

信用重回扩张，交叉印证政策底

3月金融数据点评

证券研究报告

2022年04月11日

● 核心结论

社融总量、增量、增速均大超预期。3月社会融资规模增长4.65万亿元，比上年同期多增1.27万亿元，同比10.6%，总量、增量、增速均大超预期。分项来看，最主要的增量来自于人民币贷款、政府债券与表外融资项。

从信贷数据来看，企业部门信贷总量继续回暖，居民部门信贷扩张受房地产销售拖累明显，但地产最差阶段已经过去。1-3月企业端贷款总量强于往年表明预期逐步改善。经验上，后续信贷结构改善的概率较大。居民部门当月贷款在2月出现收缩3369亿元的情况下，本月重回扩张，新增7539亿元，但地产需求疲软仍拖累同比少增3940亿元。我们预计地产最差阶段已过：一来近期政策频繁落地，且后续或将有更多城市出台支持商品房合理需求的政策；二来本轮疫情反弹或进一步促进改善型住房需求。

地产相关贷款占比或为宏观调控指标之一，或是放大近期社融波动的主因。日德利率市场化的启示之一是若不能控制地产相关贷款占比则利率市场化过程中大概率爆发银行业危机。1-3月信贷波动可能就说明我们已经将地产相关贷款占比纳入宏观调控中，3月地产开发贷或已回升。

如何展望下阶段货币政策落地顺序？结构优先，总量窗口未关闭

1) 结构性货币政策即将落地：根据4月6日的国常会的精神，除了增加支农支小再贷款额度外，科技创新和普惠养老两项专项再贷款的设立也进一步明确了结构性货币政策工具在当下的重要性。从疫情以来的情况来看，结构性货币政策工具已经成为了人民银行保持信贷平稳增长的重要抓手。

2) 降息可期，但时间窗口或仍需等待：从3月16日金融委会议到4月11日游戏版号恢复表明政策底已经显现，地产政策也有望更为积极。房贷利率高于一般贷款利率意味着，当下商业银行不断下调其房贷利率符合其商业逻辑，也符合支持商品房合理需求的政策方向，进而政策利率有望下调。当然，海外的不确定性也可能对国内政策产生节奏扰动。

3) 降准并不解决当前的问题：目前的银行体系流动性环境充沛，降准操作的意义有限。从信贷收支表来看，目前信贷扩张的瓶颈在中小银行，而近几次降准后，中小银行信贷增速并未改善。

3月超预期社融进一步佐证政策底。3.16金融委会议确立了政策底；若国内疫情降温、稳增长政策有望同步发力，经济底亦将成形；美联储紧货币导致的全球流动性冲击过后A股将迎市场底。尽管目前仍处于市场左侧，但3月社融超预期进一步印证了政策底信号。

风险提示：国内外经济基本面变化超预期；货币政策超预期

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人



陈宇



18910965322



chenyu@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、社融贷款数据点评.....	3
(一) 社融同比增速继续回升	3
(二) 企业部门信贷总量继续回暖，居民部门信贷扩张受房地产销售拖累明显	4
(三) M1 同比增速回升，企业经营活跃度有所提升	7
二、如何展望下阶段货币政策落地顺序？结构优先，总量窗口未关闭	7
三、风险提示	9

图表目录

图 1：社融存量同比增速继续回升	3
图 2：社融重要增量分项数据.....	4
图 3：金融机构贷款分项当月新增变化	4
图 4：一季度新增人民币贷款季节图	5
图 5：企（事）业单位部门中长期信贷当月新增.....	5
图 6：居民新增贷款季节图	6
图 7：居民新增中长期贷款季节图	6
图 8：活期存款占非金融企业全部存款的比例	7
图 9：商业银行房贷定价偏高（%）	8
图 10：房价预期上涨比例快速走低	8
图 11：降准与银行体系流动性约束	9
图 12：降准无法解决中小银行新增信贷增长乏力的问题	9

