

社融继续上行 货币政策处于观察期

2022 年 3 月金融数据点评

核心内容：

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

- **社融融资继续上行** 3 月份社融总体数量上行，主要是贷款上升、企业债券和政府债券发行放量带来的，影子银行止跌、也给社会融资总量带来积极的影响。整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的延续，我国金融机构在下游需求较弱的情况下完成了信贷的同比增长，稳增长措施逐步见效也反应了管理层的决心和对整体经济调控的有效。
- **表外信贷止跌上行** 首先，影子银行继续上行，委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票同比回升，意味着房地产相关企业信贷逐步好转。其次，政府债券前置，发放速度加快。1 季度政府债券融资 1.58 万亿，同比增长 9215 亿元。最后，表内贷款上行，居民贷款稍有回升，企业贷款增加。总体来说，制造业需求仍然相对弱势，整体金融环境继续保持宽松，信贷持续上行是经济恢复的积极信号，这种宽松可能会延续至 3 季度。
- **企业短贷爆发，居民需求仍然较弱** 2022 年 3 月份新增信贷增速回升，企业信贷上行，居民信贷疲弱，企业贷款中短期贷款大幅上行。新冠疫情影响了部分房地产需求和居民消费需求，居民信贷仍然低增长。企业贷款结构并不理想，但快速上行的短期贷款说明企业资金较为紧张，部门企业得到长期贷款仍然较为困难。
- **社融和 M2 匹配度仍然显示宽松需持续** M2 缓慢上行，M2 回升是居民存款上升的结果，同时金融机构购买债券推动了 M2 小幅上行。3 月份 M1 保持平稳，企业资金状况在 3 月份没有明显变化。1 季度 M1 和 M2 继续走高，货币投放加快，金融活化程度加快。我国央行货币操作调整口径已经明确，宽信用和宽货币是政策的选择，宽松货币组合的效果会逐步显现。社融和 M2 的比例继续回落，说明现阶段金融相对于实体经济仍然较为紧张，需要进一步的宽松。
- **宽信用继续，货币政策处于观察期** 央行稳增长的决心和动力仍然较足，着力促进信贷的发放，并且 1 季度运行良好，信贷回升会带来经济的缓步上行。虽然 3 月份央行并无降准降息出现，但宽信用仍然在持续。鉴于美联储已经在收缩货币的过程中，在美联储加息缩表的时刻，央行降息的效果可能并不好，预计上半年央行降息有所谨慎。同时通胀预期有所走高，下半年央行货币政策可能一定程度受到通胀压制，央行的货币操作会面临更加复杂的环境。综上，宽信用仍然是政策的重点，下半年宽货币的可能性要高过上半年

一、社会融资继续上行

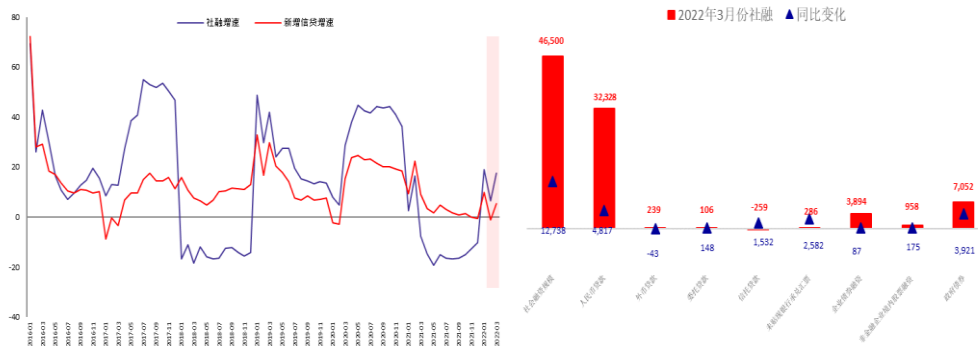
2022 年 3 月份社会融资规模 4.65 万亿，预期 3.7 万亿，同比增加 1.27 万亿。3 月份新增贷款 3.13 亿，预期 2.67 万亿，同比增加 4000 亿元。1 月份社融增速快速回升，影子银行反弹，政府债券发行放量。1 季度社会融资总额 12.0 万亿，比去年同期上行 1.82 万亿，新增信贷 8.34 万亿，同比上行 6700 亿。

3 月份社融总体数量上行，主要是贷款上升、企业债券和政府债券发行放量带来的，影子银行止跌、也给社会融资总量带来积极的影响。3 月份社融增速快速回升，表明 2 月份的下行是暂时的。2022 年 1 季度当年累计新增社融增速 17.8%，比上月上行 11.2 个百分点，新增贷款增速 5.4%，比上月增加 6.4 个百分点。

整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的延续，我国金融机构在下游需求较弱的情况下完成了信贷的同比增长，稳增长措施逐步见效也反应了管理层的决心和对整体经济调控的有效。

