

信贷结构究竟如何？对经济有何启示？

报告日期：2022-04-12

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用的梦想与现实》2021-11-11
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_社融的内生弱与外生强》2021-12-10
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_三重因素叠加下的票据利率异动》2021-12-31
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_测算：LPR 还有再降息空间吗？》2022-01-10
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_数读 LPR 调降》2022-01-20
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳信贷表述更加积极——央行 21Q4 货币政策报告解读》2022-02-13
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里？——2022 政府工作报告解读》2022-03-05
- 10.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“宽信用”的阶段性波折还是“资产负债表衰退”风险？》2022-03-12

主要观点：

● **事件：**2022 年 3 月新增人民币贷款 3.13 万亿元，预期 2.64 万亿元，前值 1.23 万亿元；新增社融 4.65 万亿元，预期 3.63 万亿元，前值 1.19 万亿元；M2 同比 9.7%，预期 9.1%，前值 9.2%。M1 同比 4.7%，前值 4.7%。

一、3 月金融数据全面超预期，结构喜忧并存。居民贷款仍弱，指向消费、地产仍弱；企业贷款中的票据、短贷高增，指向宽信用政策发力仍占主导；不过企业中长期贷款较疫情前同期均值大幅增加，指向基建、制造业等融资需求可能总体有所改善；社融高增，表内贷款和政府债券是主支撑，社融存量增速再次企稳回升；信托同比少减，可能加大对城投债购买；M1 持平，M2 回升，财政存款同比多增，指向财政支出加快。1、贷款方面，3 月新增贷款 3.13 万亿，同比多增 4000 亿元，较过去 3 年同期均值多增 7067 亿元，各项贷款余额同比持平前值的 11.4%，总量改善。结构指向地产、消费仍弱，但基建、制造业可能较稳。

分项看：

1) 居民贷款总体仍弱，体现消费偏弱，地产低迷。3 月居民贷款新增 7539 亿元，同比少增 3940 亿元，较过去三年同期均值少增 2545 亿元。其中，居民短贷新增 3848 亿元，同比少增 1394 亿元，较过去 3 年同期均值少增 1045 亿元，与之对应的是乘用车销量同比下滑 10.5%，也与疫情拖累消费等因素有关；居民中长期贷款新增 3735 亿元，同比少增 2504 亿元，较过去三年同期均值少增 1459 亿元，与 3 月房地产销售持续低迷有关，3 月 30 大中城市商品房成交面积同比-47.3%（2 月-27.3%、1 月-30%），已经连续 8 个月维持两位数以上的下滑。

2) 企业贷款高增，票据、企业短贷同比明显多增，指向宽信用政策发力仍占主导；同时企业中长期贷款较疫情前的同期翻倍，说明企业贷款结构有所改善，基建、制造业等相关需求带来支撑。3 月新增企业贷款 2.48 万亿，同比多增 8800 亿元，较过去三年同期均值多增 9080 亿元。结构看，企业贷款全面回升。其中表内票据新增 3187 亿元，同比多增 4712 亿元，较过去三年同期均值多增 2678 亿元；企业短贷新增 8089 亿元，同比多增 4341 亿元，较过去三年同期均值多增 2889 亿元。票据多增与 3 月前 20 天票据利率下行形成印证，票据和短贷通常是信用企稳的第一阶段，由此体现政策层对宽信用的支持。需要指出的是，3 月企业中长期贷款增量同样较高，新增 1.34 万亿，在去年基数较高的情况下，仍然能够同比多增 148 亿元，且是疫情前的 5000-6000 多亿元的翻倍，企业贷款结构有所改善。从贷款需求角度看，贷款需求指数显示今年 Q1 贷款需求较 2021 年 Q4 有所改善，其中制造业和基础设施贷款需求指数分别较前值回升 3.3 和 6.5 个百分点至 70.3%和 67.3%。而从 3 月分行业的 PMI 来看，制造业 PMI、服务业 PMI 较前值下行，建筑业 PMI 较前值小幅上行，判断 3 月企业中长期贷款中大部分资金可能流入基建、制造业，而流入房地产业的可能相对有限。此外，前期报告我们提示春节效应对贷款节奏会产生影响。通常春节至正月十五期间贷款增长乏力。今年春节时点位于 2 月 1 日，可能造成春节期间部分信贷前置至 1 月投放，而 2 月春节放假，节后复工复产也需要时间，因此 1 月贷款未必真正投入项目中，从而造成 2 月投放贷款进度偏缓，3 月投放速度再有所加快。

