

需求乏力，亟待政策落地

——2022年3月金融数据点评

2022年4月11日

A 股策略

事件点评

分析师	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521050001
研究助理	孙涤	电话：010-66555181	邮箱：sundi-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121040003

事件：

2022年4月11日，中国人民银行发布2022年3月金融数据。3月新增社融4.65万亿元，较上年同期多增1.27万亿元，同比增速抬升0.4个百分点。

主要观点：

3月社融总量亮眼、结构较差。3月社融总量同比多增，增速环比抬升0.4个百分点。但结构来看，多增仍主要依靠稳增长政策拉动，居民企业实际需求偏弱。**稳增长政策下地方债加速发行。**3月单月、Q1地方债发行、净融资规模均同比大增，发行前置对社融起到正向支撑。**居民、企业需求均未恢复。**人民币贷款中，居民短期、中长期贷款均少增，企业贷款主要靠短贷拉动，中长期多增仅百亿元。

疫情冲击下基本面压力加大是主要原因。3月下旬确诊人数骤增，疫情对基本面形成冲击，物流指数、重要建筑材料价格均自3月中旬持续下行至月末，导致居民、企业贷款需求整体少增。

新一轮稳增长政策待发力。16日金融委会议后，4月6日、7日召开的国常会、经济形势座谈会两次重要会议均强调基本面“突发因素超出预期”，政策上要“把稳增长放在更加突出的位置”，预计下阶段新一轮稳增长政策将发力。

预计货币政策落地形式为降准而非降息。一方面，当前货币政策重点偏向于对实体经济支持，降准可以通过定向等方式实现精准传导；二是历史上美联储加息期间我国未出现过降息操作，但多次出现过降准操作，因此降准是更适应目前全球加息环境的选择。

风险提示：宏观经济超预期波动，货币政策超预期收紧。

目 录

1. 弱：居民、企业需求尚未恢复	3
2. 强：政策提振下，地方债发行规模大增	3
3. 疫情加重基本面压力，新一轮稳增长政策待发力	4
4. 为什么是降准不是降息	5
5. 风险提示	6

插图目录

图 1： 3 月社融分项同比多增	3
图 2： 3 月人民币贷款分项同比多增	3
图 3： 2022Q1 地方债发行规模同比大增	4
图 4： 水泥、玻璃、钢材指数同比增速 3 月中旬以来持续下行	4
图 5： 运输物流指数自 3 月中旬下行至月末	4
图 6： 中美加息周期	6

表格目录

表 1： 4 月重要会议强调稳增长重要性	5
----------------------------	---

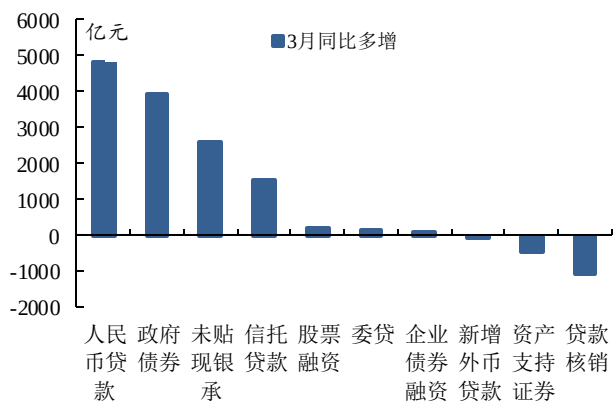
3月社融总量亮眼、结构较差，主要是居民、企业中长期贷款整体少增，近期高频数据显示基本面受疫情冲击较大，4月6日、7日召开两次重要会议也明确有些因素“超出预期”，稳增长要“放在更加突出的位置”，新一轮稳增长政策亟待发力，考虑到全球加息大背景，下阶段货币政策更大概率以降准而非降息形式落地。

1. 弱：居民、企业需求尚未恢复

3月社融同比多增，主要依靠贷款、政府债、未贴现银承拉动。3月新增社融4.65万亿元，较上年同期多增1.27万亿元，同比增速抬升0.4个百分点至10.6%。分项来看，人民币贷款、政府债券、未贴现银承分别多增4817、3921、2582亿元，是拉动社融多增最主要分项。

