



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《先总量撒钱、再结构优化——1 月货币信贷数据点评》

《对标稳增长历史、货政宽松宜早不宜迟——2 月货币信贷数据点评》

水已经泼了、面在哪儿？ ——2022 年 3 月货币信贷数据点评

投资要点：

● 2022 年 3 月份及一季度金融统计数据概览：

2022 年 4 月 11 日，央行公布 2022 年 3 月及一季度金融统计数据，经过几个季度的观测，票据贴现利率已经成为较好的高频跟踪信贷投放的指标，从 3 月份票据贴现利率从中旬开始反弹并延续到月末来看，季末信贷冲量的时点效应明显：

(1) 3 月份金融机构口径，新增人民币贷款 31300 亿元，同比多增 3951 亿元；一季度新增人民币贷款 8.34 万亿元，同比多增 6636 亿元。

(2) 3 月份社会融资规模 46500 亿元，同比多增 12800 亿元，一季度新增社融 12.06 万亿元，同比多增 1.77 亿元。

(3) 3 月底社融存量增速同比增长 10.6%，环比回升 0.4 个百分点；金融机构各项贷款余额同比增长 11.40%，和 2 月底持平；

(4) 3 月底 M2 同比增长 9.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 0.3 个百分点；M1 同比增长 4.7%，和上个月持平，比上年同期低 2.4 个百分点，M1 和 M2 剪刀差从 2 月底 4.5 个百分点扩张至 5.0 个百分点。

● **总量：对标 2020 年一季度、总量超预期扩张。**(1) 由于 3 月份上海和深圳等超大型城市接连爆发疫情，其势之险峻或已超过 2020 年一季度武汉之时，因此能够把 2022 年一季度作为对标的仅有 2020 年。在疫情冲击拖累经济增长、经济和金融市场迫切需要稳定预期和信心时，社融和信贷的总量比结构更加重要。2022 年一季度新增社会融资规模达到 12.06 万亿，比 2021 年一季度多增 1.77 万亿，比 2020 年一季度多增 0.96 万亿，总量上来看“稳增长”的货币宽松条件并不比 2020 年一季度低，只是 2020 年 1 月至 4 月央行进行了 2 次“降息”操作，合计下调 30 个 BP 的中期借贷便利操作利率，可 2022 年一季度央行仅在 1 月份进行了 10 个 BP 的“降息”操作。(2) 从驱动社融总量增长的因素来看，3 月份延续了 1-2 月份以来由政府债务融资和信贷投放“双轮”驱动扩张的风格。在社融存量结构中，政府债务余额占比达到 16.80%，同比抬升了 0.9 个百分点，但是和 2 月末相比则回落了 0.1 个百分点；对实体经济发放的人民币信贷占比达到 61.40%，同比上升了 0.5 个百分点，和 2 月月末相比上升了 0.2 个百分点。“表外融资”三项占比延续回落、企业债券融资和股票融资占比未见明显回升。(3) 2022 年一季度信贷和社融总量超过 2020 年一季度，对于还深陷疫情困扰的经济增长来说是一剂催化剂，总量层面“宽信用”有利于经济“稳增长”。

● **结构：实体经济融资需求依旧疲弱。**(1) 从信贷结构来看，3 月份中长期贷款占比回升至 54.90%，一季度平均来看中长期贷款占比仅为 54.55%，低于同是“抗疫”时期 2020 年一季度的 57.53%。实体经济融资需求疲弱的问题贯穿一整个季度，可是在 3 月份突发疫情扰动“稳增长”节奏的情况下，信贷结构固然重要，但是总

量维持扩张才是增强信心的第一抓手。(2)从信贷投放部门分别来看,非金融企业部门新增量(同比多增 8800 亿元)远高居民部门(同比少增 3940 亿元),居民部门虽然结束了中长期信贷负增长的“缩表”,但是资产负债表的修复还未结束,企业部门则继续维持同比多增。只是在企业部门同比多增的信贷中,短期贷款多增 4341 亿元,中长期信贷仅多增 148 亿元,信贷结构短期化不仅指向实体经济投融资需求疲弱,而且还表明一季度末信贷冲量有时点效应,不排除银行和企业“合作”冲量贷款的风险。(3)在居民部门内部,短期贷款和中长期贷款分别同比少增 1394 亿元和 2504 亿元,消费等短期贷款和购房等中长期贷款均走弱,指向 2 月份以来居民部门“去杠杆”的压力有增无减。2021 年 10 月至 2022 年 4 月底,中央和地方诸多部门针对房地产推出了一系列纠偏举措,但是居民部门主动负债的意愿下降,就不仅是地产供给端政策松绑所能解决的,做大杠杆率的分母端、稳定居民收入增长预期成为当前“稳增长”的关键。

