

3 月金融数据：3 月宽信用延续 1 月逻辑

核心观点

2022 年 3 月信贷、社融数据均大幅超市场预期，但与我们的预测值基本一致，我们持续强调的一季度“四箭齐发”宽信用观点得到充分验证，3 月信贷放量与 1 月逻辑一致，即信贷大月对存量贷款项目的营销活动较为活跃，存量贷款项目的超量续作规模较大。我们提示信贷结构中，虽然同比多增主要靠企业短期贷款和票据融资支撑，但是在去年 3 月较高基数下，企业中长期贷款仍能实现同比多增，同样表现强劲。我们预计后续货币政策以稳增长为首要目标，维持稳健略宽松的政策基调，发力重点仍是信贷，近期国内疫情多发，加剧了基本面的不确定性，二季度仍有降准概率。对于后续信用释放，预计未来各月信贷同比多增幅度或难超越 1、3 月，但信贷、社融增速的全年走势均将继续波动上行，维持全年信贷增速 12%（对应信贷新增规模达 23 万亿）、社融增速 11.2%的判断，7 月为社融增速全年高点，三、四季度总体高位震荡。金融数据超预期叠加我们预计一季度 GDP 实际同比增速或可达 5.4%，权益市场仍看好顺周期板块，货币政策“宽货币+宽信用”组合下，预计 10 年期国债收益率二季度高点至 3%附近。

□ 3 月信贷新增 3.13 万亿，高于市场一致预期，符合我们预期

2022 年 3 月，人民币贷款增加 3.13 万亿，同比多增 3951 亿元（一季度增加 8.34 万亿元，同比多增 6636 亿元），3 月信贷数据高于 wind 一致预期的 2.6 万亿，但与我们的预测值 3.1 万亿较为相近，3 月信贷增速持平前值于 11.4%。我们在 2 月金融数据解读中重点提示“2 月数据也存在季节性因素扰动，信贷结构不应只看一个月走势，需拉长时间维度，我们认为一季度“四箭齐发”宽信用仍将持续，3 月季末大月，关注信贷、社融的较高表现”，目前观点得到充分兑现。3 月信贷放量与 1 月逻辑一致，即信贷大月对存量贷款项目的营销活动较为活跃，存量贷款项目的超量续作规模较大。

分结构看，3 月信贷同比多增主要是企业端支撑，而居民端构成较大拖累，3 月企业贷款新增 2.48 万亿，同比多增 8800 亿元，其中，企业短期贷款、票据融资分别新增 8089 亿元和 3187 亿元，同比多增 4341 亿元和 4712 亿元，是同比多增的主要来源，企业中长期贷款新增 1.34 万亿，同比微增 148 亿元，相对平稳。受疫情影响，企业短期贷款及票据融资多增是顺应企业短期资金需求，存在合理性，但我们提示，票据融资同比多增也源自去年 3 月的低基数。

同时，我们认为今年 3 月企业中长期贷款同样强劲。去年初“经济过热”环境下，实体经济部门信贷需求较强，但央行自 3 月起正式开启“紧信用”，银行总体信贷额度受限，采取的策略是将有限的信贷额度投向利率更高的企业中长期贷款，进而挤压票据融资（去年 3 月票据融资为-1525 亿元），今年 3 月，在去年高基数的情况下，企业中长期贷款仍能实现同比多增，我们认为信贷结构仍然较好，这得益于央行宽信用的基调把握及银行的积极投放。结构上看，重大项目、制造业、绿色减碳、民营小微、战略性新兴产业、城市更新均是重要的信用载体。市场此前担心疫情对信贷的冲击，但我们在 3 月末的预测报告中提示，3 月疫情期间，金融机构纷纷增加区域性定向信贷支持，为抗疫企业及相关民营、小微企业增加信贷投放，3 月 30 日人民银行上海分行表示，金融机构不得盲目限贷、抽贷、断贷、压贷，因此不必对企业端信贷投放过于悲观。

3 月居民贷款新增 7539 亿元，同比少增 3940 亿元，其中，短期和中长期贷款分别增加 3848 亿元和 3735 亿元，同比少增 1394 亿元和 2504 亿元，受疫情冲击，居民消费和商品房销售均有不同程度影响，我们认为随着疫情状况逐步改善，居民端信贷投放有望环比改善。3 月非银贷款减少 454 亿元，符合季节性，信贷大月往往银行对非银的资金拆借会相对审慎，这也导致社融口径信贷较人民币贷款口径新增规模更大。

□ 3 月社融新增 4.65 万亿，高于市场一致预期，符合我们预期

3 月社会融资规模增量为 4.65 万亿（同比多增 1.28 万亿），高于 wind 一致预期的 3.6 万亿，但与我们的预测值 4.5 万亿较为接近，增速大幅提高 0.4 个百分点至 10.6%。结构上，社融口径人民币贷款增加 3.23 万亿，同比多增 4817 亿元，除信

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

贷外，同比多增主要来自政府债券、未贴现票据及信托贷款，与我们的预测完全一致。3月政府债券增加7052亿元，同比多增3921亿元，财政提前发力，专项债发行速度较快；3月末贴现票据增加286亿元，同比多增2582亿元，随经济转暖，票据总规模回升，且贴现量在下旬转弱，使得表外票据数据回升；3月信托贷款减少259亿元，同比少减1532亿元，2022年融资类信托监管持续，其净融资规模仍将维持负值，总量继续压降，但同比去年将维持少减。

