

2022年3月新增社融4.65万亿，新增人民币信贷3.3万亿，社融余额同比10.6%，增速较前月走高0.4个百分点，增幅创去年以来的新高，大超市场预期。

➤ 信用主要宽在政府端（政府债券）和企业端（短贷、票据以及中长贷）

3月新增社融同比多增1.3万亿，其中政府债券（同比多增约4000亿）、短贷和表内票据（同比多增约7600亿）、表外票据（同比多增约2600亿）几乎贡献本月社融所有的增幅。

同时企业中长贷同比增速转正，也是社融修复非常重要的驱动风向。

但居民信贷仍偏弱，3月居民信贷依然同比收缩约3900亿元，其中居民中长贷同比收缩2500亿元，居民短贷同比收缩1394亿元。

➤ 当前宽信用的目标在扩基建并稳中小企业

首先，委托贷款和信托贷款同比多增，其中1532亿元的同比增长几乎可以说是2018年资管新规以来的单月最大增幅。委托贷款和信托贷款主要流向基建和地产，因而这两项非标融资改善，意味着基建或地产融资在边际上有所修复。

其次，企业中长贷3月相较2月显著改善。企业中长贷过半流向基建，再加上3月政府专项债发行节奏偏快，或说明今年3月基建预算内和预算外融资均有明显扩量。同时结合居民信贷和民营房企融资并未好转，本月委托和信托贷款改善或同步印证3月基建融资放量。

另外，表内票据和短贷，净融资量1.5万亿，几乎持平于2020年3月，大幅超越历史其他时期，这种非正常节奏的放量的目的也可以类比2020年一季度，即在疫情影响经济情况下，为支持中小微企业而投放的特定流动性。

➤ 接下来宽信用期待什么？静待地产信用复苏

中国稳增长有三个明显环节，基建、地产和消费，年初稳增长的主线在于基建实质性放量，地产政策进一步宽松目前数据正在逐步兑现这一判断。

回溯当前信用扩张，一季度社融反弹均受基建融资支撑，只不过相对1月，3月社融还有天量表内外票据支撑，用于平稳中小企业现金流。这一点与增值税退税抵补政策效果不谋而合，本质上也是一种类财政操作。所以至今我们看到的稳增长依然重点在财政。

展望未来，我们期待二季度进一步跟进地产宽松政策，直到地产数据企稳。毕竟地产是中国系统重要性部门，目前海外流动性收紧、国内疫情冲击，双重压力下今年国内尚不能承受地产失速下滑。

➤ 风险提示：疫情发展超预期；地产宽信用不及预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

目 录

1 信用宽在哪里？企业和政府.....	3
2 信用缘何而宽？扩基建并稳中小企业.....	3
3 当前宽信用意味着什么？静待地产修复.....	5
4 风险提示.....	7
插图目录.....	8

4月11日，央行公布3月金融数据。3月新增社融4.65万亿，新增人民币信贷3.3万亿，社融余额同比10.6%。2月社融同比10.2%，3月社融同比较前月走高0.4个百分点。

3月国内疫情影响仍在深化，新增社融录得4.65万亿，并且社融存量增速自去年以来的最大幅度上行，着实超越市场预期。

对于这一超预期的社融，我们不访问三个问题：信用宽在哪里，缘何而宽，当前宽信用意味着什么？

1 信用宽在哪里？企业和政府

3月社融扩张的结构非常清晰：政府债券、表内票据和短贷、表外票据，企业中长期贷款。

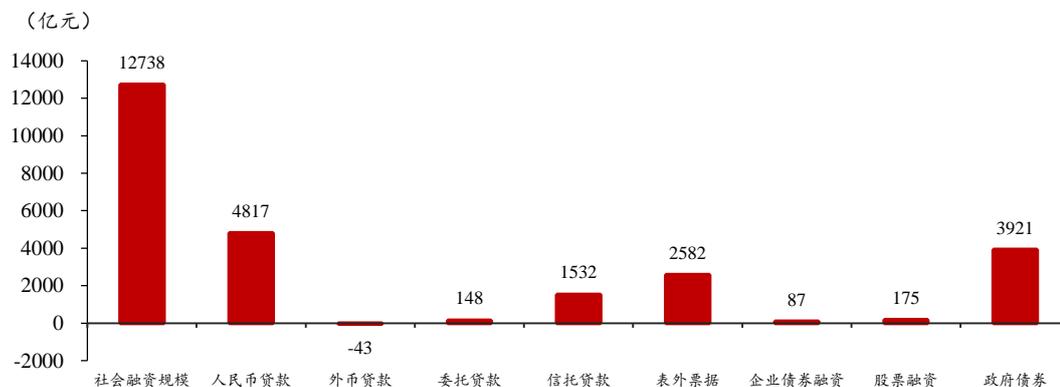
3月新增社融同比多增1.3万亿，其中政府债券同比多增近4000亿元，表内短贷和票据同比多增月7600亿元，表外票据同比多增月2600亿元，基本100%贡献本月社融同比多增。

