“宽信用”紧推进

2022 年 3 月社融实现强劲反弹，与我们上月“宽信用前景并不黯淡”的判断相符。结合当前国内疫情形势严峻、经济下行压力加大的情势来看，宽信用仍在加紧推进。我们认为，当前形势下，货币政策积极推进“宽信用”是必然选择。但与此同时，俄乌冲突持续、美联储启动加息缩表影响下，国内通胀压力从粮价、油价、上游价格传导等多角度明显加大，中美利差逼近于倒挂。这又对货币政策的进一步宽松形成明显掣肘。近期货币政策发力的侧重点或在于再贷款的扩面与增量、银行个人住房贷款利率的压降，以及更加强调财政政策的落实和房地产的因城施策等，降准、降息的可能性有所下降。至于政策对于新形势下经济增速目标的态度和相应的调整，还需要等待月底中央政治局会议的定调。

继 2 月社融大幅收缩后，3 月社融数据实现强劲反弹，与我们上月“宽信用前景并不黯淡”的判断相符，结合当前国内疫情形势严峻、经济下行压力加大的情势来看，宽信用仍在加紧推进。2022 年 3 月新增社会融资规模 4.65 万亿，同比多增 1.27 万亿，相比 2020 年 3 月疫情时期仅少增 5338 亿元。社融存量同比增长 10.6%，相比上月提升 0.4 个百分点，比 1 月的高点也进一步提升 0.1 个百分点。

3 月社融增长的大类结构较为均衡，信贷融资、表外融资、直接融资分别同比多增 4474 亿、4262 亿、4183 亿，分项中只有外币贷款和 ABS+贷款核销同比分别小幅少增 43 亿和 481 亿。3 月社融数据超预期强劲主要得益于：

https://www.yunbaogao.cn

一是，人民币信贷猛增 3.23 万亿，比 2020 年同期还多 1938 亿，表内宽信用特征鲜明。

二是，表外票据和信托贷款的修复，带动表外融资比去年同期明显多增，反映在经济下行压力加大情况下，金融监管的实施力度可能有阶段性的边际松动。

1) 新增委托贷款 106 亿元，而 2018 年以来 3 月委托贷款均为负增，今年以来委托贷款的规模压降开始告一段落。2) 信托贷款减少 259 亿元，同比少减 1532 亿。虽然 2022 年融资类信托规模压降 20%的要求仍有可能延续，但随着信托贷款存量规模的下降，信托贷款压降的幅度将有所减弱。3）未贴现银行承兑汇票增加 286 亿元，而去年 3 月票据融资严监管下为减少 2296 亿。不过，相比于 2020 年同期的增加 2818 亿元，表外票据融资算不上爆发式增长。

https://www.yunbaogao.cn

三是，政府债券的积极前置发行，带动直接融资比去年同期显著多增。

1）企业债净融资 3894 亿元，同比略微多增 87 亿。其中，Wind 口径城投债实现净融资 1990 亿元，较 2 月明显好转，但仍不及去年 3 月水平；地产债净融资约 116.78 亿元，继 2 月转正后进一步小幅增长，而去年 3 月为大幅负增。城投和地产企业的债券融资均呈现一定修复。但相比于 2020 年，国务院要求引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿的政策背景，今年企业债券融资力度有所不及。2）非金融企业境内股票融资 958 亿元，同比进一步多增 175 亿元。股票注册制的逐步推进，仍有利于股票融资扩容。3）政府债券净融资 7052 亿元，同比多增 3921 亿元，相比 2020 年同期亦多增 708 亿元，政府债券发行更加积极。

3 月新增人民币贷款强于去年同期、甚至高于 2020 年 3 月货币政策大举发力时期。企业主要以短贷和票据“加杠杆”，中长期贷款从 2 月的大幅低于去年同期，恢复到同比略有增量，而居民贷款需求依旧偏弱。3 月新增人民币贷款 3.13 万亿，同比多增 4000 亿元，相比 2020 年同期多增 2800 亿元；贷款存量增速同比持平于 11.4%。具体看：

居民户中长期贷款与短期贷款同比少增，疫情频发、居民购房和短期消费意愿不足是困扰居民户“加杠杆”的三方面问题。

1）居民短期贷款增加 3848 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别少增 1394 亿元、1296 亿元。3 月国内疫情形势严峻，抑制着居民的日常消费需求与短期贷款意愿。2）居民中长期贷款增加 3735 亿元，相比 2021

https://www.yunbaogao.cn

年、2020 年同期分别少增 2504 亿元、1003 亿元，主因商品房销售疲弱，居民按揭贷款需求不足。

企业端融资同比增量主要源于短期贷款和票据融资，中长期贷款同比增量不多。虽然贷款需求疲弱的问题尚未解决，但短期纾困贷款的投放对实体经济的平稳运行亦有支撑。

1）企业短期贷款新增 8089 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 4341 亿元、少增 663 亿元。2）票据融资新增 3187 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 4712 亿元、1112 亿元。3）企业中长期贷款新增 13448 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 148 亿元、3805 亿。

企业短期贷款与票据融资的同比多增或可解读为监管指导下的银行贷款投放“冲量”。然而，在疫情频发的宏观背景下，短期贷款和票据融资为企业生产经营活动提供了必要的流动性，在“助企纾困”、“保就业、保民生、保市场主体”方面的积极意义毋庸质疑，也是中长期贷款逐渐提升的先决条件。

我们对宽信用的成色指标——中长期贷款进行详细拆分。我们推测，保障房、基建和绿色领域或是 3 月企业中长期贷款的投放重点。一是，央行和银保监会 2 月 8 日发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，地方政府也积极布局保障房相关项目，上海、广州、南京、青岛、郑州等城市陆续发布保障性租赁住房项目认定办法与管

https://www.yunbaogao.cn

理办法，深圳等地在集中供地方案中也提出同时建设普通商品住房和保障性租赁住房的相关要求。二是，“两会”定调后财政政策更为积极，以水利工程为代表的传统基建领域开工提速，与之配套的贷款或有较大规模的提升。水利部相关负责人也表示今年可完成水利投资约 8000 亿元。“兵马未动，粮草先行”，相关的贷款需求或领先于投资的完成，提早投放。三是，在“碳达峰”“碳中和”的目标导向下，2019-2021 年绿色领域（不含基建）的贷款分别增长 44.9%、69.7%、52.7%。在碳减排支持工具与煤炭清洁生产再贷款支撑下，绿色领域（不含基建）的中长期贷款需求或被更充分地满足，成为一季度企业中长期贷款的重要增长点。

3 月 M2 同比增速回升 0.5 个百分点至 9.7%，M1 同比持平于 4.7%。考虑到 3 月 M1 和 M2 的翘尾因素均明显回落，可见强劲的社融总量下，货币供应量增长有所提速。不过，3 月 M1 同比的翘尾因素为 5.09%，意味着 M1 的新上涨因素仍然为负，实体经济的现金流状况依然不佳，对宏观政策的发力依然有诉求。

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_40262