

宏观点评 20220411

信贷超预期回升，央行还将如何发力？

2022 年 04 月 11 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

■ **信贷需求超预期缓和，信贷、社融开门红基本实现。**虽然疫情对上海、深圳的影响较大，但信贷需求并未出现太大干扰，企事业单位贷款、居民户贷款均出现大幅回升。同时，叠加地方政府债务发力，社融也出现超预期增长。然而，目前对公贷款依然占据主导作用，票据量依然较高，且每月依然存在前低后高的节奏特点。在疫情扰动因素依然存在、房地产销售疲弱的情况下，预计居民户中长期贷款将继续偏弱。结合国常会文件，我们认为本月降息的可能较低，不排除央行加快市场化手段的研究，通过其他途径降低实体融资成本的可能。

■ **疫情对 3 月信贷的影响有限，新增人民币贷款超预期改善，超近五年同期最高水平。**一季度人民币贷款增加 8.34 万亿元，同比多增规模较去年大幅上升，达 6636 亿元。本月信贷数据超预期的主要因素在于市场高估了疫情对信贷的影响，从 2021 年贷款余额占比来看，上海、深圳两地的贷款占比约为 9.75%，但在对公信贷需求的有力支撑下，各期限企事业单位贷款均有良好回升，3 月新增人民币贷款创近五年同期最高。同时，居民户贷款规模也出现明显改善，3 月居民户贷款上升 1 万余亿元至 7539 亿元，在二线城市房地产销售规模回升的支撑下，居民户中长期贷款较上月迅速回暖，达 3735 亿元。

■ **信贷、地方政府债务支持 3 月社融超预期增长，M2 同比与社融规模增速差距缩小。**一季度社会融资规模增量较上年同期多 1.77 万亿元，远超市场预期。在信贷规模超预期增加的基础上，3 月各类直接融资规模有所上升，其中政府债务是社融超预期增长的又一主要因素，主要是由于地方政府债务托管规模的增加，约为 6083 亿元。同时，3 月债券融资、股票融资也较上月和去年同期有所上升。另一方面，除 3 月末央行加大公开市场操作量，现金回收量大幅减少外，3 月财政支出提速对 M2 增长也有一定作用，支持 M2 同比上升 0.5 个百分点至 9.7%。根据近期 18 个地方政府公布的发行计划，2 季度地方政府债务计划发行规模已达 7118 亿元，预计将继续对社融起到支撑作用。

■ **信贷需求边际改善，票转贴现利率较前期有所回升。**从信贷数据角度来看，3 月企事业单位、居民户信贷需求均有改善，中长期贷款占比大幅回升 18 个百分点至 55%。3 月票转贴现利率较前期有所回升，与同业存单利率利差于 3 月末回复正区间，可见银行月末冲票据现象有所缓解，信贷需求出现边际好转。同时，根据央行调查问卷结果显示，一季度央行贷款需求指数在基础设施贷款需求的带动下上升 4.6 个百分点至 72.3%。然而也要看到，贷款需求虽有上升但较去年同期依然较弱，且房地产企业贷款需求虽有上升，但依然在 47.2% 的低位。

■ **结构性问题依然存在。**3 月贷款发行节奏依然存在前高后低的特点，企事业单位仍占据主导作用，短期融资、票据融资同比多增 9053 亿元。虽然居民户新增贷款较上月有所回升，但依然疲弱，同比少增情况有所缓解但依然在 -3940 亿元的低位。根据全联房地产商会，3 月全国商品住宅销售面积环比上升 27.1%，但同比依然是下降 47.6%。目前二线城市成交量出现改善，但一线、三四线城市依然较弱，或将拖累居民户中长期贷款继续走软。

■ **根据近期央行、国常会文件的表述，我们认为本月降息的可能较低，央行或将继续通过结构性货币政策发力支持实体经济发展，不排除央行加快市场化手段的研究，通过其他途径降低实体融资成本的可能。**美联储公布议息会议纪要后，加速缩表的观点促使 10 年期美债利率迅速上扬，现已接近 2.8%。同时，根据美联储票委发言，预计 5 月、6 月议息会议将加息 50bp，并在之后的 4 次会议中均加息 25bp，年末中性利率将达到 2.5%。因此，我国年内降低政策性利率的可能已大幅减少。拓宽思路，我们认为在增加公开市场操作量、用好再贷款等政策外，央行出台市场化利率政策以降低银行资金成本亦有可能。