图 1：社融增速上行（%）

图 2：社融各部门变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

首先，影子银行继续上行，委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票同比回升，意味着房地产相关企业信贷逐步好转。这是我国金融环境放松的重要指标，意味着边际放松房地产金融的效果显现。影子银行边际改善主要是信托贷款的下滑减弱。银行承兑汇票在 3 月份转正，经济活动略有好转。3 月份影子银行融资 133 亿元，同比增速 17.4%。

其次，政府债券前置，发放速度加快。3 月份政府债券融资额达到 7052 亿元，1 季度政府债券融资 1.58 万亿，同比增长 9215 亿元。企业融资保持平稳，央行降息，企业信用利差小幅下滑，政策保持支持态度，企业融资较为平稳。

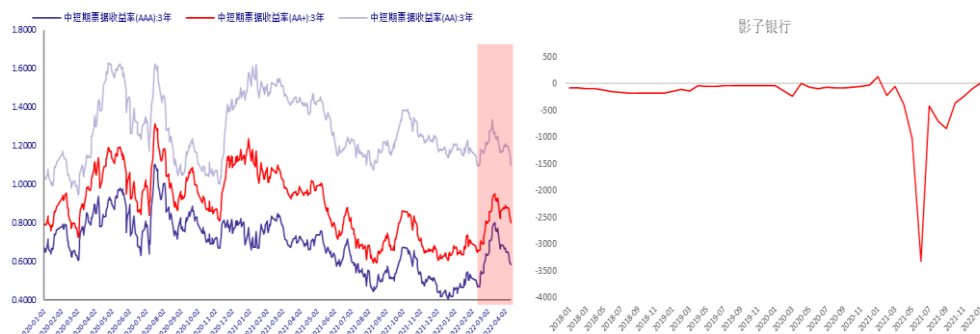
最后，表内贷款上行，居民贷款稍有回升，企业贷款增加。银行贷款创记录上行是银行积极的信号，1 季度银行积极房贷，贷款实现“开门红”。2022 年 1 季度银行信贷在社会总需求下滑和新冠疫情的影响下，银行在 2022 年开年仍然实现信贷增长，稳增长的态度不动摇。

开年新增贷款规模持续回升：（1）对房地产开发商的金融限制逐步放开；（2）政府债券发行加速。制造业需求仍然相对弱势，整体金融环境继续保持宽松，信贷持续上行是经济恢复的积极信号，这种宽松可能会延续至 3 季度。

鉴于央行对经济增长的支持，2022 年全年新增社融约 33.5 万亿，即社融存量同比增速约在 10.6% 左右，那么新增社融全年增速约在 8.0% 左右。

图 3：中票与国债信用利差（%）

图 4：影子银行贷款增速回升（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

影子银行

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、企业短贷持续爆发，居民仍然稍弱

2022年3月份新增信贷增速回升，企业信贷上行，居民信贷疲弱，企业贷款中短期贷款大幅上行。新冠疫情影响了部分房地产需求和居民消费需求，居民信贷仍然低增长。企业贷款结构并不理想，但快速上行的短期贷款说明企业资金较为紧张，部门企业得到长期贷款仍然较为困难。

从居民信贷来看，3月份居民长贷新增7424亿元，居民长贷低于去年同期。3月份居民短贷业回升，但短期贷款和长期贷款增速均处于负增长，居民消费整体受到疫情影响走低。居民长贷3月份增长了3735亿元，疫情影响下居民的购房热情同样受到打击。

从企业信贷来看，企业中长期贷款增速回落速度减缓。央行对于实体经济、中小微企业以及碳改革企业的信贷都较为支持，宽松的金融环境已经形成。企业长贷继续下滑一方面是实体经济需求较弱，另一方面银行贷款限制，部分企业信贷获得仍然有困难，企业短期贷款大幅上行，说明企业资金需求仍然存在，而转化到长期贷款有困难。

3月份企业贷款2.48万亿，其中长贷1.34亿，比去年同期增加148亿元，短贷8089万亿，同期增加了4341亿元，1-3月份我国企业短贷和长贷增速分别为85.8%和-11.6%。

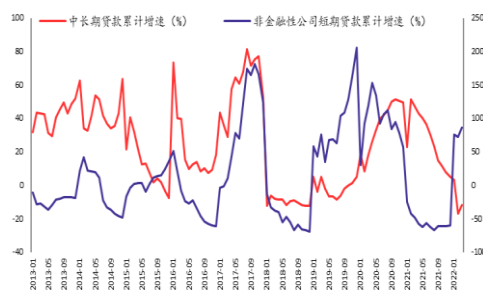
经济增长仍然需要信贷的支持，影子银行继续上行，表内贷款回升，预计全年新增贷款约为22万亿，那么全年贷款增速约为10%左右。