3月企业中长贷同比多增148亿元，同比增速1.1%，较上月-54%的同比增速显著改善。由此来看，本月企业中长贷也是社融修复非常重要的驱动风向，值得充分重视。

再来看居民部门，3月居民信贷依然同比收缩约3900亿元，其中居民中长贷同比收缩2500亿元，居民短贷同比收缩1394亿元。

简而言之，3月社融主要宽在政府端（政府债券）和企业端（短贷、票据以及中长贷）。居民部门信贷仍未见显著修复。

图1：2022年3月社融及各分项同比多增



资料来源：wind，民生证券研究院

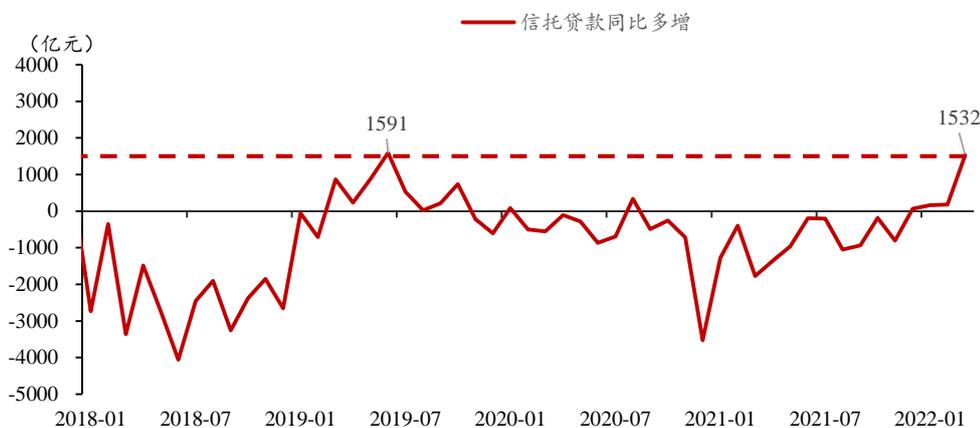
2 信用缘何而宽？扩基建并稳中小企业

除了企业贷款、政府债券之外，本月还有两个社融分项也有微幅正向增长，委托和信托贷款。尤其信托贷款，本月融资显著改善，1532亿元的同比增长几乎可以说是2018年资管新规以来的单月最大增幅。

作为两个典型非标融资，资管新规以来信托和委托贷款持续缩减规模。然而今年缩幅明显放

缓。我们知道委托贷款和信托贷款主要流向基建和地产，因而这两项非标融资改善，意味着或基建，或地产融资在边际上有所修复。

图 2：2022 年 3 月信托贷款同比明显多增



资料来源：wind，民生证券研究院

先看居民信贷。

仍然同比收缩的居民中长贷和短贷，指向 3 月房地产销售未见显著起色，高频数据已有同步印证。民营房企融资也未有明显改善，典型指标是民营企业债券发行持续低迷。**可见本月委托和信托贷款同比增长，大概率不是起因房地产融资改善。**

再看企业中长贷。

3 月企业中长贷较 2 月显著改善。我们企业中长贷过半流向基建，再加上 3 月政府专项债发行节奏偏快。这两块融资告诉我们一则信息，**今年 3 月基建预算内和预算外融资均有明显扩量。既然本月委托和信托贷款改善并非起因地产，那么本月委托和信托贷款改善同步印证 3 月基建融资放量。**

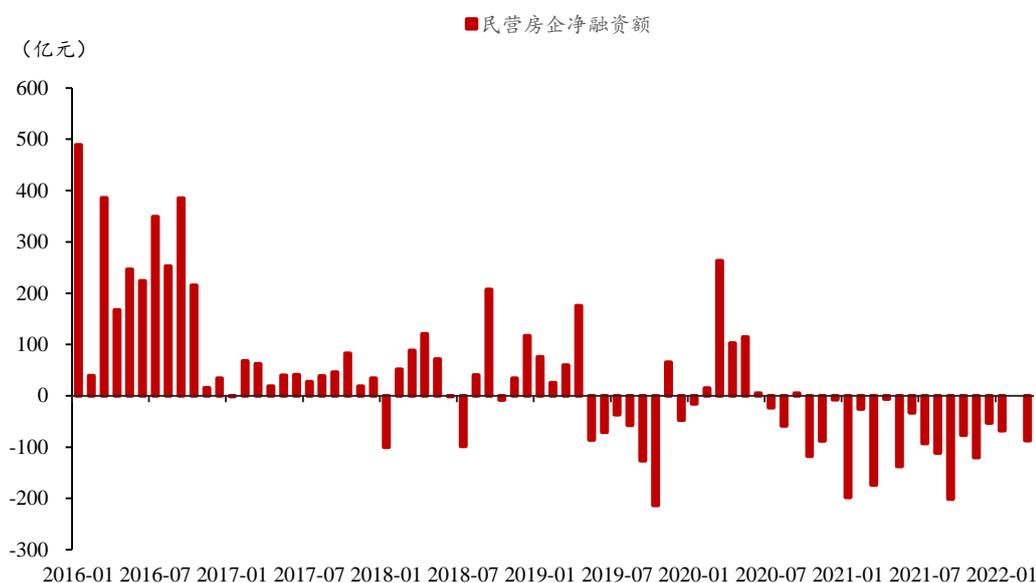
最后看表内外票据和短贷。

一般情况下，我们将表内外票据和短贷理解为银行信贷冲量的重要工具。然而在特殊时期，例如 2020 年 3-5 月，表内外票据和短贷以极罕见的规模放量。

例如 2020 年 3 至 5 月，表内票据和短贷新增融资分别是 1.6 万亿、0.6 万亿和 0.5 万亿，累计三月投放 2.7 万亿，大大超过同期水平。表外票据也有类似表现。

对比 3 月表内票据和短贷，净融资量 1.5 万亿，几乎持平于 2020 年 3 月，也是大幅超越历史其他时期。**这种非正常节奏的放量，我们更将此理解为支持中小微企业而投放的特定流动性。刚好 3 月疫情对经济的冲击，影响直逼 2020 年一季度。**

最后理解 3 月超预期社融扩张，穿透到底层无非两项，一是基建融资扩张，对应企业中长贷、政府债券、委托和信托贷款起量；二是针对中小微企业特定流动性投放，对应表内外票据，以及短贷扩张。

图 3：2022 年 3 月民营房企债券融资仍未见好转


资料来源：wind，民生证券研究院

3 当前宽信用意味着什么？静待地产修复

我们团队之前反复提到，中国稳增长有三个明显环节，基建、地产和消费。年初稳增长的主线在于基建实质性放量，地产政策进一步宽松。目前数据正在逐步兑现这一判断。

我们还在之前专题《那些年，我们经历的抗疫政策》中指出，中国有效的抗疫政策实际上只有两块，财政扩张和地产修复。回溯这轮信用扩张，1月社融反弹，3月社融扩张，均受基建融资支撑。只不过相对1月，3月社融还有天量表内外票据支撑，用于平稳中小企业现金流。这一点与增值税退税抵补政策效果不谋而合，本质上也是一种类财政操作。所以至今我们看到的稳增长依然重点在财政。

展望未来，我们期待二季度进一步跟进地产宽松政策，直到地产数据企稳。毕竟地产是中国系统重要性部门，目前海外流动性收紧、国内疫情冲击，双重压力下今年国内尚不能承受地产失速下滑。

图 4：地产是中国系统性重要部门

维度	解释
GDP	• 房地产业增加值占 GDP 比重约 7% (2019 年)
投资	• 房地产开发投资占整体投资比重约三成 (2021 年)
就业	• 房地产业关系 12% 城镇居民就业 (2019 年)
财政	<ul style="list-style-type: none"> • 土地出让金除以税收，比重已经在 50% (2021 年) • 2010 年以来，土地出让金已经构成地方政府收入的 40%~50%
金融	<ul style="list-style-type: none"> • 居民资产配置占比高：初步估算，现阶段中国居民总资产中房地产占比至少达 60%。 • 占信贷比重高：房地产信贷占商业银行贷款近三成 • 占社融比重高：社融中每年有约 10 万亿流向地产（含居民部门信贷）。

资料来源：民生证券研究院

4 风险提示

1) 疫情发展超预期。若本轮疫情影响范围和时间超过预期，会导致使得年内经济下行压力进一步加大，加剧社融向中小企业倾斜，同时房地产销售会受制于疫情迟迟无法恢复，进一步挫伤地产企业融资，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

2) 地产宽信用不及预期。若地产政策放松不及预期，如房地产销售持续低迷，会导致房地产信用资质进一步恶化，从而导致部门宽信用迟迟不及预期，导致社融后续回升不及预期，导致经济稳增长可能也不及预期。

插图目录

图 1：2022 年 3 月社融及各分项同比多增.....	3
图 2：2022 年 3 月信托贷款同比明显多增.....	4
图 3：2022 年 3 月民营房企债券融资仍未见好转.....	5
图 4：地产是中国系统性重要部门.....	6

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001