

社融超预期，信贷存结构性隐患

——3月金融数据点评

相关研究：

1. 《实体经济动能下降，票据冲量迹象渐显》 2021.08.16
2. 《社融整体仍处相对底部，分项表现值得关注》 2021.11.15
3. 《社融增速或起底回升，然信贷结构欠佳》 2022.01.14
4. 《社融超预期，信贷迎来开门红》 2022.02.11
5. 《实体经济疲弱，政策加码可期》 2022.04.13

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

3月社会融资规模4.65万亿元，同比多增1.28万亿元；新增人民币贷款3.13亿元，同比多增3951亿元；3月M2同比增长9.7%，M1同比增长4.7%。

□ 信贷超预期，然结构性问题突出

伴随去年年底货币政策宽松信号的释放，社融规模和新增人民币贷款在今年年初表现亮眼。3月份社融和人民币贷款大幅反弹至4.65万亿元和3.23万亿元，同比多增1.27万亿元和0.48万亿元。虽然前三个月社融数据起起落落，但一季度整体而言，社融总量和新增人民币贷款较去年同期水平所有增加，分别多增1.72万亿元和0.43万亿元。

但结构性问题仍然突出，例如实体经济真实的生产性融资需求偏弱，民营企业融资能力不及国企，以及地产行业衰弱态势延续等。尽管政府稳经济决心坚定，财政货币政策持续加码，然而从信贷层面来看，政策的传导效果有待进一步加强，一是要努力疏通宽货币到宽信用传导链条上的堵点，二是要努力解决信贷深层次问题，包括如何稳定市场预期、引导信贷更多流向中小微企业，以及避免房地产市场信贷塌方等。

□ 表外融资环境边际好转

新增委托贷款、新增信托贷款和新增未贴现承兑汇票均边际改善，3月同比增长幅度分别达到148亿元、-217亿元和2582亿元，而上月同比增量为26亿元、-651亿元和-4867亿元。伴随资管新规过渡期结束，预计未来影子银行对社融的支撑力会边际加强。尽管表外融资市场环境有所好转，但是表外融资能力仍非常有限，3月份表外三项融资规模合计133亿元，仅占社融规模0.29%，同样与信贷规模比较也不足其1%。对于纾困民企融资难、融资贵的问题影响甚微。

□ 企业债券融资需求不旺

3月份债券融资规模占社融23.54%，其中政府债券融资显著高于企业债券融资，政府债券融资规模为7052亿元，较上月大幅增长4330亿元，支撑基建逆周期发力。企业债券融资规模为3894亿元，较上月小幅增长517亿元，较去年同期也仅增83亿元，从上月同比2021亿的水平大幅回落。在企业债券融资数据走弱的背后也反映出实体经济需求不旺的现状。

□ 风险提示

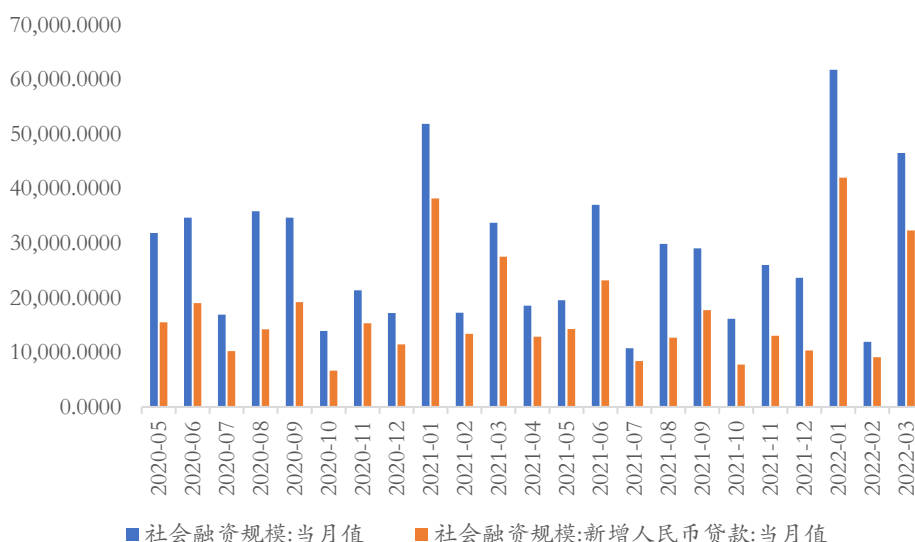
政策超预期；疫情超预期。

1 信贷超预期，然结构性问题突出

伴随去年年底货币政策宽松信号的释放，社融规模和新增人民币贷款在今年年初表现亮眼，而2月份又超预期回落，3月份的社融数据又强势反弹。社融和新增人民币贷款在今年一季度反映出波动加剧的特征。今年1月，社融和新增人民币贷款规模分别达到6.18万亿元和4.20万亿元，同比多增0.98万亿元和0.38万亿元；2月份社融和人民币贷款急速退坡至1.19万亿元和0.91万亿元，同比少增0.53万亿元和0.43万亿元；3月份社融和人民币贷款大幅反弹至4.65万亿元和3.23万亿元，同比多增1.27万亿元和0.48万亿元。

