

3 月金融数据点评

总量回暖超预期，结构改善不明显

3 月新增社融 4.65 万亿元，较去年同期多增 1.27 万亿元，较 2 月多增 3.45 万亿元，高于市场预期。3 月社融存量同比增长 10.6%，较 2 月上升 0.4 个百分点，重回上升趋势。

- 信贷投放和政府债务融资推动社融总量增长。3 月新增人民币贷款 3.23 万亿元，同比多增 4817 亿元，环比多增 2.32 万亿元，高于市场预期。社融各个分类当中，表内融资较去年同期多增 4774 亿元，表外融资同比多增 4262 亿元，直接融资同比多增 262 亿元；细项看，政府债券同比多增 3921 亿元，汇票同比多增 2582 亿元，与人民币贷款共同推动了社融总量增长，其中主要驱动因素仍在于财政政策逆周期调节下，基建投资的大幅提速。
- 人民币贷款占比持续提升。从社融存量结构来看，2022 年 3 月与 2 月相比，人民币贷款占比较 2 月上升了 0.14%，企业债融资占比下降 0.04%，政府债券占比下降 0.02%；与去年同期相比，政府债券和人民币贷款占比依旧大幅上升，股票占比小幅上升。
- M2 增速高于预期，M2-M1 剪刀差走阔。3 月 M2 同比增长 9.7%，较 2 月上升 0.5 个百分点；M1 同比增长 4.7%，持平 2 月；M0 同比增长 9.9%，较 2 月上升 4.1 个百分点。3 月单位活期存款同比增长 3.86%，较 2 月下降 0.69 个百分点，准货币同比增长 11.58%，较 2 月上升 0.78 个百分点。3 月 M2 增速高于预期，主要是由于财政政策提前发力下财政存款减少，叠加居民存款及企业存款同比多增，派生存款能力增强所致。M2-M1 剪刀差走阔，仍然显示出企业投资意愿不高、企业资金活化程度下降的趋势。
- 信贷总量超预期，结构仍然偏弱。3 月新增贷款 3.13 万亿元，较去年同期多增 4000 亿元，其中短贷及票据新增 1.51 万亿元，较去年同期多增 7659 亿元，中长贷新增 1.72 万亿元，较去年同期多增 4712 亿元。3 月贷款数据总量回暖，结构仍偏弱：居民中长贷恢复正增长，但仍呈现同比少增，且 3 月受疫情冲击，居民短贷和中长贷都较为疲弱，后续仍需要重点关注房地产销售情况；企业中长贷同比多增 148 亿元，表明实体经济中长期融资需求仍然偏弱。但考虑到目前仍处于宽信用中期阶段，预计短期内金融数据仍将保持总量升、结构差的特征。
- 企业存款和居民存款多增，投资消费意愿偏弱。3 月新增存款 4.49 万亿元，较去年同比多增 8600 亿元，其中居民存款新增 2.70 万亿元，较去年同期多增 7623 亿元，企业存款新增 2.65 万亿元，较去年同比多增 9221 亿元。居民存款和企业存款较去年同期的明显大幅多增，与前述 M2 增速高于预期相对应，也表明了当前受疫情等因素影响，企业投资和居民消费意愿表现不强。
- 总体看来，虽然总量数据超预期，但结构数据仍有明显短板，市场无法完成达成宽信用共识。鉴于 4 月 6 日国常会提及“适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具”，结合当下疫情形势仍不明朗等因素干扰，我们认为货币宽松仍有一定想象空间。
- 风险提示：信贷投放超预期；流动性环境趋紧；国内新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《3 月通胀点评：国际大宗商品和国内疫情推动通胀超预期》20220411

《大类资产配置周报 (2022.4.10)：“回落”是二季度的关键词》20220410

《宏观周报：本周国常会释放多方面信息》20220410

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

社融大幅高于市场预期，存量增速显著反弹。3月新增社融 4.65 万亿元，较去年同期多增 1.27 万亿元，较 2 月多增 3.45 万亿元，高于市场预期。3 月社融存量同比增长 10.6%，较 2 月上升 0.4 个百分点，重回上升趋势。

信贷投放和政府债务融资推动社融总量增长。3 月新增人民币贷款 3.23 万亿元，同比多增 4817 亿元，环比多增 2.32 万亿元，高于市场预期。社融各个分类当中，表内融资较去年同期多增 4774 亿元，表外融资同比多增 4262 亿元，直接融资同比多增 262 亿元，其中表外融资占比延续回落，但下降压力趋缓，直接融资中企业债和股票融资则均呈现同比多增；细项看，政府债券同比多增 3921 亿元，汇票同比多增 2582 亿元，与人民币贷款共同推动了社融总量增长，其中主要驱动因素仍在于财政政策逆周期调节下，基建投资的大幅提速。

图表 1. 新增社融构成和变化（单位：亿元）

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	46500	32328	239	106	(259)	286	3894	958	7052
环比	34572	23244	(241)	180	492	4514	517	373	4330
同比	12738	4817	(43)	148	1532	2582	87	175	3921

资料来源：万得，中银证券

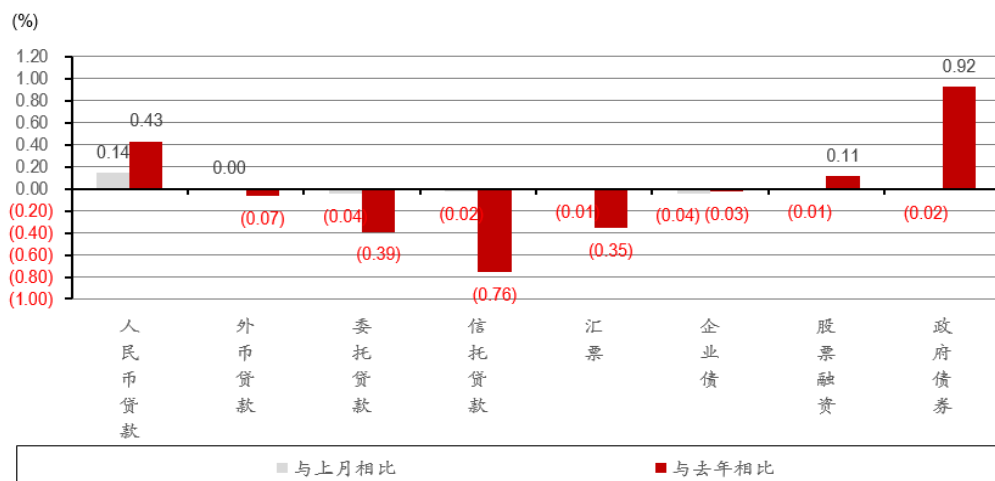
图表 2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	32567	133	4852	8948
环比	23003	5186	890	5493
同比	4774	4262	262	3440

资料来源：万得，中银证券

人民币贷款占比持续提升。从社融存量结构来看，2022 年 3 月与 2 月相比，人民币贷款占比较 2 月上升了 0.14%，企业债融资占比下降 0.04%，政府债券占比下降 0.02%；与去年同期相比，政府债券和人民币贷款占比依旧大幅上升，股票占比小幅上升。社融存量结构中，人民币贷款持续提升，实体经济仍在恢复轨道之中。此外，政府债券占比小幅下降，但由于去年低基数缘故，较去年同期仍然上升较高。积极的财政政策在减税降费和拉动投资方面的作用仍然较大，预计短期内政府债券融资还将保持高增长。

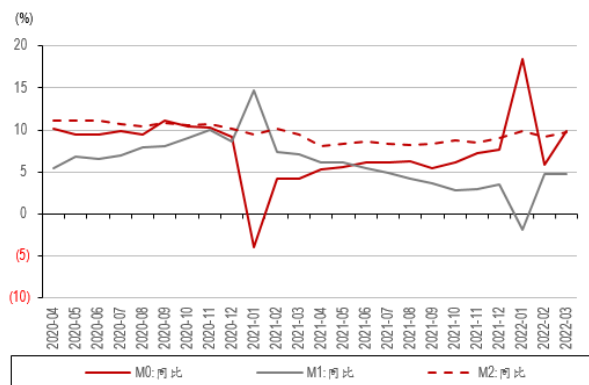
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源：万得，中银证券

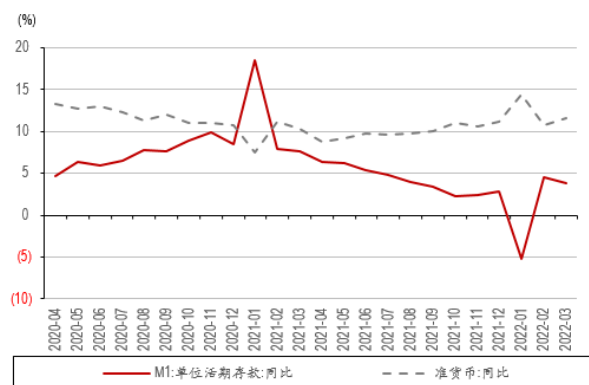
M2 增速高于预期，M2-M1 剪刀差走阔。3 月 M2 同比增长 9.7%，较 2 月上升 0.5 个百分点；M1 同比增长 4.7%，持平 2 月；M0 同比增长 9.9%，较 2 月上升 4.1 个百分点。3 月单位活期存款同比增长 3.86%，较 2 月下降 0.69 个百分点，准货币同比增长 11.58%，较 2 月上升 0.78 个百分点。3 月 M2 增速高于预期，主要是由于财政政策提前发力下财政存款减少，叠加居民存款及企业存款同比多增，派生存款能力增强所致。M2-M1 剪刀差走阔，仍然显示出企业投资意愿不高、企业资金活化程度下降的趋势。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