2、社融方面：3 月社融高增，表内贷款和政府债券是主支撑，社融存量增速再次企稳回升；结构显示财政托底力度加大，地产仍弱，基建、制造业等融资需求总体有所改善。

3 月新增社融 4.65 万亿，仅次于 2020 年同期；同比多增 1.27 万亿元，较过去 3 年同期均值多增 8099 亿元，社融存量同比较前值回升 0.4 个百分点至 10.6%，剔除政府债券的社融存量同比较前值回升 0.27 个百分点至 9.34%，指向社融再次企稳回升。结构上看，新增人民币贷款和政府债券是社融超季节性的主要贡献。

1) 新增人民币贷款高增，是社融主支撑。新增人民币贷款增加 3.23 万亿，同比多增 4817 亿元，较过去三年同期均值多增 6500 亿元，结构上看，消费和地产仍弱；政策发力带动票据和企业短贷高增，基建和制造业对企业中长期贷款形成一定支撑，以实现企业贷款的高增。

2) 政府债券同比多增，地方专项债加快投放，且二季度可能继续高增。政府债券新增 7052 亿元，同比多增 3921 亿元，较过去三年同期均值多增 2756 亿元。wind 数据显示，3 月地方政府新增专项债券净融资额 4097 亿元。3 月 30 日国常会要求抓紧下达剩余专项债额度，去年提前下达的额度 5 月底前发行完毕，今年下达的额度 9 月底前发行完毕，加快项目开工和建设，尽快形成实物工作量。因此，预计二季度政府债券将为社融带来更大支撑。

3) 其他项：3 月信托贷款减少 259 亿元，同比少减 1532 亿元，鉴于房地产市场仍低迷，预计信托数据企稳可能与信托加大对城投债的购买有关；新增未贴现银行承兑汇票增加 286 亿元，同比多增 2582 亿元，较过去三年同期均值少增 343 亿元，结合 3 月票据利率先下后上，信用需求有所修复，表外票据向表内的贴现也不像 2 月那么“极致”。

3、存款方面：M1 持平，M2 回升，财政支出加快。

M1 同比持平前值的 4.7%，M2 同比较前值回升 0.5 个百分点至 9.7%，与贷款对存款派生能力提升有关；财政存款同比多增，指向财政支出加快。3 月 M1 同比在基数下行的情况下，仅持平前值，说明在地产低迷，经济需求偏弱的环境下，企业活期现金流存在压力；但同时票据和企业短贷高增，为维持企业短期流动性提供了一定支

撑，因此 M1 维持平稳。3 月 M2 同比回升与基数下行有关（2021 年 2 月 M2 同比 10.1%，3 月 9.4%），也体现了贷款对存款的派生，这一点可以从居民和企业存款均同比多增得到印证。此外，3 月财政存款减少 8425 亿元，与季末财政支出加大有关；同时财政存款同比多减 3571 亿元，体现了财政前置要求下，财政支出力度加大，这也为 M2 释放了空间。

● **如何理解 3 月金融数据对经济的启示？社融增速企稳回升、信贷的顺周期指标（居民贷款+企业中长贷）占比虽不及 2020 年下半年-2021 年，但边际改善，预示经济未来将有好转。**

前期报告《“宽信用”的阶段性的波折还是“资产负债表衰退”风险？》我们指出需警惕“资产负债表式衰退”风险，但目前看这一风险不算大，我们根据 BIS 数据测算来看，中国企业还本付息压力加大，但还远不到 20 世纪 90 年代以来日本的程度。2 月数据更像是“宽信用”的阶段性的波折。3 月数据证实了我们的判断，即社融存量增速再次企稳回升。3 月社融信贷数据总体指向金融数据结构边际改善，宽信用企稳预示经济将有好转。

第一，社融存量增速领先实际 GDP 约半年，虽然这种领先关系在 2013 年之后有所减弱，但总体两者仍同向变动，信用企稳指向经济将企稳回升；

第二，信贷的顺周期指标（居民贷款+企业中长贷）占比改善，预示经济未来将有好转。由于宽信用的传导往往存在“票据→短贷→长贷”的规律，即“宽货币→宽信用”的传导往往以宽松的货币政策落实开始（比如降准、降息、喊话宽信用），但由于短期实体经济融资需求难大幅抬升，因此前期表现为票据冲量，或者是以票据贴现补充企业的临时、短期现金流需求，此时企业短贷也较多；随着实体经济融资意愿提升，再体现为企业中长贷的回升。因此，我们将新增信贷中的票据和企业短贷之和定义为“逆周期变量”，主要体现政策维稳意志；以居民贷款、企业中长贷之和定义为“顺周期变量”，主要体现消费、地产和投资的改善。历史数据表明，顺周期变量与商品房销售、制造业 PMI 正相关性较强。数据显示 3 月顺周期变量占新增贷款占比仍低于 2020 年下半年-2021 年，但较 2 月改善；而逆周期变量占比则相反，即高于 2020 年下半年-2021 年，不过大幅低于 2 月，说明 3 月的信贷数据结构不及 2020 年下半年-2021 年，但较 2 月改善。目前消费、地产和企业投资仍偏弱，但信贷结构改善若能持续，则指向未来经济将趋于好转。