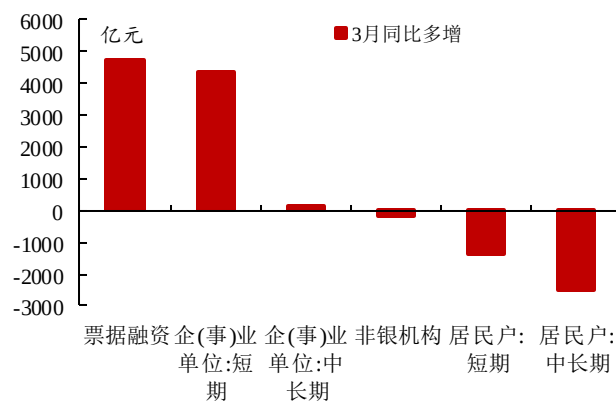
总量亮眼但结构不佳，居民、企业需求均未恢复。人民币贷款中，居民短期、中长期贷款分别少增1394、2504亿元；企业短期、中长期贷款分别多增4341、148亿元，显示居民、企业贷款需求均偏弱，信贷数据主要靠短贷和票据融资。

图1：3月社融分项同比多增



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图2：3月人民币贷款分项同比多增



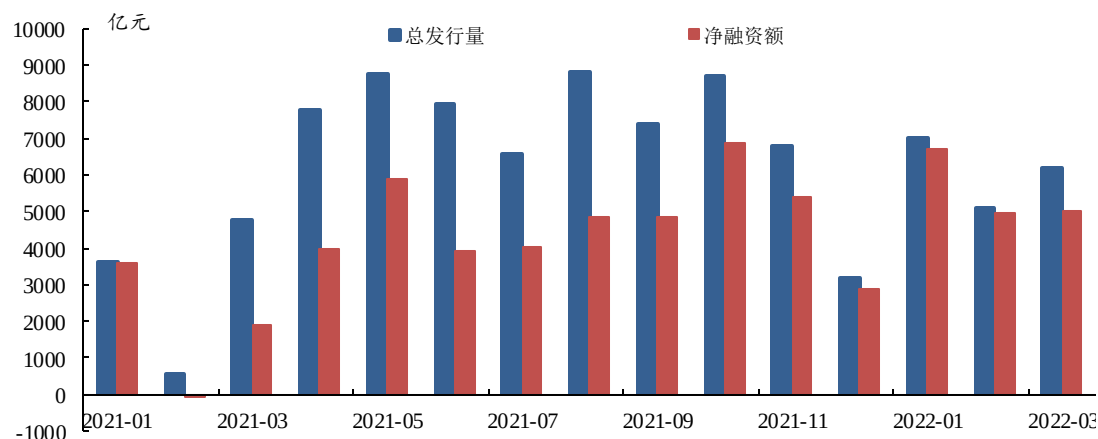
资料来源：WIND，东兴证券研究所

2. 强：政策提振下，地方债发行规模大增

3月地方债发行规模同比大增，预计二季度政府债仍对社融有正向支撑。Q1地方债发行规模共计1.82万亿元，较上年同期多增9295亿元，净融资多增1.1万亿元；3月地方债发行、净融资规模分别同比多增1416、3145亿元，稳增长政策下地方债加速发行对社融起到正向支撑作用。

二季度地方债对社融支撑继续。3月29日国常会提到“要抓紧下达剩余专项债额度，向偿债能力强、项目多储备足的地区倾斜。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”，政策基调依然为地方债前置发力。

图3：2022Q1 地方债发行规模同比大增



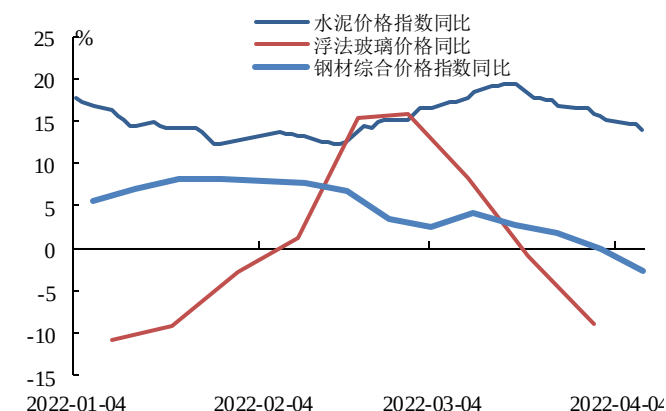
资料来源：WIND，东兴证券研究所

3. 疫情加重基本面压力，新一轮稳增长政策待发力

疫情压制基本面高频数据表现。3月下旬新增确诊人数再次骤增，截至4月11日每日新增确诊人数仍在千人以上。疫情对运输物流、制造业等均有负面影响，3月中旬开始货运流量指数、物流园吞吐指数持续下行至月末，水泥、玻璃、钢材价格同比增速3月10至30日分别下降1.8、17.3、4.0个百分点。基本面下行压力加大也是本次社融结构较差，居民、企业贷款需求少增的主要原因。