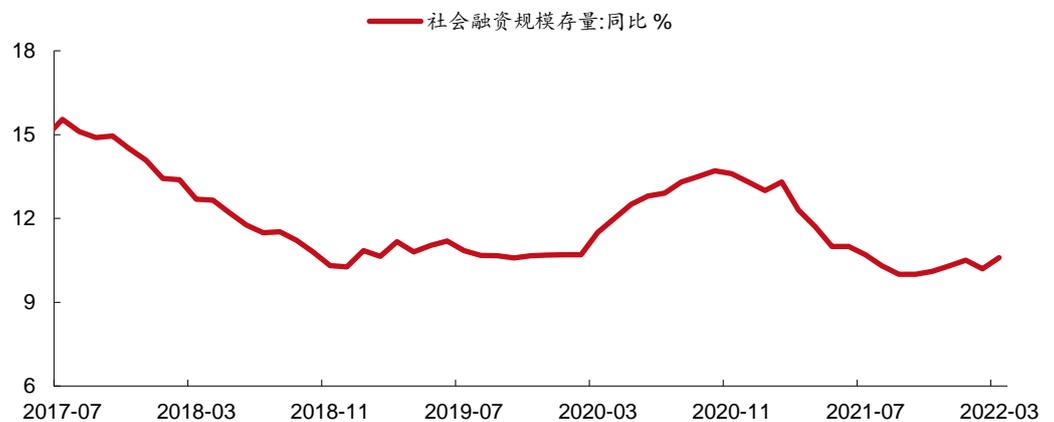
2022年4月11日，央行发布2022年3月金融数据。3月份，社会融资规模增量为4.65万亿元，比上年同期多增1.27万亿元。截止3月末，社会融资规模存量为325.64万亿元，同比增长10.6%。同期广义货币(M2)余额249.77万亿元，同比增长9.7%，较上月末和上年同期高0.5%和0.9%；狭义货币(M1)余额64.51万亿元，同比增长约4.7%，增速与上月末持平；流通中货币(M0)余额9.51万亿元，同比增长9.9%。

一、社融贷款数据点评

我们一直强调，在政策已明确转向稳增长的情况下，有理由对于货币信用数据保持乐观。但是，2月的金融数据显示宽信用遇到拖累，今天公布的3月货币信用数据则表明信用需求重回扩张轨道。

(一) 社融同比增速继续回升

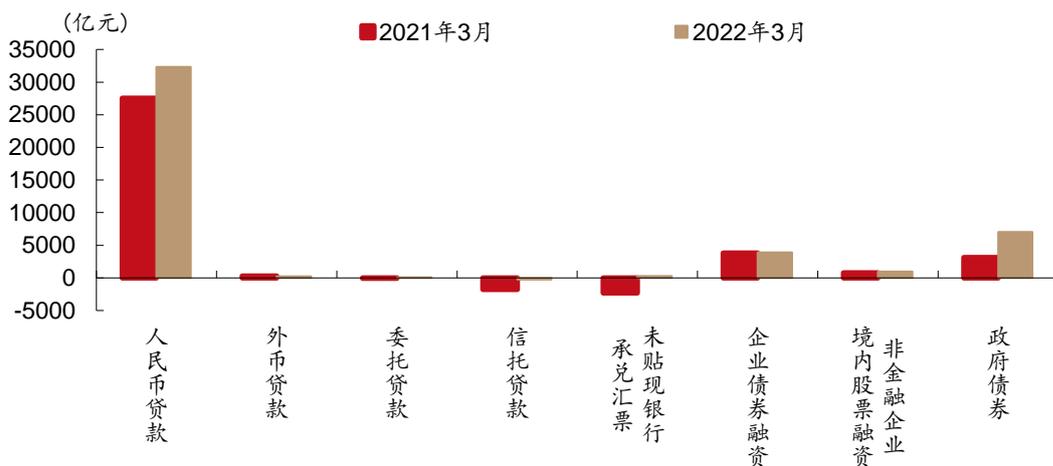
图1：社融存量同比增速继续回升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