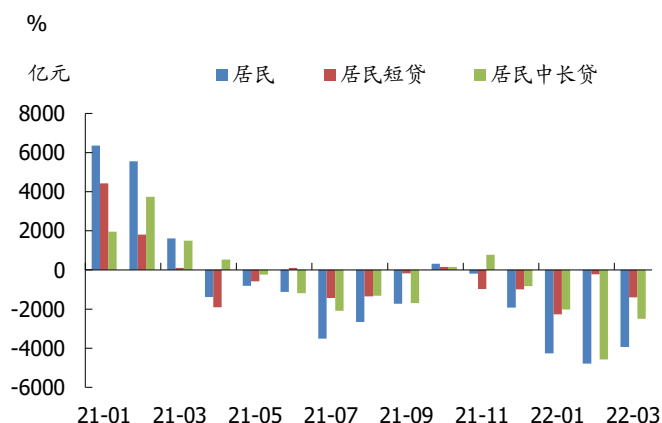
● **还会再降准降息吗，以及后续宽信用持续性如何？**

从结构拆解来看，超预期的社融背后是略改善的实体需求，但真实情况仍不及 2020 年下半年和 2021 年，因此稳增长政策仍需继续加速加码。其中，财政更加前置，专项债加速投放；货币政策方面，结构性政策已经发力，但鉴于中美利差急速缩窄甚至倒挂，国内降准降息仍可期，但时间点仍待观察；地产政策可能进一步走宽。

● **风险提示**

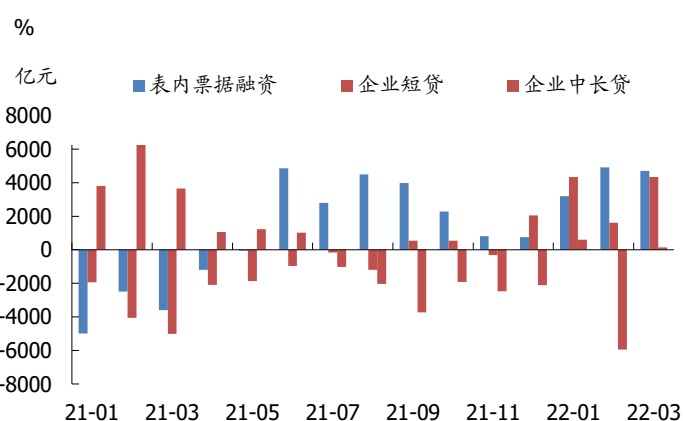
地产下行速度超预期，实体经济融资恢复不及预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 居民贷款同比少增，指向消费、地产承压



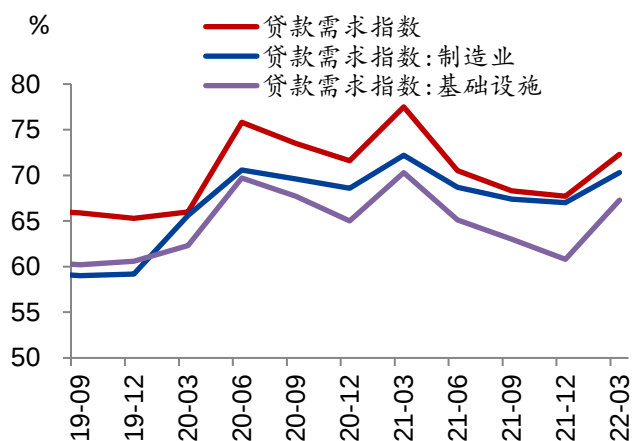
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 2 企业贷款总体同比多增



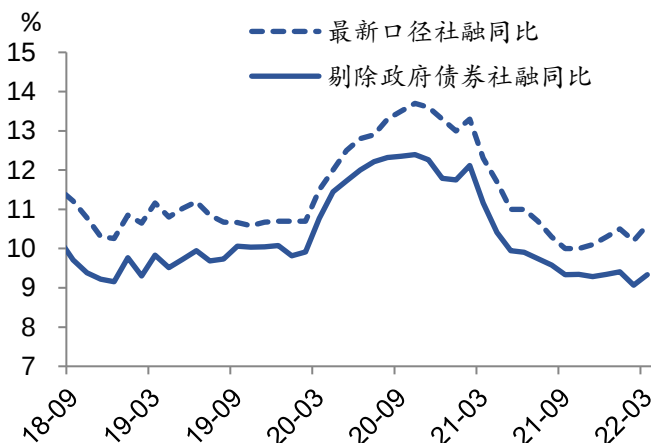
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 3 贷款需求指数有所上行



