



高瑞东：社融再度放量，政策仍需护航



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东

2022 年 4 月 11 日，中国人民银行公布 2022 年 3 月货币金融数据。人民币贷款新增 3.13 万亿元，同比多增 4000 亿元，前值 1.23 万亿；社融新增 4.65 万亿元，同比多增 1.27 万亿元，前值 1.19 万亿，存量同比增速 10.6%，前值 10.2%；M2 增速 9.7%，前值 9.2%。

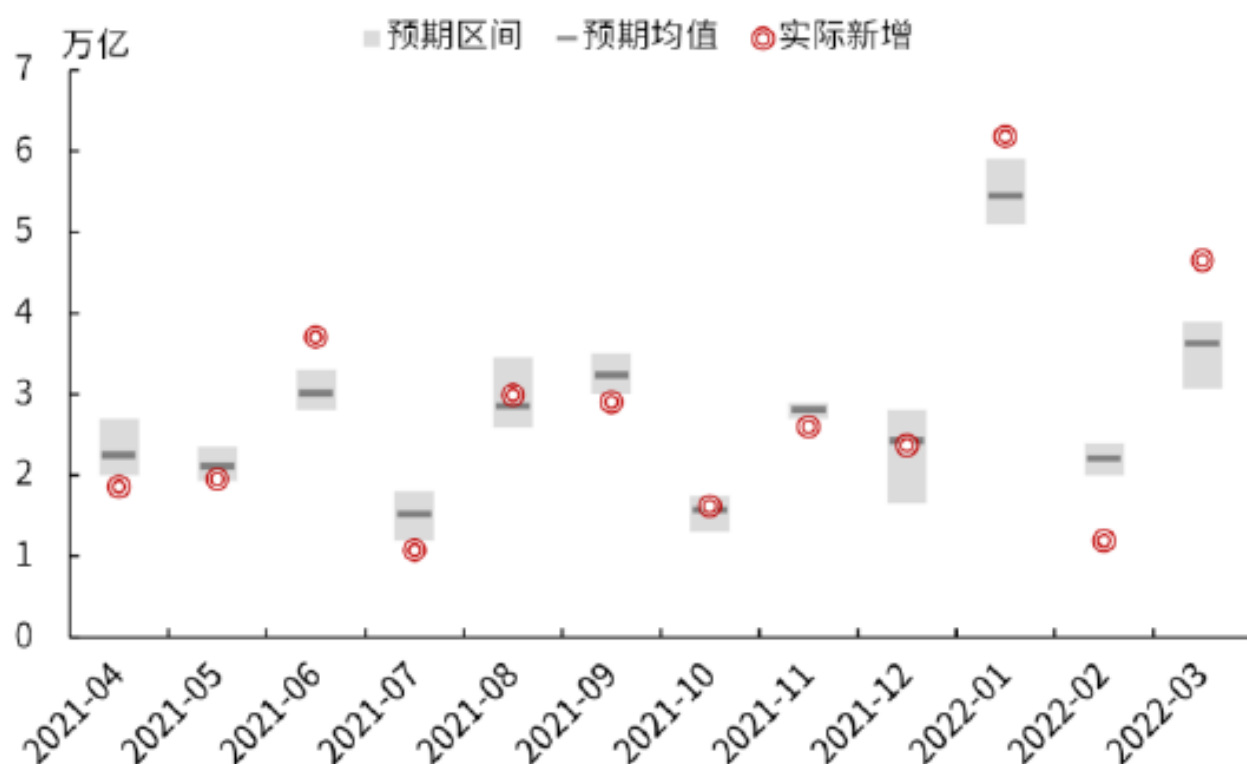
3 月融资数据明显高于市场预期和去年同期水平，今年以来，新增融资在明显高于和低于市场预期之间反复切换，可能主要源于在“融资供给充足、实体需求疲弱”背景下的政策力度调整。展望来看，新增融资依然呈现出明显的短期化特征，融资供给充足而中长期融资需求疲弱的态势仍未改变，表明宽信用的持续性仍然需要政策助力，既有赖于政策对传统融资需求中合理部分的释放，又有赖于托底政策对被动收缩需求的弥补。随着房地产领域居民和企业端融资政策的进一步优化，以及基建项目陆续落地对配套融资的带动，预计宽信用将在一波三折中逐渐兑现。