信贷总量超预期，结构仍然偏弱。3 月新增贷款 3.13 万亿元，较去年同期多增 4000 亿元，其中短贷及票据新增 1.51 万亿元，较去年同期多增 7659 亿元，中长贷新增 1.72 万亿元，较去年同期多增 4712 亿元。3 月贷款数据总量回暖，结构仍偏弱：总量方面短贷及票据贡献主要增量，表示政策驱动下的票据冲量现象仍然存在；结构方面，居民中长贷恢复正增长，但仍呈现同比少增，且 3 月受疫情冲击，居民短贷和中长贷都较为疲弱，后续仍需要重点关注房地产销售情况；企业中长贷同比多增 148 亿元，表明实体经济中长期融资需求仍然偏弱。但考虑到目前仍处于宽信用中期阶段，预计短期内金融数据仍将保持总量升、结构差的特征。

企业存款和居民存款多增，投资消费意愿偏弱。3 月新增存款 4.49 万亿元，较去年同比多增 8600 亿元，其中居民存款新增 2.70 万亿元，较去年同期多增 7623 亿元，企业存款新增 2.65 万亿元，较去年同比多增 9221 亿元。居民存款和企业存款较去年同期的明显大幅多增，与前述 M2 增速高于预期相对应，也表明了当前受疫情等因素影响，企业投资和居民消费意愿表现不强。此外，财政存款仍保持了较好支出的节奏，为财政前置稳增长提供了保障。

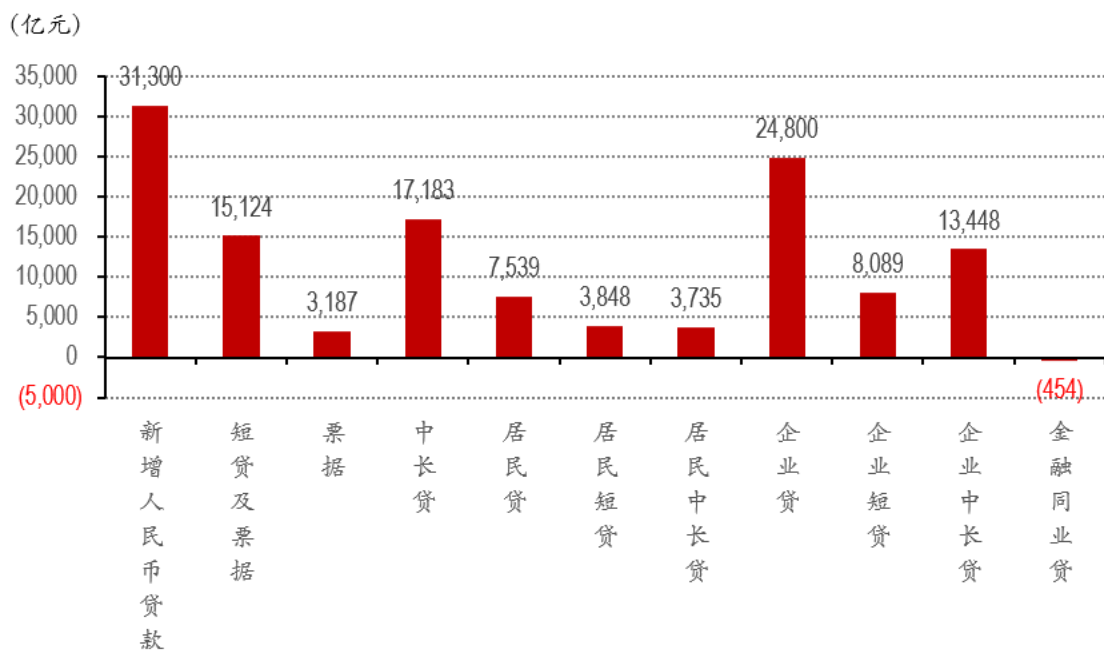
总体看来，虽然总量数据超预期，但结构数据仍有明显短板，市场无法完成达成宽信用共识。鉴于 4 月 6 日国会会提及“适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具”，结合当下疫情形势仍不明朗等因素干扰，我们认为货币宽松仍有一定想象空间。

图表 6. 新增存贷款变化（单位：亿元）

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		44900	27023	26511	(8425)	(6320)	6111
	环比	19500	29946	25122	(14427)	(20220)	(921)
	同比	8600	7623	9221	(3571)	(3040)	(1633)
		新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款		31300	15124	17183	7539	24800	(454)
	环比	19000	10872	135	12590	12400	(2244)
	同比	4000	7659	4712	(2356)	8800	(184)

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券

风险提示：信贷投放超预期；流动性环境趋紧；国内新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_40186