图5：居民长期贷款弱势（%）

图6：企业贷款回升（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

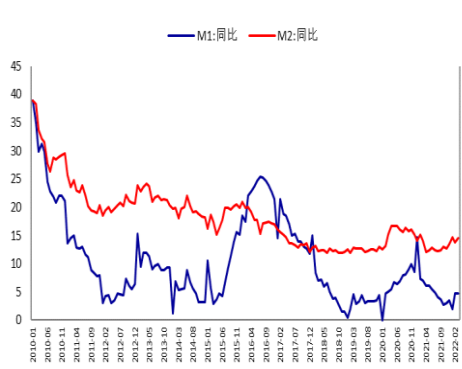
三、社融和 M2 匹配度显示宽松需持续

3 月份央行货币操作平稳，M1 增速平稳，M2 增速继续回升。M1 显示企业资金紧张程度，3 月份企业资金与上个月持平。存款在 3 月份快速上行带动了 M2 走高，M2 新增 5.6 万亿，其中居民和企业存款增加 4.4 万亿。3 月份 M1 增速为 4.7%，与上月持平，M2 增速 9.7%，比上个月上行 0.5 个百分点。

M2 缓慢上行，M2 回升是居民存款上升的结果，同时金融机构购买债券推动了 M2 小幅上行。3 月份 M1 保持平稳，企业资金状况在 3 月份没有明显变化。1 季度 M1 和 M2 继续走高，货币投放加快，金融活化程度加快。

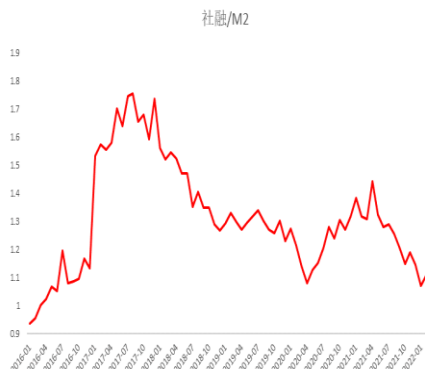
我国央行货币操作调整口径已经明确，宽信用和宽货币是政策的选择，宽松货币组合的效果会逐步显现。社融和 M2 的比例继续回落，说明现阶段金融相对于实体经济仍然较为紧张，需要进一步的宽松。

图 7: M1、M2 增速回升 (%)



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

图 8: 社融/M2 回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、宽信用继续，货币政策处于观察期

2021 年 1 季度在高基数下完成信贷增长。央行在连续 1 个月内两次下调 LPR 利率，同时进行了降准、下调公开市场操作利率，并且降准可能没有结束。央行的政策释放速度显示了稳增长的决心。

表 1: 12 月以来货币政策变化

日期	利率	货币政策基调
20211206	全面降准：下调存款准备金率 0.5 个百分点。	(1) 中央经济工作会议：财政与货币政策要协调联动； (2) 央行货币委员会 4 次例会：发挥好货币政策工具总量和结构双重功能； (3) 2022 年央行年会：主动推出有利于经济稳定的货币金融政策。
20211206	定向降息：央行下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点。	
20211215	国常会：(1) 普惠小微企业贷款延期还本付息工具转为普惠小微带看支持工具；(2) 将普惠小微信用贷款纳入支农支小贷款，可增加带贷款额度。	
20211220	降息：2020 年 4 月首次下调 1 年期利率，LPR 下行 0.05 个百分点，1 年期 LPR 至 3.8%，5 年不变。	
20220117	公开市场降息：下调 MLF 利率 0.1 个百分点至 2.85%，下调 OMO 利率 0.1 个百分点至 2.1%。	
20220120	再次降息：2020 年 4 月首次下调 5 年期利率。1 年期 LPR 下行 0.1 个百分点至 3.7%，5 年期 LPR 下调 0.05 个百分点至 4.6%。	

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

对于影响信贷市场较多的房地产信贷也有所放松。房地产调控有所收敛，房地产相关金融产品监管放松，尤其是保障房信贷的放松会持续支持信贷回升。

表 2: 房地产政策放松

时间	部门	内容
20210924	央行	货币委员会第三季度例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”
20210929	央行和银保监会	房地产金融工作座谈会进一步提出“准确抱我和执行好房地产金融审慎管理制度…金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”
20211219	央行和银保监会	《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，出险企业项目的并购贷款不再计入“三道红线”和房地产贷款集中度相关指标计算口径
20220120	住建部2022年工作计划	明确提出住房和城乡建设是最大的国内消费市场，充分释放居民住房需求，重申房住不炒，“因城施策”促进房地产业良性循环
20220208	央行和银保监会	《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》，明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

央行稳增长的决心和动力仍然较足，着力促进信贷的发放，并且1季度运行良好，信贷回升会带来经济的缓步上行。虽然3月份央行并无降准降息出现，但宽信用仍然在持续。鉴于美联储已经在收缩货币的过程中，在美联储加息缩表的时刻，央行降息的效果可能并不好，预计上半年央行降息有所谨慎。同时通胀预期有所走高，下半年央行货币政策可能一定程度受到通胀压制，央行的货币操作会面临更加复杂的环境。综上，宽信用仍然是政策的重点，下半年宽货币的可能性要高过上半年。

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_40263