- **杠杆:居民多储蓄“去杠杆”、财政政策加码。**从存款结构来看,3 月份金融机构口径新增本币存款 4.49 万亿,同比多增 8600 亿元,分部门来看,(1)居民部门同比多增 7623 亿元,一方面是存款多增、另一方面是贷款少增,居民部门消费和投资意愿减弱、储蓄意愿增强的倾向或制约后期消费复苏;(2)财政部门存款同比多减 3571 亿元,指向财政支出力度增大,财政政策正在发挥“稳增长”的作用。
- **政策:“水”已经泼了、“面”在哪儿?**在 4 月 6 日国常会提及货币政策之后,对信贷宽松最敏感的债券市场并没有亢奋,一方面固然是因为国常会重点提及“再贷款”,市场对央行动用总量性政策工具的预期被降温;另一方面则是因为以往信贷宽松的习惯是“面多了要加水”,可是在 3 月份疫情冲击之下,运输受阻、企业开工不理想的情况下,泼了大水之后面在哪来?停工停产之下实体经济融资需求难以恢复,导致信贷和社融总量扩张总是欠缺那么一丝底气。

4 月 11 日中债早盘,由于美债收益率的快速上行,中美名义利差出现 2010 年以来的首次倒挂。虽然从中国和美国之间高达 -8 个百分点的通胀率之差来看,中美名义利差出现像 2002 年至 2007 年一般的倒挂似乎才是符合当前经济基本面的,但是这一次人民币汇率却并没有在中美利差收窄的反馈下开启贬值,依旧跟随中美实际利差维持在 6.36-6.37 区间。中美名义利差收窄和人民币汇率强势,实际上指向国内已经趋于“紧缩”,接下来,在打破实际利率(名义利率-通胀率)和实际汇率高企,对国内实体经济紧缩效应的局面上,货币政策只能起到继续降低名义利率的作用,如果缺乏推升通胀预期的总需求政策,那么名义利率下行对降低实际利率和实际汇率的效应会被大打折扣。在一季度总量扩张之后,“水”已经泼出去了,接下来需要看到“面”在哪里,后者就是财政政策需要重点发力的方向。

- **市场:总量宽松或不宽松之后、债市还有何机会?**

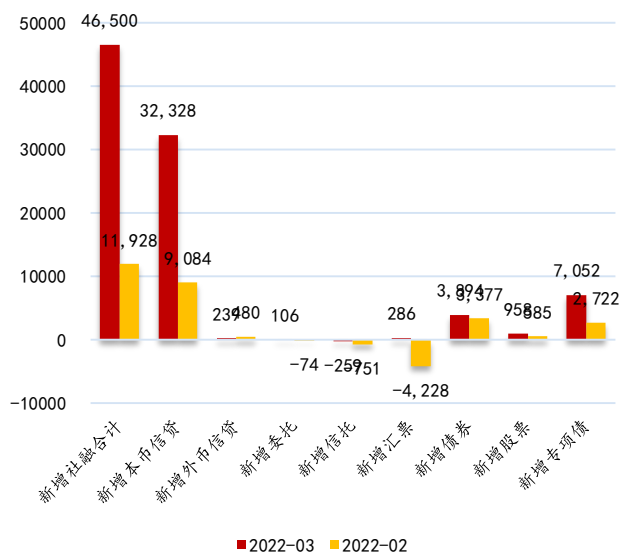
(1)债市还继续维持着政策宽松的预期,尽管一季度强劲的金融统计数据继续分化债券市场对降息和降准必要性的判断,但是从一季度金融统计数据新闻发布会上“不要哀莫大于心死”的警示¹、二季度美联储加息的不确定性、“稳增长”压力等方面判断,我们依然认为,4 月份动用总量型货币政策是一个较好的时机。在实际利率和实际汇率双双高企的情况下,果断动用总量政策不失为上半年较好的“宽信用”举措。