虽然前三个月社融数据起起落落，但一季度整体而言，社融总量和新增人民币贷款较去年同期水平所有增加，分别多增1.72万亿元和0.43万亿元。

图1 社融和新增人民币贷款规模（亿元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

3月新增人民币贷款超预期增长，作为社融中占比最高的一项，信贷投放平均占比在65%左右。从信贷结构可以发现几个特征：一是民营企业获得信贷规模显著少于国有企业，平均来看以民营企业占绝大多数的小微企业可获得的贷款规模仅为信贷总量的四分之一左右，且其中大部分都流向了国有企业，这一趋势并没有逆转的迹象。

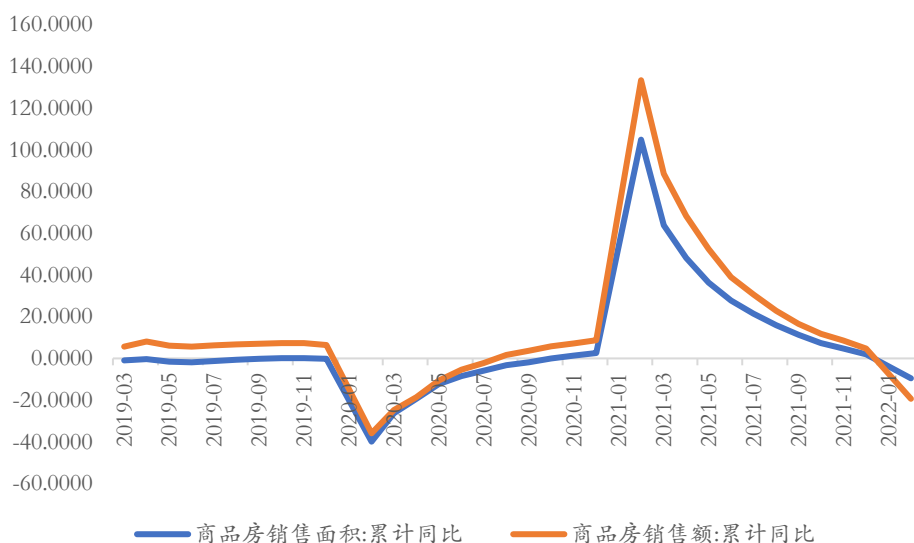
表 1 小微企业贷款余额及占比（亿元）

	金融机构:小微企业贷款余额	金融机构:各项贷款余额	占比
2021-12	500,000.0000	1,926,902.8100	25.95%
2021-09	489,000.0000	1,894,591.0400	25.81%
2021-06	476,000.0000	1,854,976.7100	25.66%
2021-03	456,600.0000	1,804,131.3700	25.31%
2020-12	427,000.0000	1,727,452.0700	24.72%
2020-09	420,000.0000	1,693,665.4000	24.80%
2020-06	407,000.0000	1,651,998.5800	24.64%
2020-03	389,000.0000	1,602,089.2200	24.28%
2019-12	369,000.0000	1,531,123.2000	24.10%
2019-09	363,900.0000	1,499,247.4550	24.27%
2019-06	356,300.0000	1,459,691.4700	24.41%

资料来源：湘财证券研究所、Wind

二是企业经营性支出需求不旺。企业扩大产能和生产设备更新的需求往往对应于企业中长期贷款，企业中长期贷款视为实体经济真实的生产性融资需求。而从数据表现看，企业中长期贷款需求明显弱于短期贷款，今年 1 月份企业中长期贷款同比多增 600 亿元，而企业短期贷款同比多增 4345 亿元，2 月份企业中长期贷款同比减少 5948 亿元，短期贷款同比多增 1614 亿元，3 月份企业中长期贷款同比多增 148 亿元，而企业短期贷款同比多增 4341 亿元。

