

宽信用总量起，稳增长仍可期

——3月社融数据点评

摘要

- **社融增速超预期，后续仍期待政策支持。**社融存量增速上升，新增社融和人民币贷款均超预期。3月末社融存量同比增长10.6%，增速回升0.4个百分点，一季度社融增量累计为12.06万亿元。3月单月，社融增量为4.65万亿元，高于市场预期，比上年同期多1.28万亿元，其中对实体经济发放的外币贷款同比多增4817亿元。在稳增长政策的支撑下，银行加大信贷投放，社融增速和新增人民币贷款回升，但疫情对于经济和金融市场都形成一定制约，房地产政策虽有边际放松但尚未反映到销售数据上。4月6日国常会主要针对三大方面做相关工作部署，预计货币政策将继续精准发力，与财政政策协同发力促进消费和有效投资，后续疫情冲击或逐渐减弱，经济有望在政策支撑下加快复苏。
- **新增政府债券融资仍高，表外融资有所回暖。**3月直接融资占比下降，政府债券融资仍是直接融资的主要驱动力，企业债券融资较平稳。3月新增政府债券融资同比多增3921亿元。2月24日，财政部发布《2021年中国财政政策执行情况报告》指出今年积极财政政策重点做好六方面工作。今年专项债力度加大，发行靠前的特征明显；企业方面，3月新增债券融资同比多增87亿元，在鼓励债券融资及房地产政策边际放松的背景下，企业债券融资较稳定。3月表外融资同比多增4262亿元，在政策的加持下表外融资有所回暖。其中，未贴现银行承兑汇票同比多增2582亿元，稳增长政策下企业融资需求有所恢复，信托贷款同比少减1532亿元。
- **企业贷款主要靠短贷和票据拉动，疫情影响居民贷款。**企业短期贷款和票据融资多增较多，中长期贷款也有所恢复。3月，人民币贷款增加3.13万亿元，同比多增3951亿元。其中，企（事）业单位贷款增加2.47万亿元，同比多增9201亿元，本月新增中长期贷款同比多增148亿元，票据融资和短期贷款增量较多带动企业端贷款回暖，或受到短期冲量的影响。整体来看，地缘政治持续影响大宗商品及全球资本市场，且3月散点疫情多发，上海疫情状况不容乐观，4月企业融资需求仍受影响。3月，住户贷款增加7583亿元，同比少增3989亿元。与预期一致，疫情持续影响居民贷款。3月居民新增中长期贷款同比少增2504亿元，在疫情影响下，居民避险情绪上升，消费和投资意愿下降。
- **M2增速回升，企业居民存款增加。**3月，M2同比增长9.7%，高于市场预期，受存款多增以及基数效应等因素影响，增速升高。3月新增存款同比多增8577亿元。其中，受积极财政政策，财政支出提前的影响，3月财政性存款同比多增3571亿元；企业投资仍处观望态度，非金融企业存款同比多增9221亿元；疫情下居民消费和购房意愿较低，居民存款同比多增7623亿元。M1同比增长4.7%。M1与M2剪刀差较上月稍有扩大，预计货币政策稳中向松，后续经济活力或将增强。
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 疫情与地缘冲突之下，通胀走向何方？——3月通胀数据点评（2022-04-11）
2. 国内政策春风频频吹，欧美紧缩预期再度升（2022-04-08）
3. 地缘政治下，如何看大宗商品与通胀？（2022-04-06）
4. 稳增长政策早出快出，投资端加速可期（2022-04-01）
5. 春寒之后，暖意何时现？——3月PMI数据点评（2022-03-31）
6. 房市需求端政策再放松，全球紧缩引债市波动（2022-03-25）
7. 多部门发声维稳，超级央行紧缩潮掀起（2022-03-18）
8. 接棒“稳增长”：新消费时代来临（2022-03-18）
9. 紧缩浪潮再添一员，预期管理下市场平淡——3月美联储议息会议点评（2022-03-17）
10. 出乎意料的数据，能持续吗？——1-2月经济数据点评（2022-03-15）

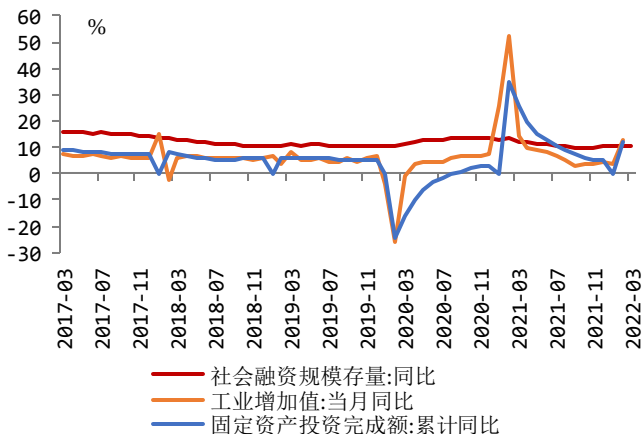
3月，社融存量增速、M2增速都有所回升，社融增量及新增人民币贷款均超预期，但疫情持续对居民和企业端形成影响，后续货币政策将继续精准发力，与财政政策协同发力拉动消费和有效投资。

1 社融增速超预期，后续仍期待政策支持

社融存量增速上升，新增社融和人民币贷款均超预期。3月末社会融资规模存量为325.64万亿元，同比增长10.6%，增速较上月上升0.4个百分点；其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为199.85万亿元，同比增长11.3%，增速较前值上升0.1个百分点。从结构看，3月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.4%，同比高0.5个百分点。从社融增量看，2022年一季度社会融资规模增量累计为12.06万亿元，比上年同期多1.77万亿元，其中，对实体经济发放的人民币贷款增加8.34万亿元，同比多增4258亿元，一季度对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的69.1%，同比低7.8个百分点。单月来看，3月份，社会融资规模增量为4.65万亿元，高于市场预期，比上年同期多1.28万亿元，其中对实体经济发放的外币贷款新增3.23万亿元，同比多增4817亿元。在稳增长政策的支撑下，银行加大信贷投放，社融增速和新增人民币贷款回升，但疫情对于经济和金融市场都形成一定制约，房地产政策虽有边际放松但尚未反映到销售数据上。

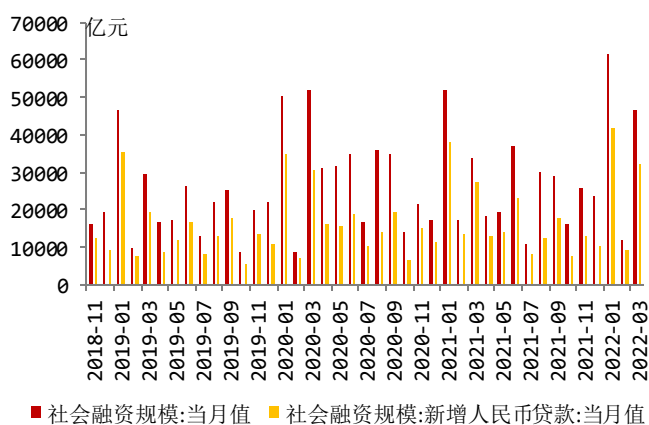
4月6日，李克强主持召开国务院常务会议，主要针对三大方面做相关工作部署。一是从五大方面稳定市场预期，保持资本市场平稳健康发展。货币政策上，仍坚持不搞“大水漫灌”，加大对实体经济的支持；政策稳定性上，再次提到“防止出台不利于市场预期的政策”；资本市场上，按照市场化法治化国际化原则稳妥处理运行中的问题，并营造稳定透明可预期的市场环境；市场信心上，提到将“采取针对性措施来提振市场信心”。二是对特困行业实施纾困和就业兜底政策。三是适时运用货币政策工具，更有效地支持实体经济。总量上依然采用“加大稳健货币政策实施力度，保持流动性合理充裕”的表述，结构上进一步体现货币政策的精准性，主要从三个角度出发，一是增加支农支小再贷款，用市场化法治化办法促进金融机构向实体经济让利；二是金融支持消费和有效投资，消费上更加倾向于民生领域，包括金融支持将更加针对新市民，优化保障性住房金融服务等，有效投资上保障重点项目建设融资，推动制造业中长期贷款较快增长，将与财政政策协调联动稳增长；三是设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款。预计货币政策将继续精准发力，与财政政策协同发力促进消费和有效投资，后续疫情冲击或逐渐减弱，经济有望在政策支撑下加快复苏。