一、融资波动加大，需求仍未企稳

从融资总量上来看，3 月新增社融和信贷明显高于市场预期和去年同期水平。今年以来，新增融资在明显高于和明显低于市场预期之间反复切换，可能主要源于在“融资供给充足、实体需求疲弱”背景下的政策力度调整。总的来看，今年一季度社融新增 12.06 万亿元，同比多增 1.77 万亿元；信贷新增 8.34 万亿元，同比多增 0.67 万亿元，融资规模在总量层面较为符合预期。

3月新增社融4.65万亿元,明显高于市场预期(Wind一致预期为3.63万亿元),与2020年同期新增社融基本相当,大幅高于2021年新增社融。3月新增信贷3.13万亿元,明显高于市场预期(Wind一致预期为2.64万亿元),小幅高于2020年-2021年同期新增信贷。其中,居民和企业部门新增信贷3.23万亿元,较2021年同期多增5303亿元。

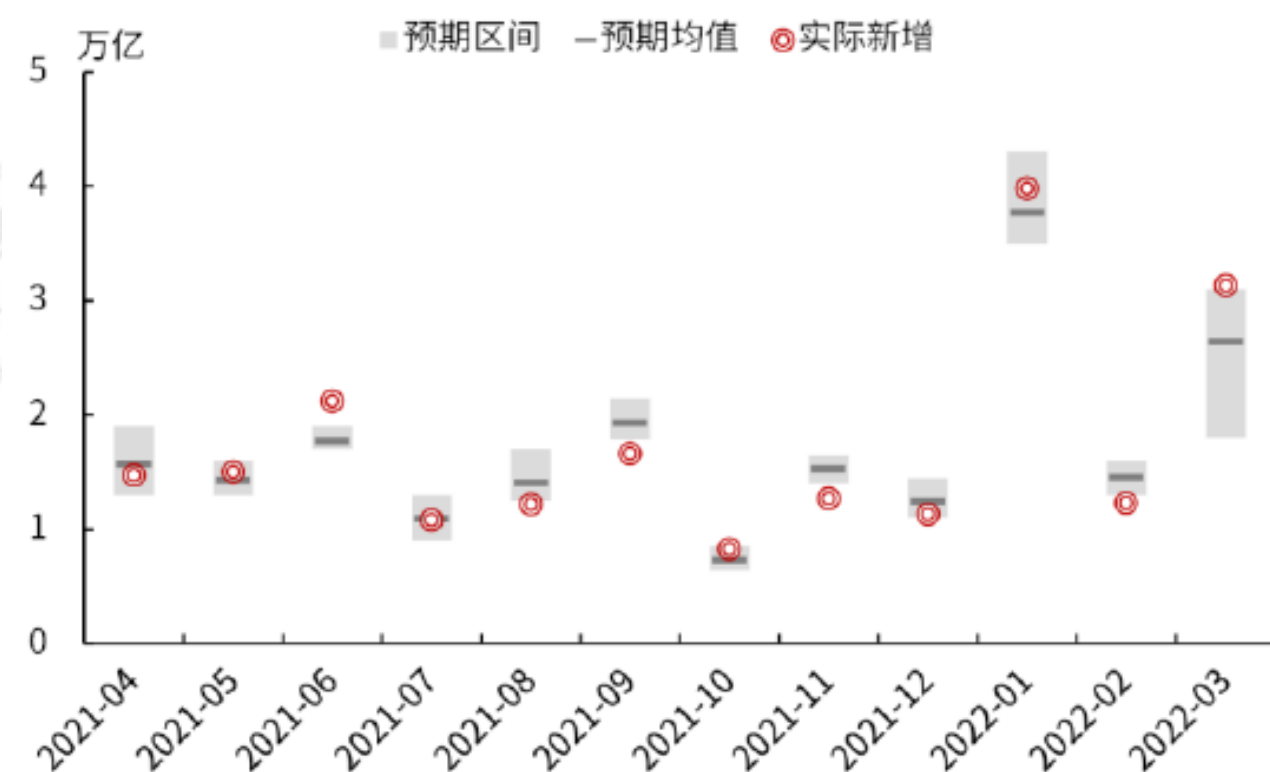
图1: 3月新增社融较预期均值高1.02万亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2022 年 3 月