三是地产销售形势依然严峻。居民户中长期贷款主要对应于个体工商户的经营贷以及按揭需求，且按揭的融资需求大于经营贷。数据显示，近期居民户的中长期贷款需求正在萎缩，1 月同比减少 2024 亿元，2 月同比减少 4572 亿元，3 月同比继续减少 2504 亿元。居民中长期融资需求的疲软也反映了当前地产销售市场的惨淡，2 月份商品房销售面积和销售额累计同比双双由正转负，分别录得-9.6%和-19.3%。尽管近期地产政策边际宽松，因城施策大力推进，银行也出台了房贷延期缴付最高 6 个月的优惠政策，然而在疫情反复、居民收入端未获改善叠加市场预期减弱的背景下，房地产行业也可能面临“哀莫大于心死”的困境。

图 2 商品房销售面积和销售额累计同比 (%)


资料来源：湘财证券研究所、Wind

整体而言，虽然信贷数据有所起色，但结构性问题仍然突出，例如实体经济真实的生产性融资需求偏弱，民营企业融资能力不及国企，以及地产行业衰弱态势延续等。尽管政府稳经济决心坚定，财政货币政策持续加码，然而从信贷层面来看，政策的传导效果有待进一步加强，一是要努力疏通宽货币到宽信用传导链条上的堵点，二是要努力解决信贷深层次问题，包括如何稳定市场预期、引导信贷更多流向中小微企业，以及避免房地产市场信贷塌方等。

2 表外融资环境边际好转

近期表外融资出现边际转好的迹象。新增委托贷款、新增信托贷款和新增未贴现承兑汇票均边际改善，3月同比增长幅度分别达到148亿元、-217亿元和2582亿元，而上月同比增量为26亿元、-651亿元和-4867亿元。伴随资管新规过渡期结束，预计未来影子银行对社融的支撑力会边际加强。尽管表外融资市场环境有所好转，但是表外融资能力仍非常有限，3月份表外三项融资规模合计133亿元，仅占社融规模0.29%，同样与信贷规模比较也不足其1%。从历史高频数据观测，表外融资规模以负增长居多，反映了伴随影子银行监管趋严，银信合作新规、委托贷款新规、资管新规等多措并举导致的表外融资规模大幅萎缩。通常表外融资是民营企业获得资金的重要来源，

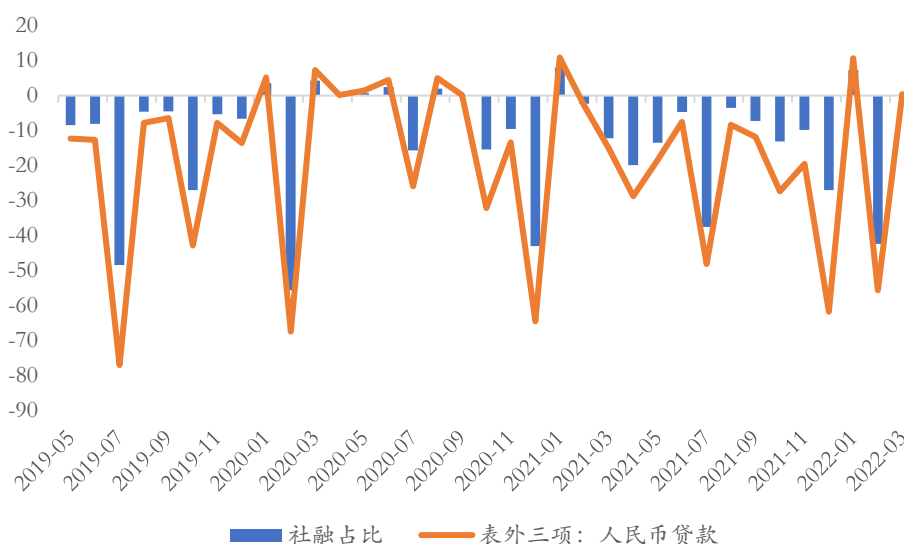
而未来表外融资环境的改善理论上有利于民企融资环境的改善，但从实际融资规模上看仍然杯水车薪，且表外融资资金成本高于表内融资，对于纾困民企融资难、融资贵的问题影响甚微。

表 2 表外融资规模同比增量（亿元）

	新增委托 贷款:当月 值	新增信托 贷款:当月 值	新增未贴 现银行承 兑汇票: 当月值	新增委托 贷款同比	新增信托 贷款同比	新增未贴 现银行承 兑汇票同 比
2022-02	-74.00	-751.00	-4,228.00	26	-651	-4867
2022-03	106.00	-259.00	286.00	148	-217	2582

资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 3 表外融资整体规模较小（%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

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_40267

