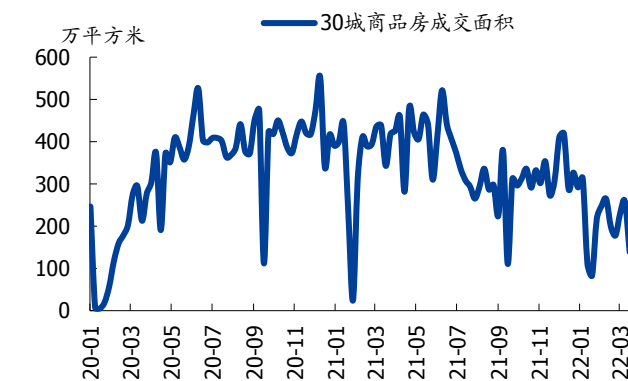
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: M1 增速持平, 信用扩张驱动 M2 增速抬升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 3月 30 城商品房销售同比回落 47.3%, 未见好转



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北 京

上 海

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_40193