3月社融较信贷和政府债券多出的部分中，企业债券融资增加3894亿元（同比多增87亿元），受益于信用环境改善及利率水平回落；股票融资增加958亿元（同比多增175亿元）；委托贷款增加106亿元（同比多增148亿元），表现平稳，2018-2019年是委托贷款压降的主要时间段，随着行业逐步规范化，未来该项数据有望逐步企稳，2022年全年大概率实现同比少减。

□ M2增速回升、M1增速持平符合预期

3月末，M2增速大幅上行0.5个百分点至9.7%，前值9.2%，wind一致预期为9.1%，我们预测值为9.4%。信贷大规模投放叠加去年基数走低均有助于稳定M2增速，此外，存款结构中，3月居民和企业存款分别增加2.7万亿和2.65万亿，同比多增7623和9221亿元，而财政存款减少8425亿元，同比多减3571亿元，财政存款的同比多减也是M2增速大幅上行的原因，在3月政府债券加速发行的情况下，反映出财政年初支出较为积极，映射基建投资或将保持较强韧性。

3月末M1增速持平前值于4.7%，与我们的预测值4.3%较为相近，M1增速稳健与企业短期贷款同比多增相呼应，虽然受疫情冲击，地产销售、实体部门经济活跃度有所趋弱，但短期信贷供给充足，活期存款有支撑，我们预计该逻辑在4月延续，且随着基数回落，4月M1增速有望迎来较大幅度回升。

3月末M0同比增速9.9%，前值5.8%，数据反弹不符合季节性，主要是受疫情影响，较高的M0增速与2020年疫情期间及其此后月份的数据表现一致，疫情冲击中小实体部门，经济结构性失衡，持币需求增强，导致M0增速走高，预计随着疫情冲击缓解，数据也将自然回落。

□ 预计央行二季度仍有降准概率

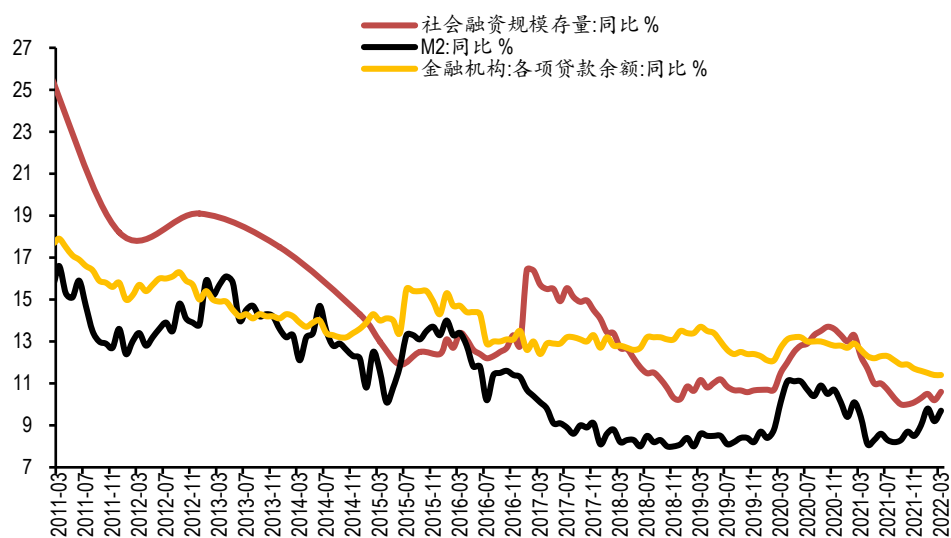
我们持续强调的一季度“四箭齐发”（制造业贷款、减碳贷款、基建贷款及按揭贷款）宽信用已经得到兑现。我们认为，当前货币政策仍以稳增长为首要目标，维持稳健略宽松的政策基调，近期国内疫情多发，全国聚集性疫情多点频发，是继武汉疫情以来最大规模的局部爆发，疫情加剧了基本面的不确定性，4月6日国常会提出“国内疫情近期多发，市场主体困难明显增加”，“要适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持”，我们认为后续货币政策仍将多措并举稳增长，宽松政策工具空间较大。“扩大新增贷款规模”首次出现在政府工作报告中，体现政策层对于稳信贷、稳信用的决心，预计货币政策发力重点仍是信贷，信贷是宽信用最有效手段，是推进企业扩大资本开支、防止金融空转的有效途径，二季度仍有降准概率。

对于后续信用释放，我们预计二季度的信贷投放强度或较一季度有所转弱，后续月份的信贷同比多增幅度或难超越1、3月。一方面，1、3月对存量贷款项目的营销活动后续或自然转弱；另一方面，一季度金融数据开门红兑现后，从全年信贷安排看，对后续月份或存在一定透支。但全年增速走势看，预计信贷、社融增速均将继续波动上行，维持全年信贷增速12%（对应信贷新增规模达23万亿）、社融增速11.2%的判断，7月为社融增速全年高点，三、四季度总体高位震荡、较高点略有回落。

我们也提示关注一季度经济“开门红”，预计一季度GDP实际同比增速达5.4%，金融数据较强及经济基本面数据大概率超预期，权益市场仍看好顺周期板块，货币政策“宽货币+宽信用”组合下，预计10年期国债收益率二季度高点至3%附近。

风险提示：国际收支二季度进入观察期，若中美利差进一步大幅倒挂，引发大规模资本流出及汇率贬值负循环，货币政策或重点关注国际收支平衡。

图 1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_40211