¹ 1 月 18 日,国新办 2021 年金融统计数据发布会,语出刘国强副行长。

(2) 对于债券市场而言，无论 4 月份有无总量政策操作，均应保持谨慎乐观。如果 4 月份兑现了“降息”等总量宽松，那么二季度大概率不会再有下一步操作，和 2020 年 4 月份调降超储利率一样，多头最后一棒传递之后收益率触底；如果 4 月份没有“降息”等总量政策，出于缓解实际利率上行压力的考量，流动性继续维持宽松，但是推动总需求扩张的财政政策或主导发力，通胀率和通胀预期或从“紧缩”状态向上修正，对应的则是债券收益率再度陷入多空均势的震荡。

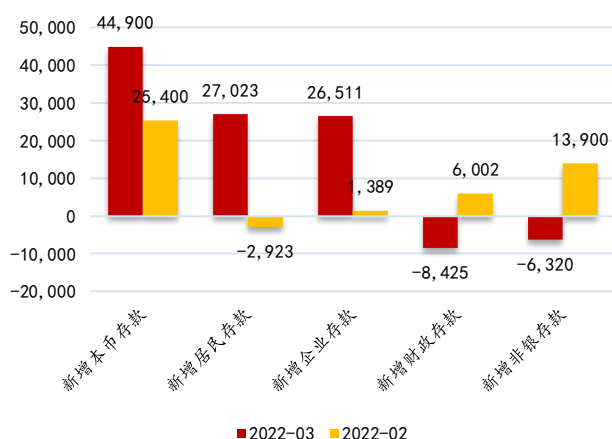
- **风险提示：内外部均衡的挑战。**(1) 美联储紧缩货币政策路径增大外部经济失衡的风险，或制约中国央行货币政策宽松空间；(2) 房地产调控政策超预期变化；(3) 通货膨胀风险上升。

图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）

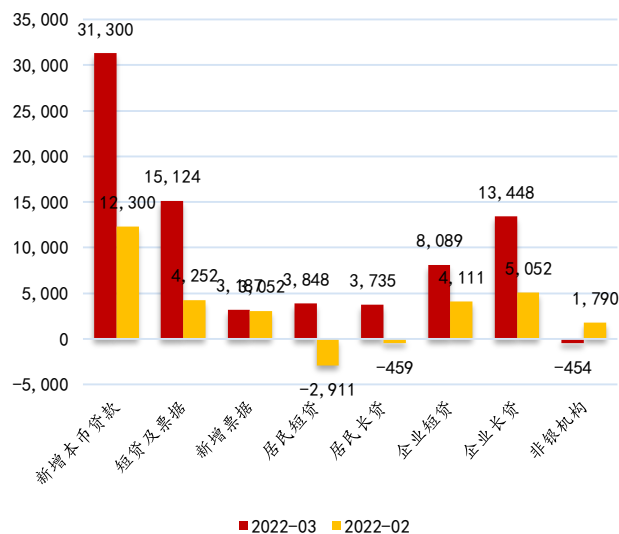


资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：信贷增速-M2 增速差值扩张（单位：%）

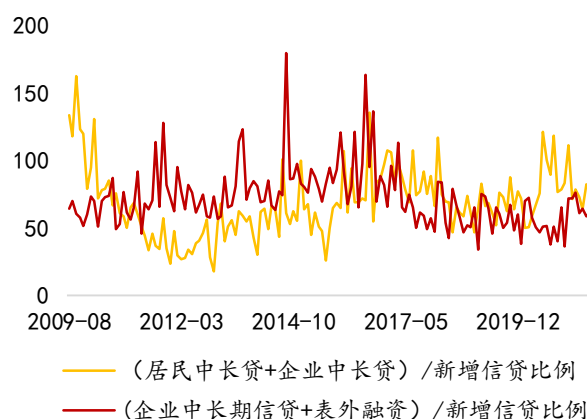


图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：中长期贷款比例（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：社融增速-M2 增速差值扩张（单位：%）



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_40196

