

# 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减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)

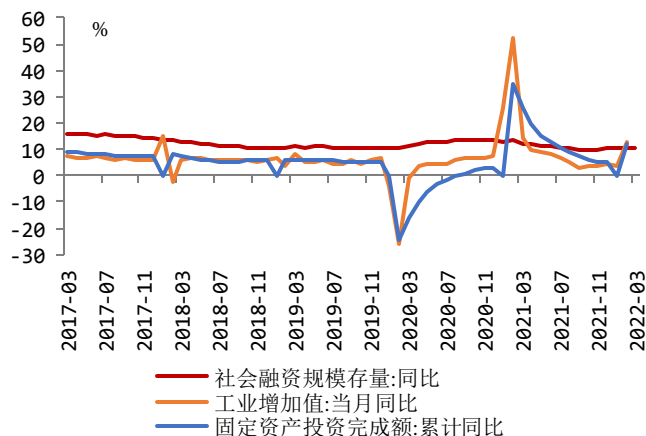
3月，社融存量增速、M2增速都有所回升，社融增量及新增人民币贷款均超预期，但疫情持续对居民和企业端形成影响，后续货币政策将继续精准发力，与财政政策协同发力拉动消费和有效投资。

## 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。

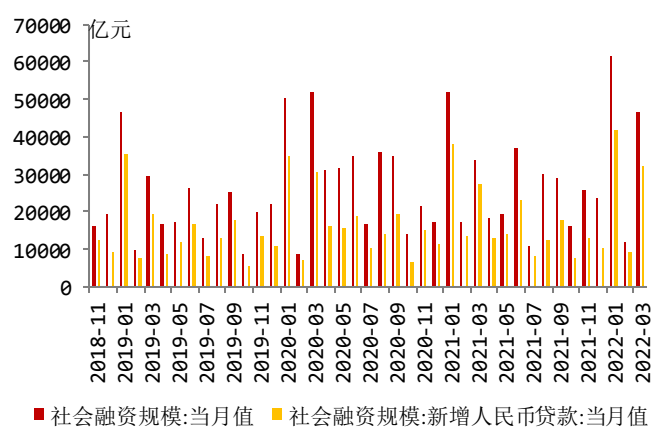
4月6日，李克强主持召开国务院常务会议，主要针对三大方面做相关工作部署。一是从五大方面稳定市场预期，保持资本市场平稳健康发展。货币政策上，仍坚持不搞“大水漫灌”，加大对实体经济的支持；政策稳定性上，再次提到“防止出台不利于市场预期的政策”；资本市场上，按照市场化法治化国际化原则稳妥处理运行中的问题，并营造稳定透明可预期的市场环境；市场信心上，提到将“采取针对性措施来提振市场信心”。二是对特困行业实施纾困和就业兜底政策。三是适时运用货币政策工具，更有效地支持实体经济。总量上依然采用“加大稳健货币政策实施力度，保持流动性合理充裕”的表述，结构上进一步体现货币政策的精准性，主要从三个角度出发，一是增加支农支小再贷款，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

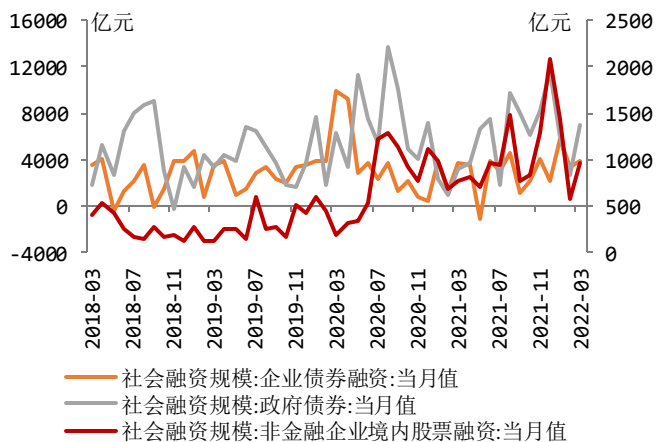


数据来源：wind、西南证券整理

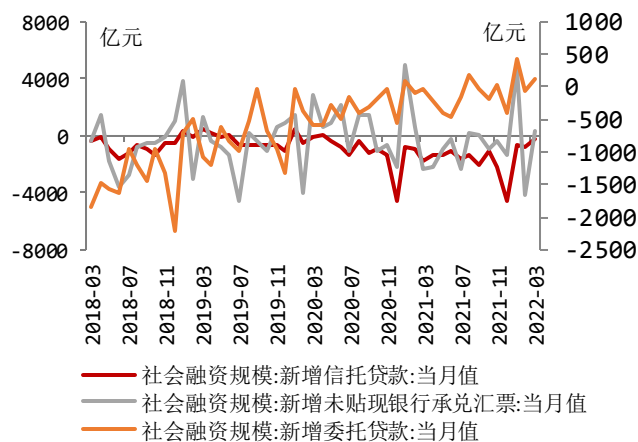
## 2 新增政府债券融资仍高，表外融资有所回暖

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，上交所和深交所在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**