图 2：2 月新增信贷较预期均值高 4879 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 3 月

社融结构层面，从经济部门视角来看，企业部门是本月新增社融同比多增的主要来源，居民部门净融资持续为拖累项，政府部门净融资的同比拉动作用基本持平前期，“实体弱、政策进”仍是融资的主旋律。

居民部门净融资自 2021 年 11 月以来持续同比少增，且缺口有所扩大，由 2021 年 11 月同比少增 197 亿元逐步走阔至 2022 年 3 月同比少增 3940 亿元。居民部门净融资走弱主要源于两个方面的因素：一方面，房地产销售增速连续下行，居民按揭贷款需求持续萎缩；另一方面，今年 3 月以来，国内疫情扩散范围和新增确诊人数明显扩大，疫情防控对部分消费场景产生明显影响，使得居民消费信贷需求走弱。

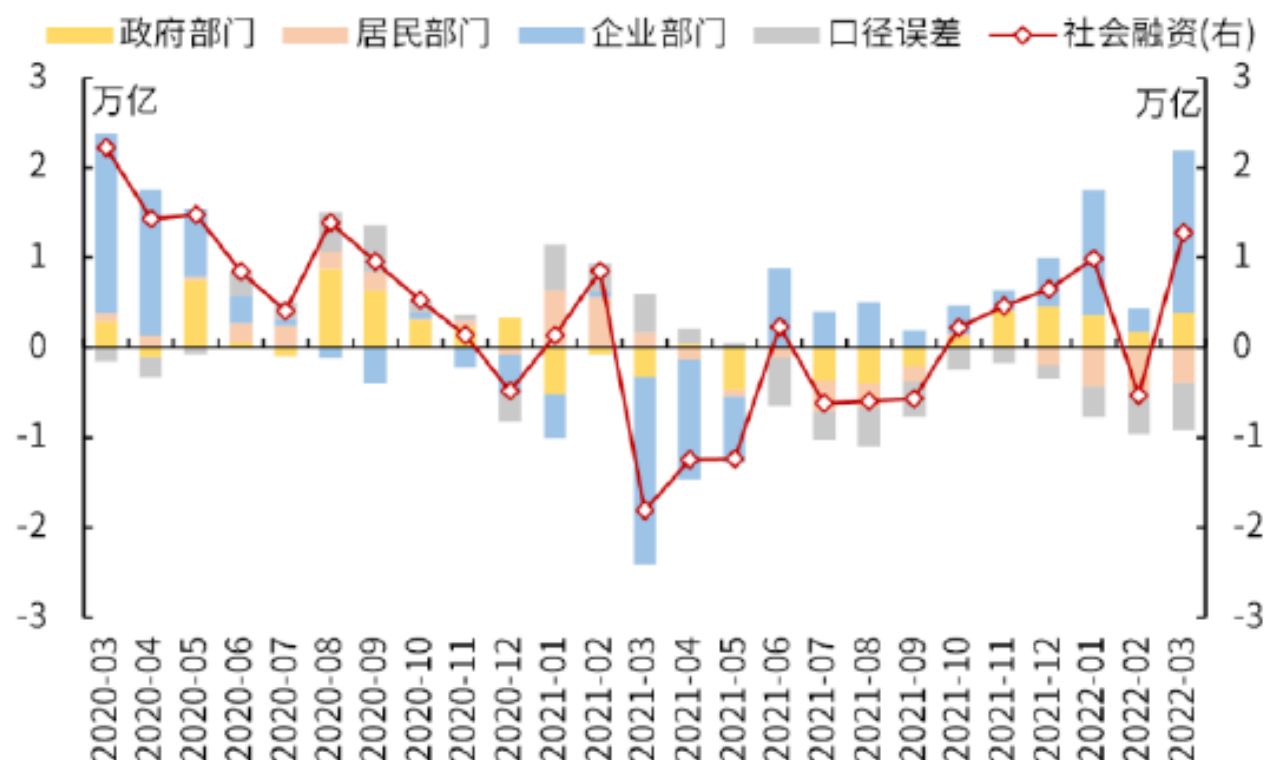
企业部门净融资今年以来波动较大，可能主要受“融资供给充足、实体经济需求疲弱”背景下政策力度反复以及基数等因素影响：一则，去年下半年以来，针对房地产行业的融资监管虽然有所纠正，但房地产行业的信心仍未完全恢复，房地产开发贷款需求依然较为低迷，并且疫情反复等因素也使得企业投资扩产意愿较为有限；二则，稳增长的政策诉求下，信用扩张不及预期便会促使人民银行增强窗口指导意愿，因而，新增融资便在“内生需求不足导致的低增长”和“信用扩张受阻下政策加码导致的高增长”间反复切换。

