



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，我们不妨问三个问题：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。

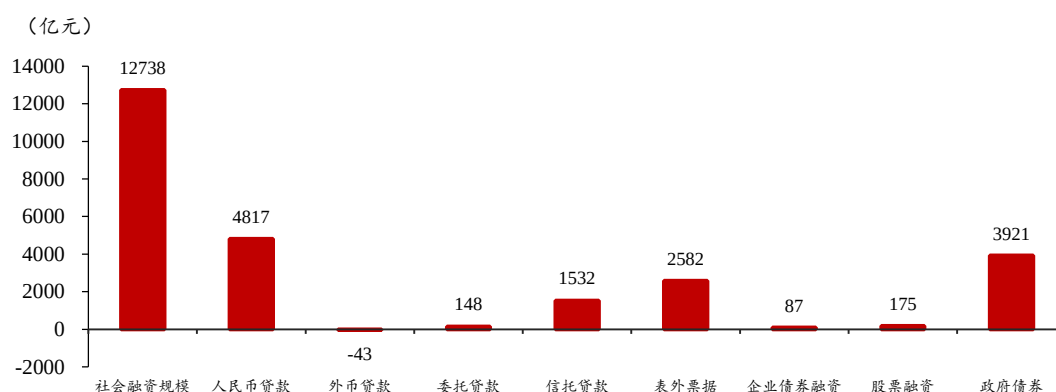
3月新增社融同比多增1.3万亿，其中政府债券同比多增近4000亿元，表内短贷和票据同比多增月7600亿元，表外票据同比多增月2600亿元，基本100%贡献本月社融同比多增。

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

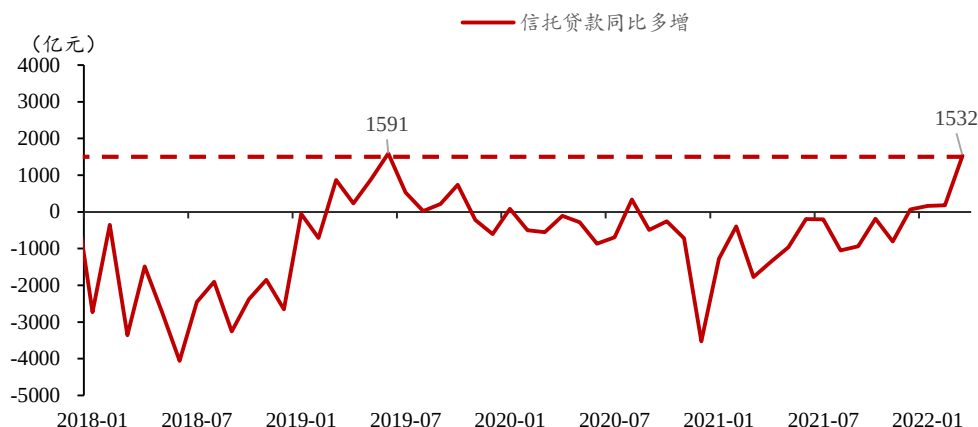
2 信用缘何而宽？扩基建并稳中小企业

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容。**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。

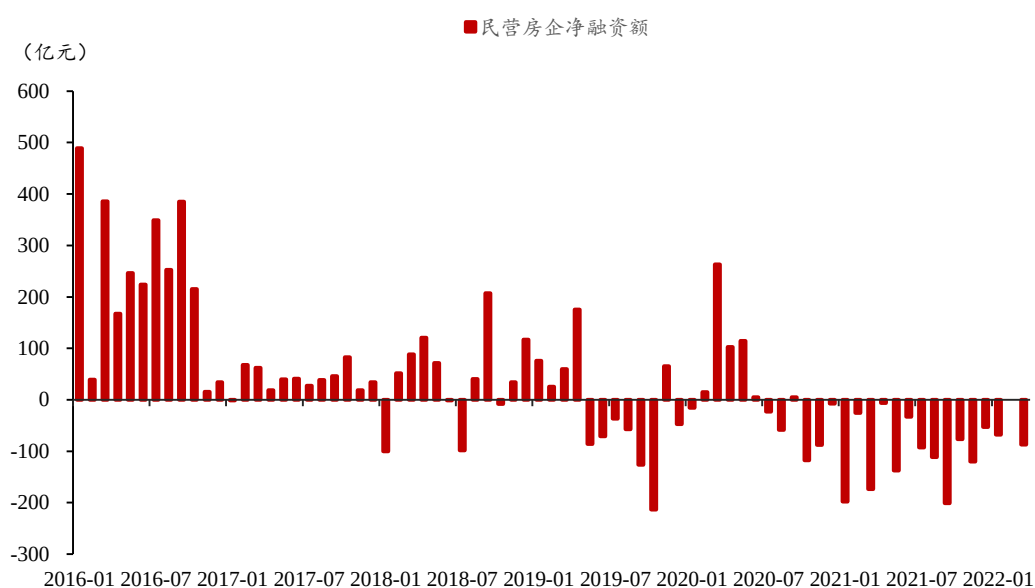
最后看表内外票据和短贷。

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	• 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	• 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

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_40198