图 1：社融存量同比增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增人民币贷款新增量回升



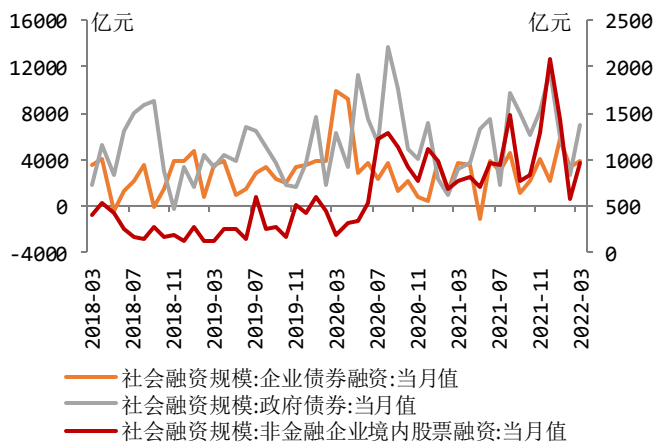
数据来源：wind、西南证券整理

2 新增政府债券融资仍高，表外融资有所回暖

从社融结构看，3月政府债券同比多增明显，直接融资占比下降。3月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为69.52%，较上月回落6.63个百分点，在比例上占绝对优势；3月新增直接融资11904亿元，同比多增4183亿元，环比多增5220亿元，占同期社会融资规模增量的25.60%，在表外融资回暖的背景下，占比较2月回落30.44个百分点。其中，政府债券融资仍作为直接融资的主要驱动力，企业债券融资较平稳。**政府方面**，3月新增政府债券融资规模达7052亿元，同比多增3921亿元，环比多增4330亿元。2月24日，财政部发布《2021年中国财政政策执行情况报告》指出今年积极财政政策重点做好六方面工作，分别是实施更大力度减税降费，增强市场主体活力；保持适当支出强度，提高支出精准度；合理安排地方政府专项债券，支持重点项目建设；加大中央对地方转移支付，兜牢基层“三保”底线；坚持党政机关过紧日子，节俭办一切事业；严肃财经纪律，整顿财经秩序。一季度积极的财政政策持续释放，稳增长的诉求下，3月单月地方政府新增专项债发行规模仍高达4205.4亿元；1-3月，地方债合计发行1.82万亿元，明显多于2021年同期的8951.1亿元，新增一般债和新增专项债发行分别占全年限额的37.8%和35.6%，较去年明显提高。此外，多地已披露二季度地方债发行计划，截至3月22日，已有福建、甘肃、海南、重庆、贵州、浙江、吉林等多地公布二季度地方债发行计划，据统计，全国已发行及已披露未发行新增专项债券金额超过1.2万亿元，约占2022年提前批额度的84%。今年专项债力度加大，发行靠前的特征明显。3月29日召开的国常会，强调“发挥专项债‘四两拨千斤’作用，吸引更多社会资本投入，支持民营企业投资”。**企业方面**，3月新增债券融资3894亿元，同比多增87亿元。3月27日，证监会推出7项政策，完善民营企业债券融资支持机制，增强服务民营经济发展质效；同日，上交所和深交所根据证监会提出的政策基础上，结合其自身特点提出了具体的拟实行举措；3月28日，中国银行间市场交易商协会发布《关于进一步做好自律管理服务 支持疫情防控和经济社会发展工作举措的通知》，在通知中强调了要持续做好民企发债融资服务。在鼓励债券融资及房地产政策边际放松的背景下，企业债券融资较稳定。3月，非金融企业境内股票融资958亿元，同比多增175亿元，环比多增373亿元，股票融资活跃度有所回暖。