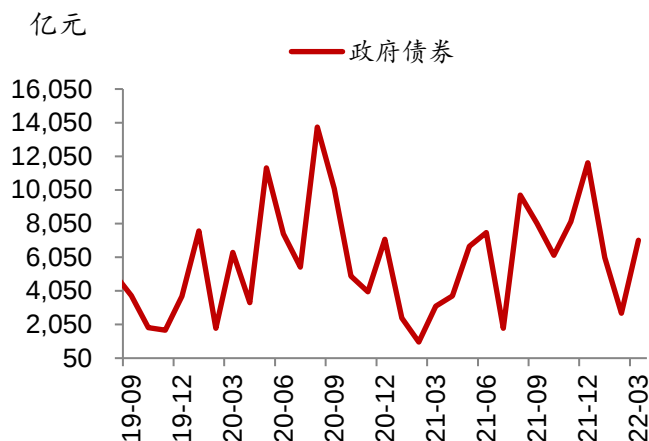
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 社融增速有所上行



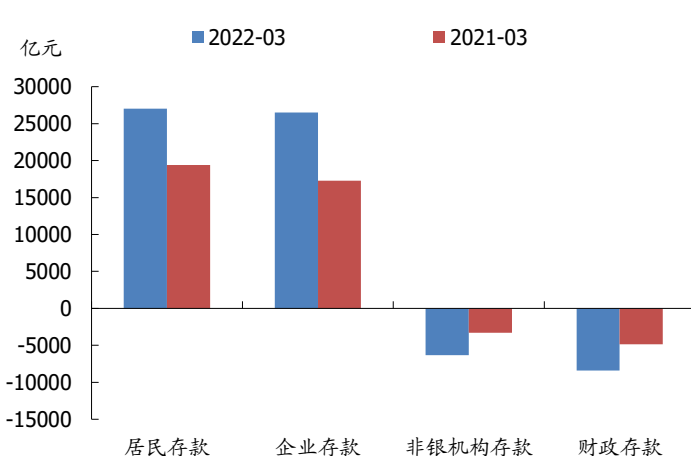
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 政府债券新增量大幅提升



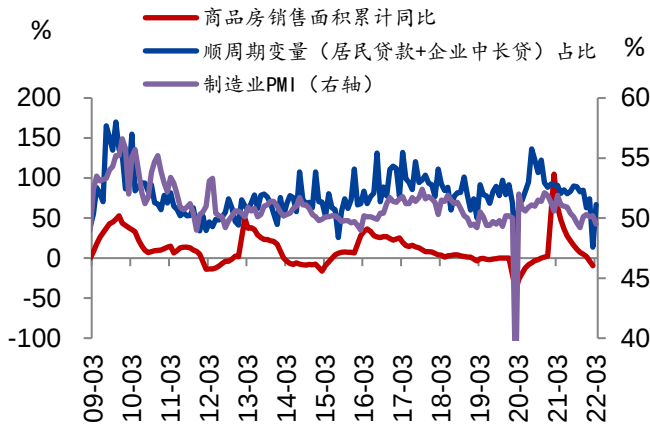
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 财政支出加快



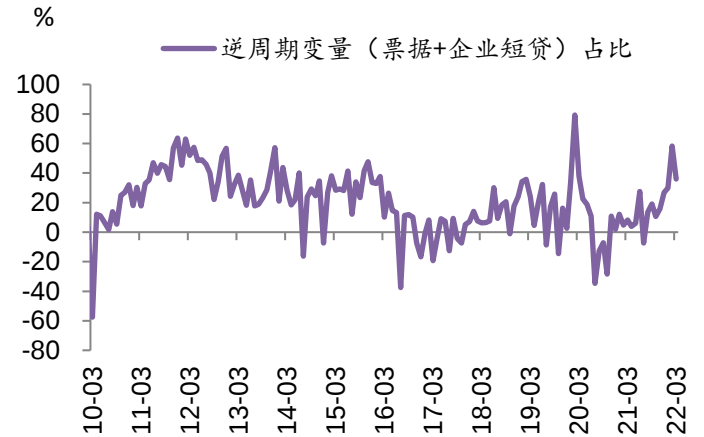
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 信贷中的顺周期变量占比与经济的关系



资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 8 3 月信贷中的逆周期变量占比下降



资料来源: wind, 华安证券研究所测算

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_40199