■ **风险提示：** 地缘政治风险超预期、美联储超预期紧缩、疫情扩散超预期

相关研究

《加息下狠手，美联储 1994 的未解之谜》

2022-04-07

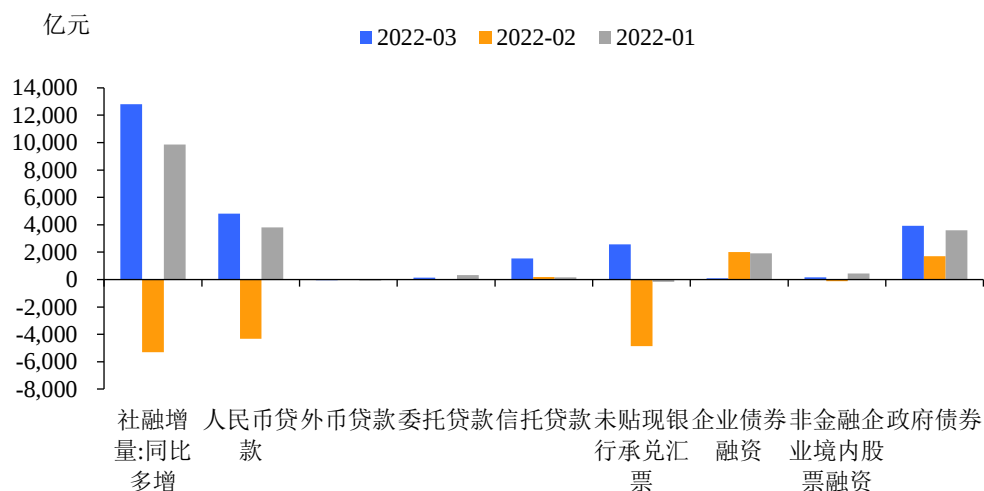
《加息缩表接踵而至，这次哪里不一样？》

2022-04-07

《从 EPS 到 ESG，为何海外养老金的最佳实践在北欧？》

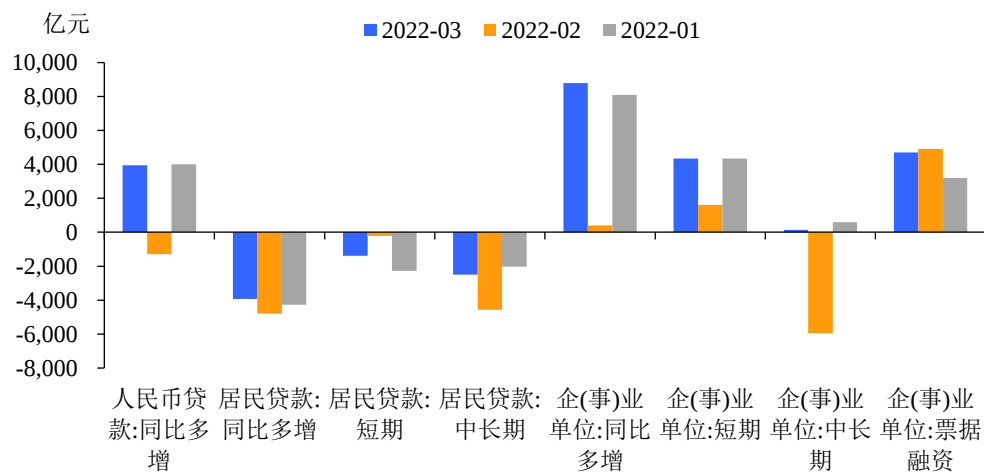
2022-04-04

图1：社融增量分项数据



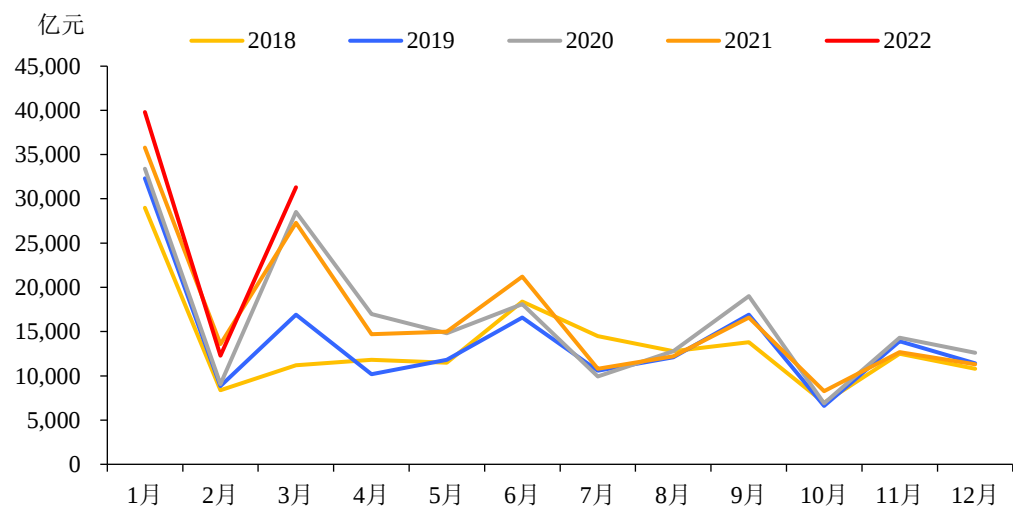
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：人民币贷款增量分项数据



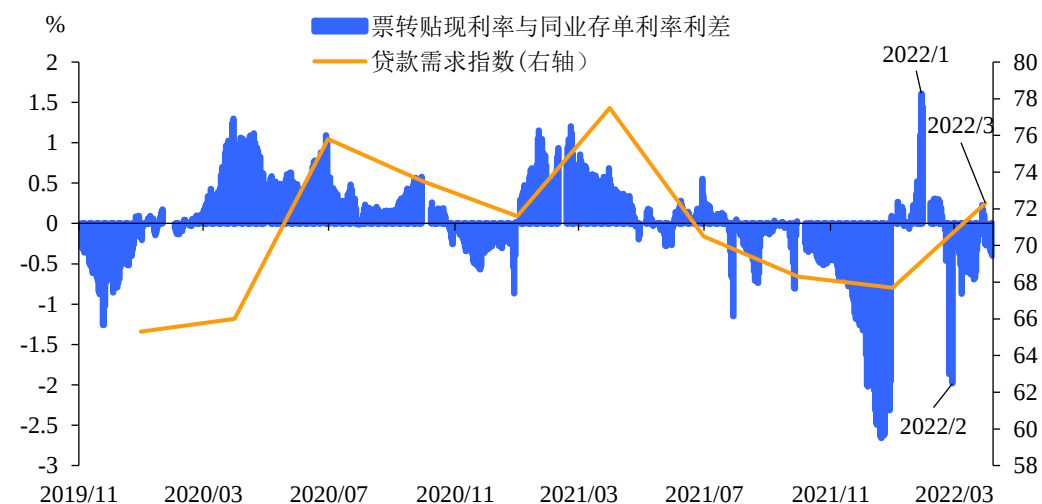
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 3月新增人民币贷款超预期改善



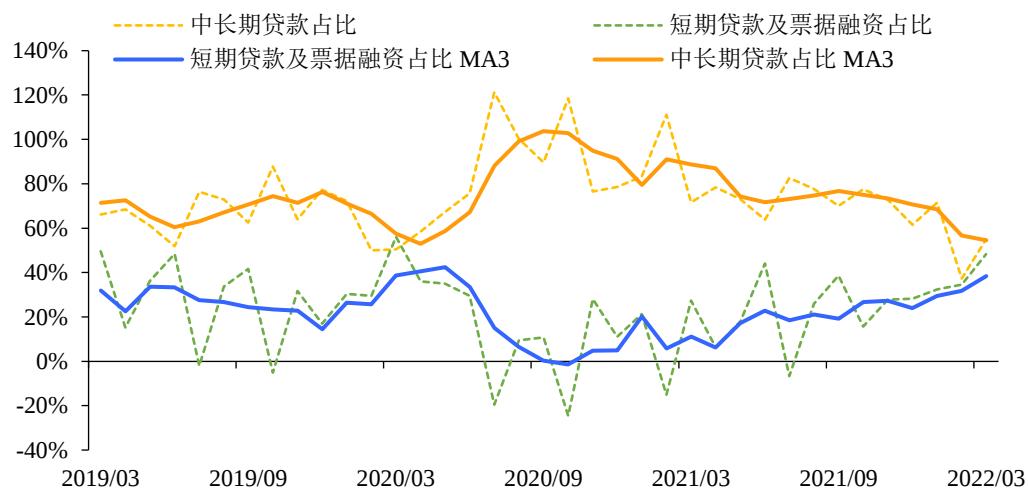
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 3月贷款需求出现边际缓和



数据来源：Wind，东吴证券研究所

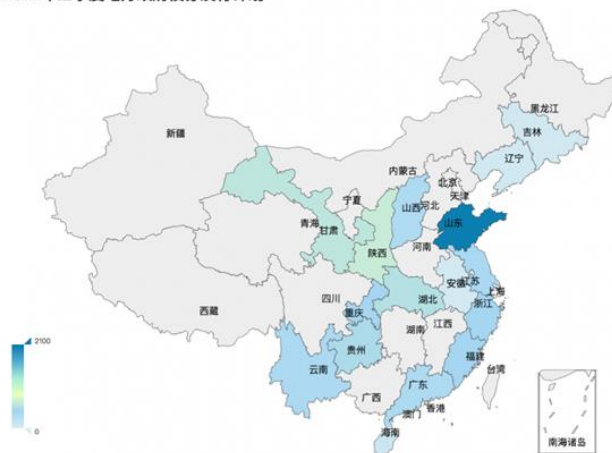
图5：3月中长期贷款占比回升，但依然较低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：地方政府债务将继续对社融起到支撑作用

2022年二季度地方政府债券发行计划



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_40239