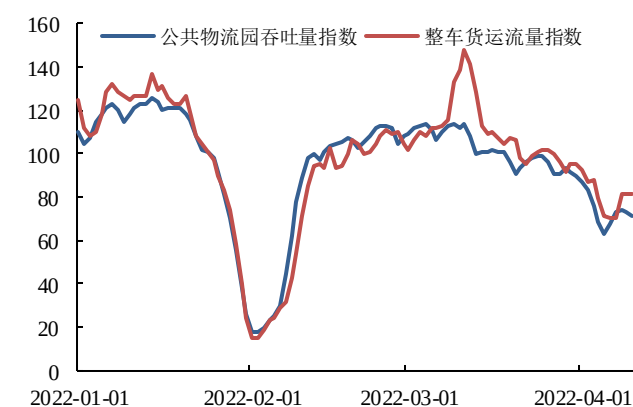
会议关注基本面压力，下阶段稳增长政策将再发力。16日金融委会议以来，4月6日国常会和4月7日经济形势座谈会均强调“有些突发因素超出预期”，政策上要“把稳增长放在更加突出的位置”、“政策举措要靠前发力”。确认基本面压力加大，下阶段新一轮稳增长政策将发力。

图4：水泥、玻璃、钢材指数同比增速3月中旬以来持续下行



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图5：运输物流指数自3月中旬下行至月末



资料来源：WIND，东兴证券研究所

表1：4月重要会议强调稳增长重要性

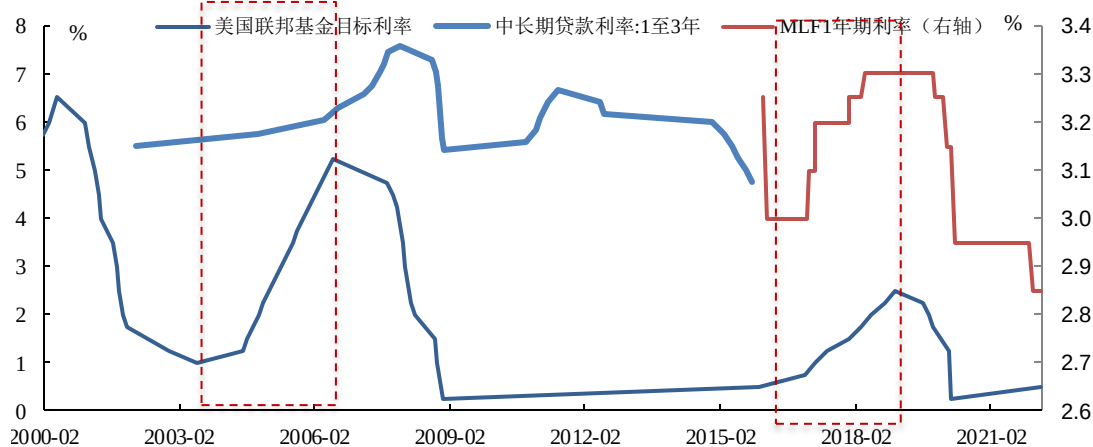
日期	会议	基本面情况	政策措施
		当前我国经济运行总体保持在合理区间，但国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期	把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘
4月6日	国常会	国内疫情近期多发，市场主体困难明显增加，经济循环畅通遇到一些制约，新的下行压力进一步加大	针对突出困难加大纾困和就业兜底等保障力度：一是特困行业，在今年二季度实施暂缓缴纳养老保险费。二是延续执行失业保险保障阶段性扩围政策。三是提高中小微企业失业保险稳岗返还比例。
			适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持：一是加大稳健的货币政策实施力度，保持流动性合理充裕。二是研究采取金融支持消费和有效投资的举措。三是支持重点领域和薄弱环节融资。
4月7日	经济形势专家和企业座谈会	当前世界局势复杂演变，国内疫情近期多发，有些突发因素超出预期，对经济平稳运行带来更大不确定性和挑战	政策举措要靠前发力、适时加力，已出台的要尽快落实到位，明确拟推出的尽量提前，同时研究准备新的预案。
			当前一些市场主体特别是中小微企业、个体工商户困难多、压力大，必须着力帮扶他们渡过难关。
			要深化改革，营造市场化法治化国际化营商环境。

资料来源：中国政府网，东兴证券研究所

4. 为什么是降准不是降息

16日金融委会议提到的“货币政策主动应对”尚未落地，下阶段一定会出现相应的货币政策操作，只是具体形式不确定。一方面，当前货币政策重点偏向于对实体经济支持，也即巩固宽信用成果，降准可以通过定向等方式实现精准传导；二是海外货币政策对降准约束更小，历史上美联储加息期间我国未出现过降息操作，但多次出现过降准操作，因此降准是更适合目前全球加息环境的选择。

图6：中美加息周期



资料来源：WIND，东兴证券研究所

5. 风险提示

宏观经济超预期波动，货币政策超预期收紧。

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_40214