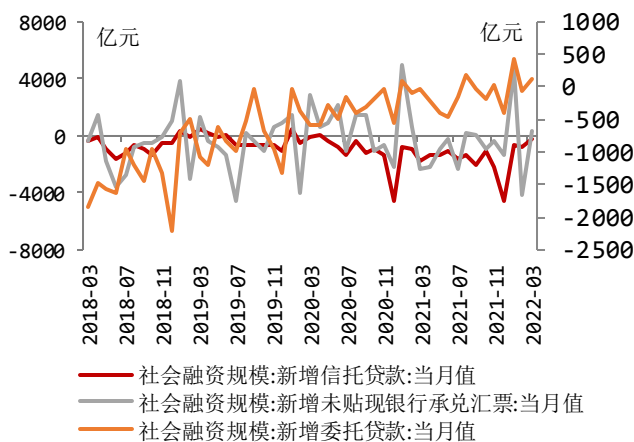
表外融资回暖，未贴现银行承兑汇票和委托贷款增量较多。3月，表外融资新增133亿元，同比多增4262亿元，环比多增5186亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为0.3%，较上月大幅回升42.6个百分点，在政策的加持下融资需求有所提升，表外融资有所回暖。其中，未贴现银行承兑汇票增加286亿元，同比多增2582亿元，环比多增4514亿元，稳增长政策下企业融资需求有所恢复。3月，委托贷款增加106亿元，同比多增148亿元，环比2月多增180亿元；信托贷款减少259亿元，连续23个月减少，但环比1月少减492亿元，同比少减1532亿元。部分信托公司收到了由监管部门下发的《关于调整信托业务分类有关事项的通知（征求意见稿）》，其中融资类信托不在新的信托业务分类中，未来限额及限制或仍在自营范围；在今年2月召开的信托监管工作会议上，银保监会相关负责人曾经表态，业务分类改革作为2022年信托行业重点工作推进。

图 3：3 月直接融资各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：3 月表外融资分项表现



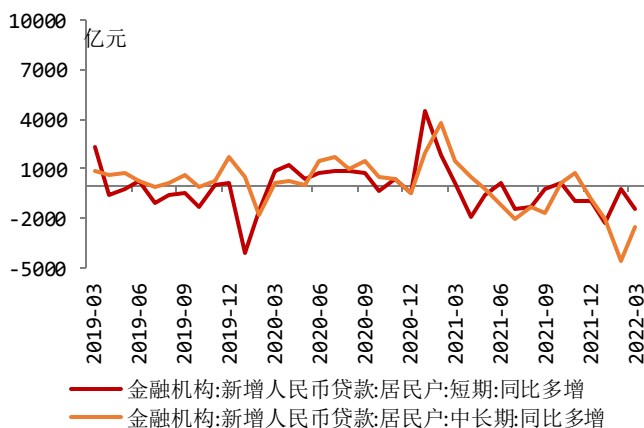
数据来源：wind、西南证券整理

3 企业贷款主要靠短贷和票据拉动，疫情影响居民贷款

企业短期贷款和票据融资多增较多，中长期贷款也有所恢复。3 月份，人民币贷款增加 3.13 万亿元，同比多增 3951 亿元。分部门看，3 月，企（事）业单位贷款增加 2.47 万亿元，同比多增 9201 亿元，环比 2 月多增 8628 亿元。从贷款结构来看，本月新增中长期贷款同比多增 148 亿元至 1.34 万亿元，环比 2 月多增 8396 亿元，在上月同比少增较多的情况下，海外地缘政治风险等负面因素逐渐被消化，在稳增长政策促进下，企业融资需求有所恢复。但受疫情造成的经济活动放缓等因素影响，3 月全国制造业 PMI 为 49.5%，比 2 月下降 0.7 个百分点，年内首次落入收缩区间。此时更需银行释放信贷支持的积极信号，提振企业信心。3 月企业短期贷款增加 8089 亿元，环比多增 3978 亿元，同比多增 2401 亿元。另外，票据融资在 3 月新增 3187 亿元，同比多增 1112 亿元。3 月，票据融资和短期贷款增量较多带动企业端贷款回暖，或受到短期冲量的影响。整体来看，地缘政治持续影响大宗商品及全球资本市场，且 3 月散点疫情多发，上海疫情情况不容乐观，4 月企业融资需求仍受影响。