政府部门的年度净融资额相对来说是较为透明的，3.37 万亿元的赤字额度叠加 3.65 万亿元的专项债新增额度，也就是说，今年政府部门净融资额大约在 7.02 万亿元上下，与去年基本相当，对新增融资的拉动相对有限，因而，政府部门净融资对新增融资的影响，关键在于融资节奏。从目前的政府部门融资节奏来看，今年一季度政府部门净融资额达 1.58 万亿元，占全年预计净融资额的 22.5%，远高于往年同期，也要高于同样稳增长压力较大的 2019 年和 2020 年一季度。

从融资途径视角来看，表内融资、表外融资以及直接融资均实现同比明显多增，推动 3 月新增社融明显超出往年同期。与 2021 年同期相比，3 月表内融资多增 4774 亿元，表外融资多增 4262 亿元，直接融资多增 4183 亿元。其中，社融口径下的新增人民币贷款同比多增 4817 亿元，政府债券融资同比多增 3921 亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增 2582 亿元，信

托贷款同比多增 1532 亿元，是 3 月新增社融超预期的主要推动项。

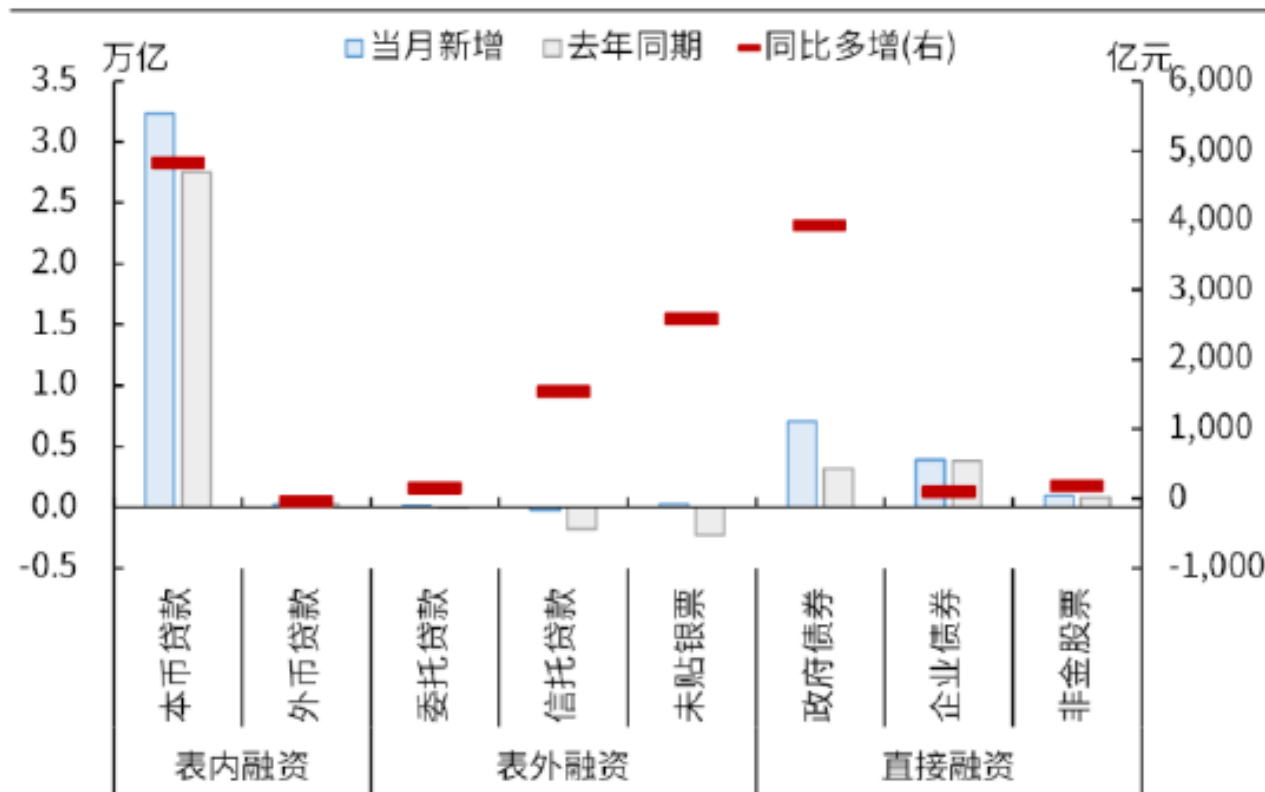
图 3：企业部门净融资同比多增对新增社融形成明显推动



资料来源：iFinD，光大证券研究所

数据说明：图中数据为各经济部门当月净融资额的同比变化，数据截至 2022 年 3 月

图 4：3 月表内、表外以及直接融资均呈现同比明显多增态势



资料来源：iFinD，光大证券研究所