3月份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，社融同比增速录得10.6%。分项来看，最主要的增量来自于人民币贷款、政府债券与表外融资项。其中，人民币贷款当月新增3.23万亿，同比多增4817亿元；政府债券净融资7052亿元，同比多增3921亿元，反映了今年财政前置发力的态势；由委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票加总的表外融资亦贡献了同比4262亿元的增量。该增量产生的原因是去年同期，表外融资依然受到资管新规过渡期压降额度的影响收缩明显，而目前表外融资受到的监管压力有所减弱，使得其本月录得133亿元的增量。企业债券净融资额当月录得3377亿元，与去年同期水平类似。

图2：社融重要增量分项数据

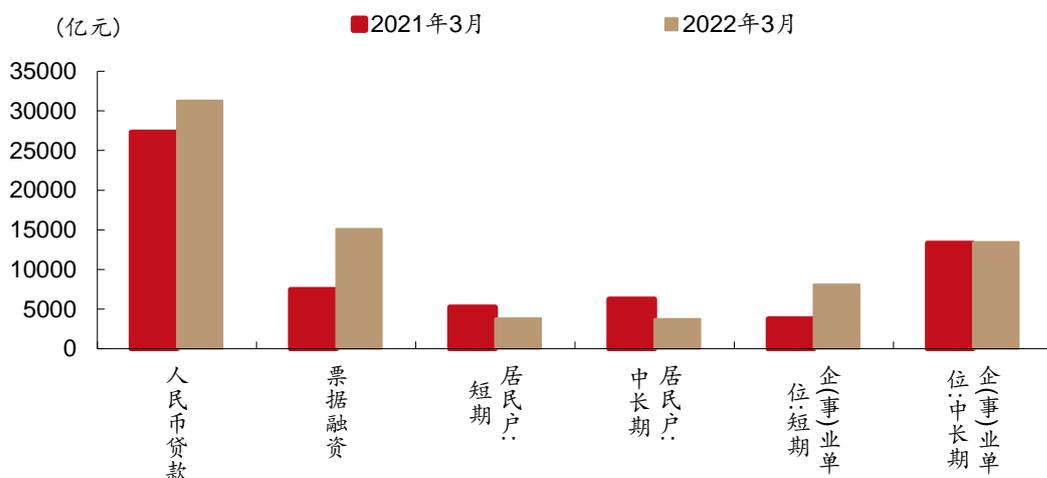


资料来源：Wind，西部证券研发中心

(二) 企业部门信贷总量继续回暖，居民部门信贷扩张受房地产销售拖累明显

3月金融机构新增人民币贷款3.13万亿元，同比多增4000亿。如果拆分贷款结构，中长期贷款同比少增2356亿元，短期贷款及票据融资部分同比多增7659亿元。也就是说，从同比的角度出现，目前人民币贷款的多增项依然主要来源于短期贷款及票据融资。