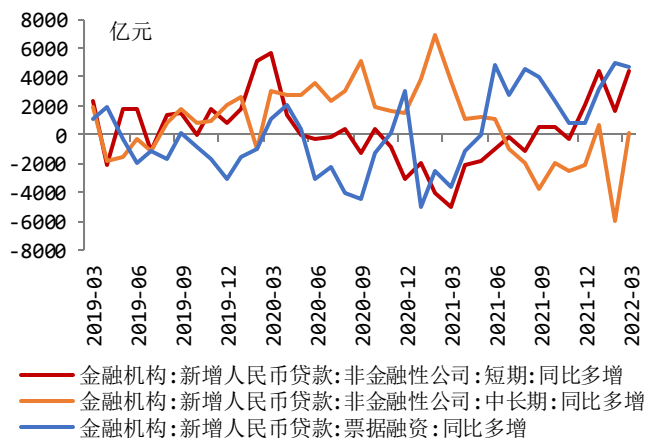
疫情影响下，3 月居民新增中长期贷款、短期贷款同比少增。3 月，住户贷款增加 7583 亿元，同比少增 3989 亿元，但环比 3 月多增 1.10 万亿元。与预期一致，疫情持续影响居民贷款，居民新增短期贷款上月转为负值后，本月新增 3848 亿元，同比少增 1394 亿元，较 2020 年同期少增 1296 亿元；3 月居民新增中长期贷款由负转正，增加 3735 亿元，同比少增 2504 亿元，较 2020 年同期少增 1003 亿元，持续的散点疫情影响居民购房热情，3 月末央行发布的《2022 年第一季度城镇储户问卷调查报告》显示，未来三个月，17.9% 的居民打算购房，这一比例与去年四季度的调查一致，仍是 2016 年三季度以来的新低；倾向于“更多消费”的居民占 23.7%，比上季减少 1.0 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 54.7%，比上季增加 2.9 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 21.6%，比上季减少 1.9 个百分点。在疫情影响下，居民避险情绪上升，消费和投资意愿下降。近期房地产基本面依然偏冷，从销售情况来看，贝壳研究院数据显示，一季度全国重点 62 城新建商品住宅签约面积同比下降 41%，跌幅较 1-2 月扩大 2%，其中一、二、三四线城市的降幅分别为 31%、40%、47%，居民对于购房的态度也更多处于观望状态。4 月以来，已有 5 个城市接连放宽房地产政策，房地产政策暖风频吹，预计后续更多市场信心恢复不明显、短期调整压力较大的省市也将紧接着放松房地产政策，合理住房需求有望得到充分释放，有利于平稳市场预期，提振居民购房信心，楼市销售情况有望边际回暖，但仍伴随着疫情散发等所带来的不确定性。

图 5：居民部门中长期贷款同比少增



数据来源: wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位短期贷款和票据融资新增较多



数据来源: wind、西南证券整理

4 M2 增速回升，企业居民存款增加

剪刀差小幅扩大，M2 增速超过预期。3 月末，广义货币(M2)余额 249.77 万亿元，同比增长 9.7%，高于市场预期，受存款多增以及基数效应等因素影响，增速分别比上月末、去年同期高 0.5 个百分点、0.3 个百分点。3 月新增存款 4.49 万亿元，同比多增 8577 亿元。其中，受积极财政政策，财政支出提前的影响，3 月财政性存款减少 8425 亿元，同比多减 3571 亿元；3 月非银金融机构存款减少 6320 亿元，同比多减 3040 亿元；企业投资仍处观望态度，非金融企业存款增加 26511 亿元，同比多增 9221 亿元；疫情下居民消费和购房意愿较低，居民存款增加 27023 亿元，同比多增 7623 亿元。狭义货币(M1)余额 64.51 万亿元，同比增长 4.7%，增速与上月末持平，比上年同期低 2.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 9.51 万亿元，同比增长 9.9%。一季度净投放现金 4317 亿元。M1 与 M2 剪刀差为 5.0 个百分点，较上月稍有扩大，预计货币政策稳中向松，后续经济活力或将增强。

图 7：3 月 M2 增速回升

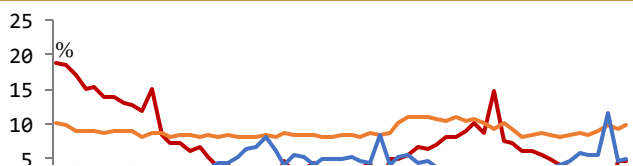
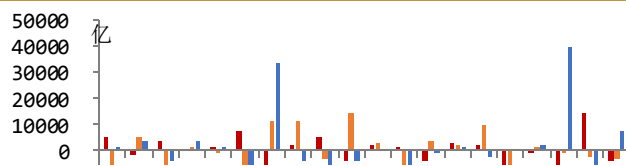


图 8：3 月居民存款同比多增明显



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_40187