数据截至 2022 年 3 月

信贷结构层面，不考虑非银机构贷款的情况下，居民和企业贷款同比多增 5303 亿元，其中，居民部门同比少增 3898 亿元，企业部门同比多增 9201 亿元。票据融资同比多增 4712 亿元，企业短贷同比多增 4341 亿元，是新增信贷的主要支撑项；居民长贷同比少增 2504 亿元，居民短贷同比少增 1394 亿元，是新增信贷的主要拖累项；除去非银贷款后，2 月新增信贷同比多增 5303 亿元。

居民端来看，一方面，从 30 个大中城市的商品房销售数据来看，无论是销售套数，还是销售面积，今年以来的商品房销售数据相较往年同期仍然较为疲弱，房地产销售数据仍未看到改善。因而，以个人住房按揭贷

款为主的居民中长期贷款延续收缩态势。另一方面，今年 3 月以来，国内疫情在扩散范围和新增确认人数上均有明显上行，疫情防控对部分消费场景产生明显影响，使得居民消费信贷需求走弱。

企业端来看，2 月对公贷款仍然主要靠票据融资和企业短贷支撑，企业中长期贷款需求仍然较为疲弱。一方面，在政策层面对房地产、城投等领域的融资监管仍未明显放松的背景下，中长期信贷投放缺少需求来源；另一方面，在出口景气度回落和国内疫情反复的背景下，实体企业进入主动去库存阶段，投资扩产意愿低迷。中长期信贷需求的回升仍然需要释放商品房的合理需求以恢复房地产行业的信心，另外，积极推动重大项目等基建投资落地也是催生配套贷款的重要途径。

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_40253