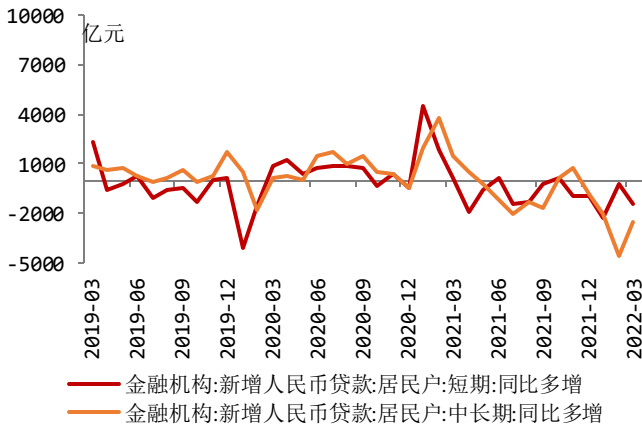
数据来源: wind、西南证券整理

### 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。

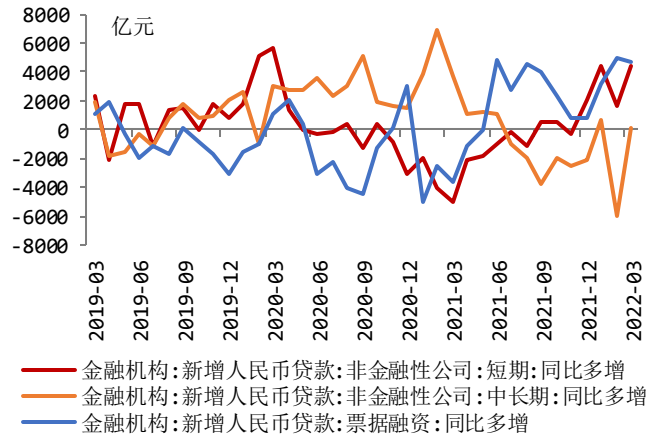
**疫情影响下，3 月居民新增中长期贷款、短期贷款同比少增。**3 月，住户贷款增加 7583 亿元，同比少增 3989 亿元，但环比 3 月多增 1.10 万亿元。与预期一致，疫情持续影响居民贷款，居民新增短期贷款上月转为负值后，本月新增 3848 亿元，同比少增 1394 亿元，较 2020 年同期少增 1296 亿元；3 月居民新增中长期贷款由负转正，增加 3735 亿元，同比少增 2504 亿元，较 2020 年同期少增 1003 亿元，持续的散点疫情影响居民购房热情，3 月末央行发布的《2022 年第一季度城镇储户问卷调查报告》显示，未来三个月，17.9% 的居民打算购房，这一比例与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

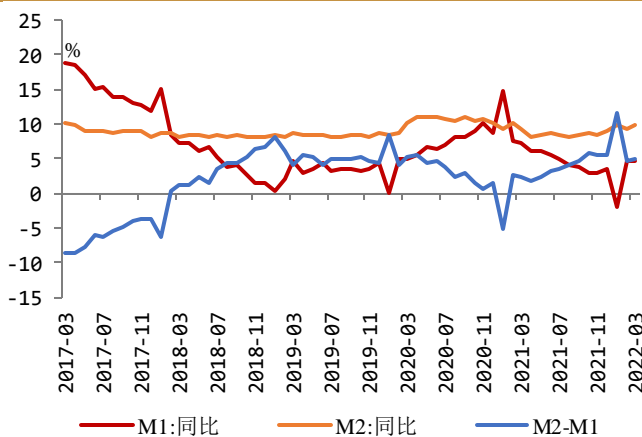


数据来源：wind、西南证券整理

## 4 M2 增速回升，企业居民存款增加

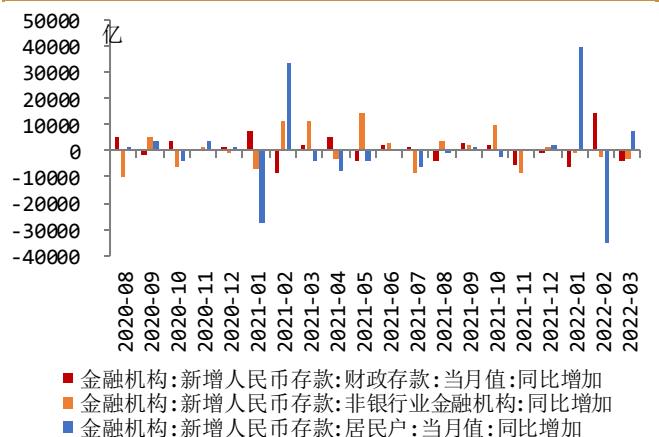
剪刀差小幅扩大，M2 增速超过预期。3 月末，广义货币(M2)余额 249.77 万亿元，同比增长 9.7%，高于市场预期，受存款多增以及基数效应等因素影响，增速分别比上月末、去年同期高 0.5 个百分点、0.3 个百分点。3 月新增存款 4.49 万亿元，同比多增 8577 亿元。其中，受积极财政政策，财政支出提前的影响，3 月财政性存款减少 8425 亿元，同比多减 3571 亿元；3 月非银金融机构存款减少 6320 亿元，同比多减 3040 亿元；企业投资仍处观望态度，非金融企业存款增加 26511 亿元，同比多增 9221 亿元；疫情下居民消费和购房意愿较低，居民存款增加 27023 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



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：3 月居民存款同比多增明显



数据来源：wind、西南证券整理

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn