

“宽信用”仍处初期

——2022 年 3 月金融数据点评

3 月我国新增社融 4.65 万亿（预期值 3.63 万亿），新增人民币贷款 3.13 万亿（预期值 2.64 万亿），M2 同比增长 9.70%（预期值 9.13%），均显著高于市场预期。

一、信贷：结构仍待改善

3 月新增人民币贷款环比大幅增加 1.9 万亿，同比增加 4,000 亿，结构环比改善，但仍然延续了企业强、居民弱和短贷强、长贷弱的格局。这指向信贷总量高增主要与“宽信用”政策下银行加大投放力度有关，居民和企业的信贷需求未有实质性改善。

一是企业融资需求仍以短贷为主，中长贷回暖幅度有限。3 月新增企业贷款同比增加 8,800 亿，环比增加 1.24 万亿。一方面，企业中长贷在 2 月同比大幅少增 5,948 亿后，本月边际企稳，同比小幅多增 148 亿。另一方面，企业短期融资（短贷和表内票据）表现明显好于中长贷，同比多增 9,053 亿。其中短贷当月增加 8,089 亿，同比多增 4,341 亿；表内票据融资当月增加 3,187 亿，同比多增 4,712 亿。

二是居民信贷持续疲弱。3 月居民贷款同比减少 3,490 亿，已连续 5 个月负增长，但下滑幅度边际收敛。受疫情影响，居民消费场景和意愿受限，短贷跌幅扩大（同比减少 1,394 亿）。居民中长贷由负转正，当月增加 3,735 亿，但同比仍然减少 2,504 亿，跌幅较上月（4,572 亿）有所收窄，指向房地产市场预期仍然疲弱。

总体看，一季度信贷同比增加 6,700 亿，较去年同期多增 957 亿，较去年四季度增加 8,236 亿。其中企业中长贷同比少增 5,200 亿，相较

去年同期 1.43 万亿的正增长仍有较大差距，但较去年四季度 6,500 亿的跌幅有所收窄。

二、社融：非标和政府融资支撑

3 月新增社融 4.65 万亿，创下当月历史第二高值，仅次于 2020 年。新增社融环比大幅增加 3.46 万亿，同比增加 1.27 万亿。从贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自非标 (33.6%)、信贷 (31.5%)、政府债券 (30.9%) 和企业直融 (2.1%)。

一是非标融资显著改善。非标融资当月新增 133 亿，环比增加 5,186 亿，同比增加 4,262 亿。其中，未贴现银行承兑汇票增加 286 亿，由于基数效应同比大增 2,582 亿，对社融形成显著支撑；信托贷款-259 亿元，为 2020 年 5 月以来最小降幅，同比少减 1,532 亿；委托贷款当月也小幅增长 106 亿。信托和委托贷款的改善，指向压降非标的力度有所收敛。

二是政府融资再度提速。3 月新增政府债融资环比增加 4,330 亿至 7,052 亿元，创年内新高，并在去年同期的高基数上进一步增加 3,921 亿。预计未来两个季度政府债发行将维持高位，落实国常会专项债“去年提前下达的额度 5 月底前发行完毕，今年下达的额度 9 月底前发行完毕”的要求。

三是企业债券融资增速同比有所放缓。3 月企业直接融资新增 4,852 亿，同比增加 262 亿，同比增量较上月回落 1,651 亿。尽管企业债券融资在去年高基数下同比仅多增 87 亿；企业股权融资新增 958 亿，同比小幅增加 175 亿。

三、货币：广义流动性缺口边际收敛

3 月 M2 同比增速环比增加 0.5pct 至 9.7%，主要受财政支出加速、信贷总量扩张以及居民储蓄意愿提升推动。当月财政存款减少 8,425 亿，同比减少 3,571 亿；企业存款增加 2.65 万亿，同比增加 9,221 亿；居民存款增加 2.7 万亿，同比大增 7,623 亿。M1 同比增速保持 4.7% 不变，或疫情冲击及与房地产销售低迷相关。M2-M1 增速剪刀差环比增加 0.5pct 至 5%。同时，社融-M2 增速剪刀差环比下降 0.1pct 至 0.9%，广义流动性缺口边际收敛。

四、债市影响：收益率窄幅震荡

3 月社融数据发布后，市场短暂上行 1-3bp，但迅速趋于平稳，整体波动不大，10 年国债活跃券在 2.8%-2.81% 窄幅震荡。市场对于超预期社融数据反应平淡源于以下原因：

一是经济预期走弱带动货币政策宽松预期发酵。尽管单月社融规模超预期，但多地爆发大规模疫情，房地产市场形成明显拖累，市场对于上半年经济增长明显悲观，市场对于后续稳增长需要保持宽松的货币环境存在预期。

二是利空因素尚不构成对流动性的实质影响。境外加息周期对国内货币政策的大幅放松或有掣肘，但尚无实质影响，银行间流动性从 3 月以来始终保持中性偏松，利率中枢无明显波动，7 天回购利率中枢保持在 2.09% 的政策利率水平附近。在短端利率和流动性没有实质改变的情况下，3 月以来债券市场收益率虽波动加剧，但中枢不变，10 年国债仍围绕 2.8% 利率中枢上下震荡。

五、前瞻：“宽信用”仍处初期

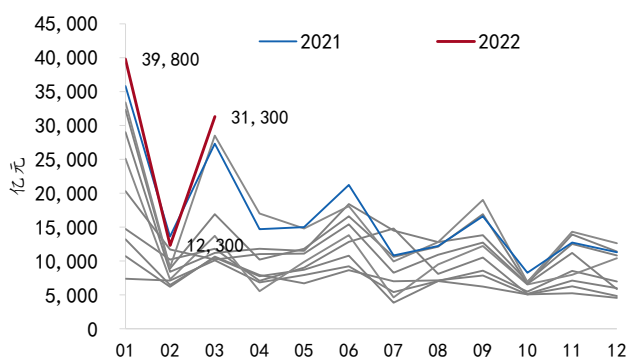
总体而言，3 月金融数据总量明显回暖，但结构性上隐忧仍存。“宽

信用”仍然处于初期阶段，表现为信用总量的扩张主要源自政策的托举，而非需求及预期的改善。政府部门融资提速，但企业部门融资的改善主要受到短贷和票据支撑，居民部门融资仍然低迷。4月6日国常会指出“要适时灵活运用多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持”，未来“稳增长”政策加码仍然可期。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 田地 张巧栩)

图 1：3 月信贷增量超预期

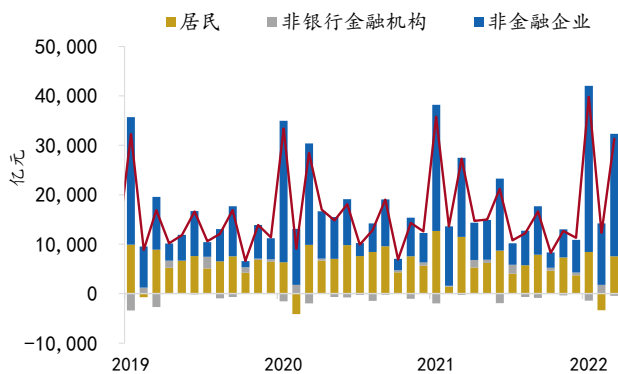
信贷的季节性



资料来源：WIND、招商银行研究院

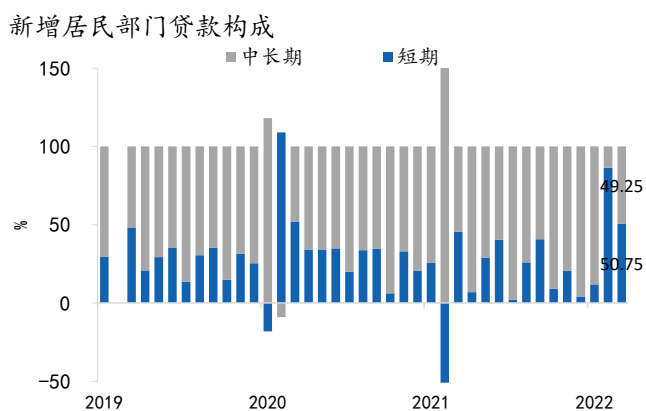
图 2：新增人民币贷款及构成

新增人民币贷款及构成



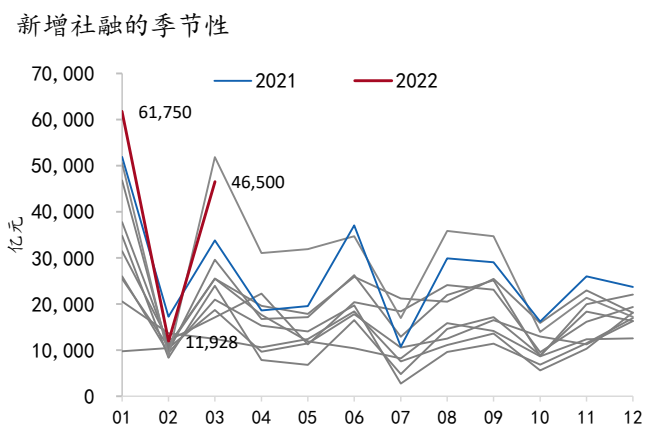
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 5: 3 月社融增量创历史第二高



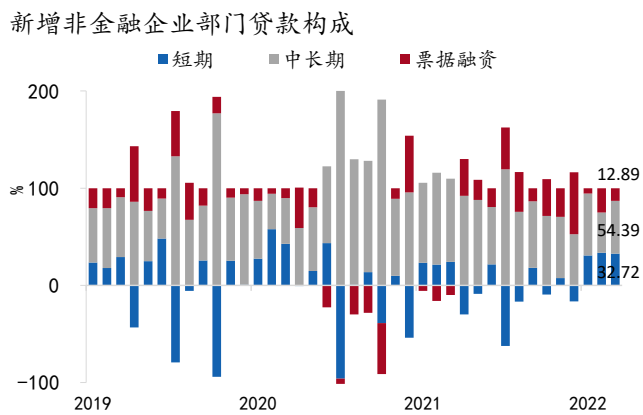
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 7: 3 月 M2-M1 剪刀差收敛



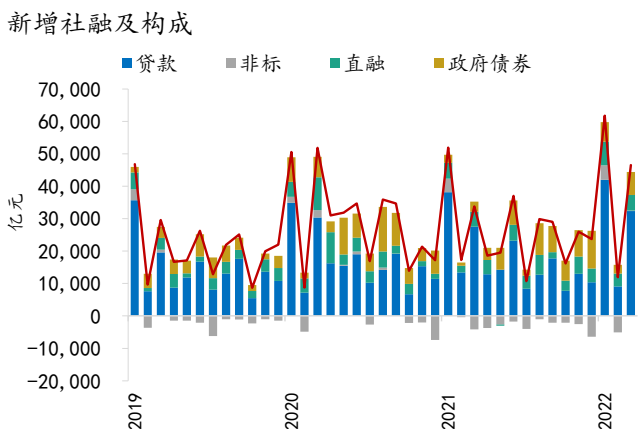
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比



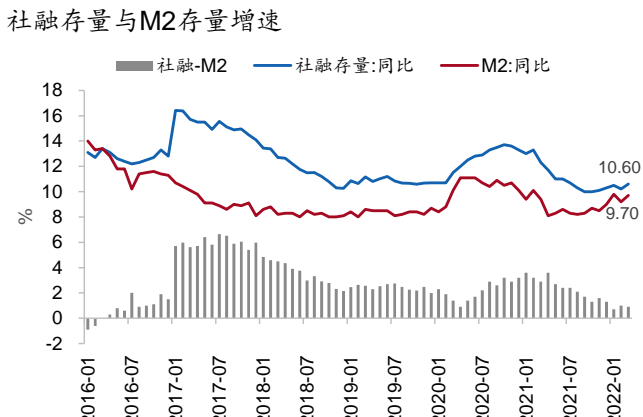
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 6: 新增社融及构成



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 8: 社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源: WIND、招商银行研究院