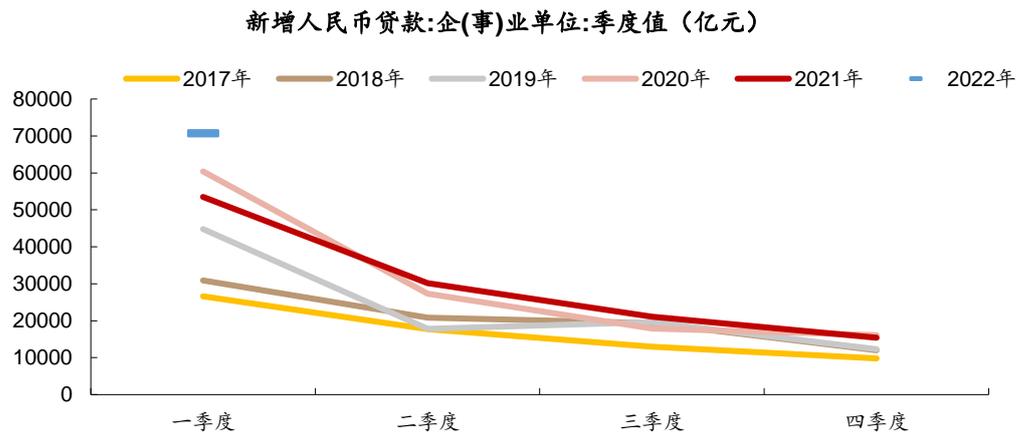
图3：金融机构贷款分项当月新增变化



资料来源：Wind，西部证券研发中心

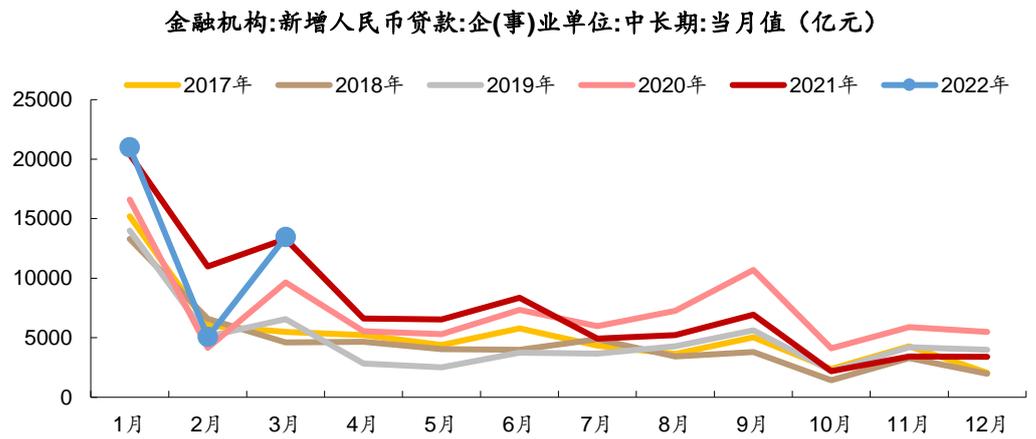
我们认为信贷数据里的积极信号还是出现在企（事）业单位部门。2021年下半年开始，在“能耗双控”政策的影响下，部分企业的生产大幅下滑，在原材料价格走高、生产端不确定性增大的背景下，企业的融资需求会出现下降。企（事）业单位中长期贷款出现了连续6个月同比少增的情况，累计同比下降规模超过1.3万亿元，对贷款的平稳增长形成了明显拖累。随着部分前期政策的纠偏，以及人民银行调降政策利率等操作，企业的预期逐步稳定，我们观察到企业款贷款需求总量也开始出现回暖。从季节性来观察，企（事）业单位部门2022年前三个月总量层面的贷款数量强于往年。按照过去的规律，企业部门的信贷结构一般会在信贷总量企稳回升后的6-9个月，我们认为信贷结构后续改善的概率较大。

图4：一季度新增人民币贷款季节图



资料来源：Wind，西部证券研发中心

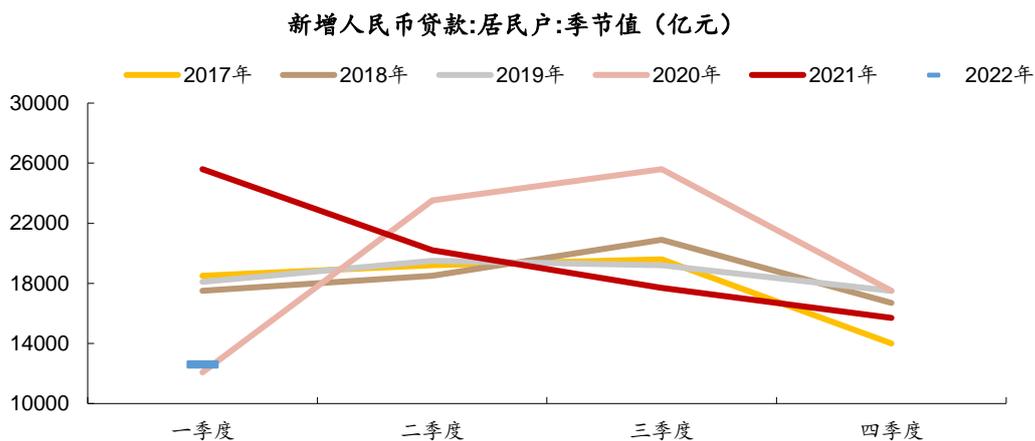
图5：企（事）业单位部门中长期信贷当月新增



资料来源：Wind，西部证券研发中心

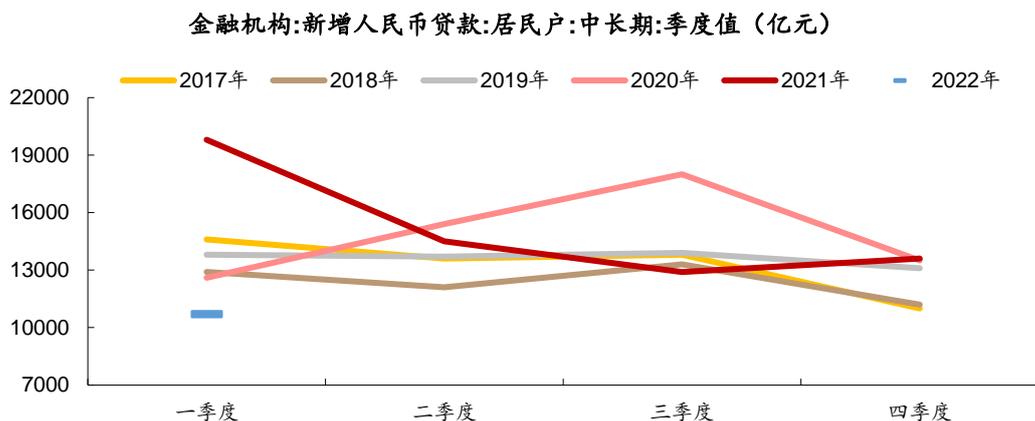
从居民端的数据来看，居民部门整体当月贷款在2月出现收缩3369亿元的情况下，本月重回扩张，新增7539亿元，但同比来看，依然少增3940亿元，对新增贷款增长产生了拖累。其中，以住房按揭贷款为主的居民中长期贷款在2月罕见地出现了当月收缩的情况下，本月继续同比少增的趋势，同比少增约2500亿元。

图 6：居民新增贷款季节图



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：居民新增中长期贷款季节图



资料来源：Wind，西部证券研发中心

这种少增主要反映了房地产市场需求依然偏弱的情况。根据高频数据，3月份30大中城市商品房日均成交面积31.29万平方米，较2月环比上升22.53%，较去年3月同比下降47.33%，同比降幅较2月扩大20个百分点。今年一季度30大中城市商品房日均成交面积32.44万平方米，较去年一季度同比下降36.22%。

不过，我们预计地产最差阶段已过：一来近期政策频繁落地，且后续或将有更多城市出台支持商品房合理需求的政策；二来本轮疫情反弹或进一步促进改善型住房需求。

地产相关贷款占比或为宏观调控指标之一，或是放大近期社融波动的主因。日德利率市场化的启示之一是若不能控制地产相关贷款占比则利率市场化过程中大概率爆发银行业危机。1-3月信贷波动可能就说明我们已经将地产相关贷款占比纳入宏观调控中，3月地产开发贷或已回升。

(三) M1同比增速回升，企业经营活跃度有所提升

除了天量的社融数据外，1月金融数据中另一个引发市场参与者讨论的是M1的增速。根据人民银行公布的数据，M1余额61.39万亿元，同比下降1.9%（剔除春节错时因素影响，M1同比增长约2%）。我们在《国内宽信用能否持续？》中对于M1的低增速做了讨论，并认为M1的低增速在一定程度上反应了今年1月房地产销量、社会零售品销量有待提升及部分企业投资意愿有待进一步提升的情况。

3月M1同比增速维持在4.7%，在房地产销售不理想的情况下，我们认为其主要反映了企业部门持有活期存款的比例有所上升，这往往预示着其经营活跃度将会提升。2022年2月非金融企业活期存款的占比已经较1月略有回升，但绝对水平依然处于近几年最低，我们认为这种趋势会阶段性反转，这有利于M1增速触底回升。

图8：活期存款占非金融企业全部存款的比例



资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、如何展望下阶段货币政策落地顺序？结构优先，总量窗口未关闭

从我们曾用“宽信用不至，宽货币不止”来概括今年的货币政策。其特征应该是总量型政策为稳增长保驾护航。一旦经济增长数据出现不及预期的苗头，全面降息等货币政策仍可

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_40241



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn