



任泽平：一花独放不是春，
稳增长>防通胀



意见领袖 | 任泽平团队

事件：3 月社会融资规模增量为 4.65 万亿元，比上年同期多增 1.27 万亿元。新增人民币贷款 3.13 万亿元，预期 2.8 万亿元，前值 1.23 万亿元。M2 同比增长 9.7%，预期 9.1%，前值 9.2%。

3 月金融数据大超预期，主要依靠政府债券、表外融资、短期冲量，居民和企业中长期信贷需求仍然疲弱，主因疫情反复、房地产销售下滑、就业形势严峻等。

在不确定性加剧的当下，更需要理性深入思考，抓主要矛盾，稳增长大于对输入性通胀、美联储加息、中美利差收窄、资本流出、外汇贬值等的担忧，经济增长前景改善这些次要矛盾将迎刃而解。

稳增长不能只靠政府财政扩张，关键是房地产软着陆、提振民营经济信心、呵护中小企业、发力新基建，带动制造业和民营企业投资，修复融资需求。

对于稳增长的发力点，一花独放不是春，百花齐放春满园，不能只靠政府专项债发力，要提振市场信心、促进房地产软着陆、加大对实体经济尤其中小企业支持力度等，实现宽信用的乘数效应。



1、2022 年 3 月金融数据呈现以下特点：

1) 3 月存量社融同比增长 10.6%，较上月增长 0.4 个百分点。新增社会融资规模 4.65 万亿元，较上年同期大幅增加 1.27 万亿元。新增社融总量企稳回升，主因政府债发力，表外融资回暖。

2) 金融机构口径信贷增速 11.4%，与上个月持平。企业贷款方面，短贷与票据明显多增、中长期贷款小幅多增，居民贷款方面，短期、中长期贷款均少增。

3) M2 增速 9.7%，较上月上升 0.5 个百分点，M1 增速 4.7%，与上月持平。M2 与 M1 剪刀差扩大，反映实体经济活跃度不足。

4) 从近期政策导向看，政策频繁释放稳增长信号，稳地产、扩财政、宽货币、宽信用。

地产政策方面，房地产是周期之母，房地产稳，则经济稳。房地产产业链长、覆盖面广，关系到居民购房信心、上下游投资和地方财力。今年以来，全国已有超 80 个城市放松了房地产调控政策，但 3 月 30 大中城市商品房成交面积同比下降 47.33%，成交套数下降 47.36%，稳地产政策仍需发力。

财政政策方面，今年已出台的财政政策包括扩大财政支出、增加基建投资、减税降费、实施大规模留抵退税等。但要注意，减税退税以企业有税基为前提，当前很多中小企业没有现金流入，可能存在“无税可抵”的现象；增加基建投资、支持企业投资、提振市场信心等具有宽信用的乘数效应。

货币政策方面，去年四季度到今年初，降准降息，银行信贷额度充足，但居民购房和实体经济融资需求不足。4 月 6 日国常会提出“要适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持”。央行货币政策委员会一季度例会强调“加大稳健的货币政策实施力度”“优化央行政策利率体系”“着力稳定银行负债成本”。

5) 展望未来，稳增长大于防通胀和稳外汇，货币政策将加码“宽货币+宽信用”力度。

当前经济的主要矛盾仍是“稳增长”，关键是房地产软着陆、保市场主体、保就业。美联储加息缩表、中美利差倒挂、物价等因素扰动，货币政策仍坚持“以我为主”。

降准降息等总量政策对于提振市场信心仍有必要，关注4月15日MLF到期后续操作。

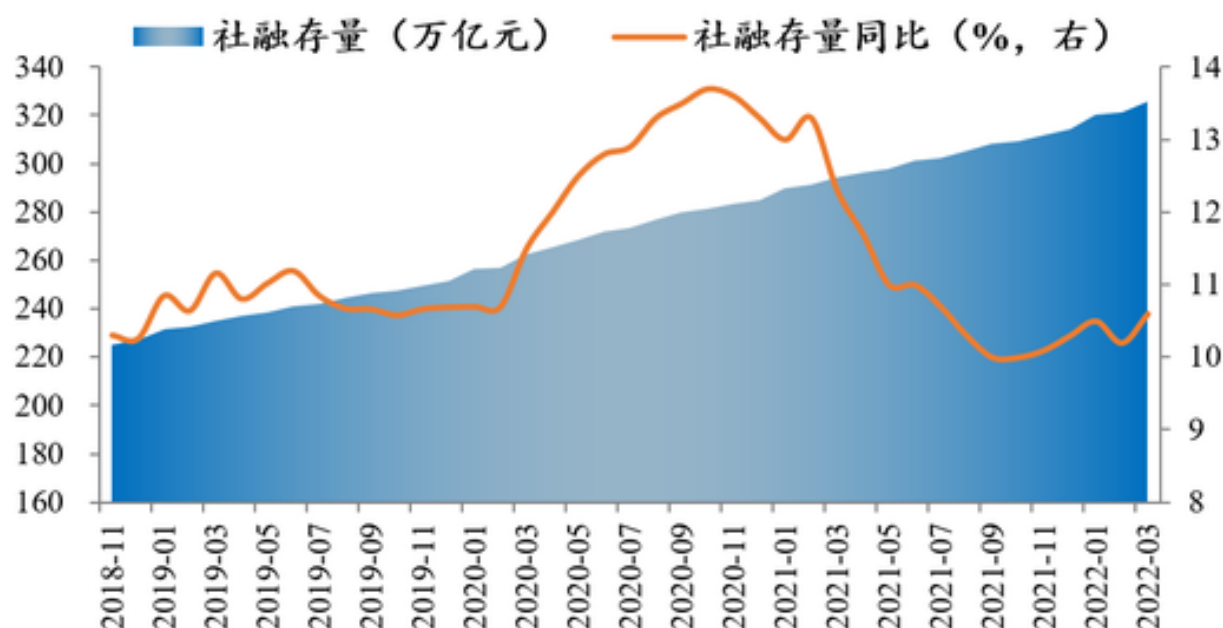
相比于宽货币，宽信用或许更为重要，央行新工具有望落地。国常会重点提及“提升对新市民的金融服务水平”“设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款，人民银行对贷款本金分别提供60%、100%的再贷款支持”。定向再贷款等结构性支持工具有望落地。

2、3月存量社融增速10.6%，较上月增长0.4个百分点，新增社融企稳回升

3月存量社融规模325.64万亿元，同比增长10.6%，较上月提高0.4个百分点。新增社会融资规模4.65万亿元，较上年同期大幅增加1.27万亿元。

新增社融总量企稳回升，供给端，年初银行信贷额度充足，叠加政策放松并购贷等限制，银行加大信用派生；需求端，主要依靠地方政府发债、大型国有企业融资需求修复等，但由于房地产风险释放，银行对民营企业、中小企业风险偏好较低。

图表：3 月社融增速较上月提高 0.4 个百分点



资料来源：Wind，泽平宏观

从社融结构来看，政府债券、表外融资发力明显，信贷修复。

1) 表内信贷多增，总量修复、结构表现仍不佳。3 月社融口径新增人民币贷款 32328 元，同比多增 4817 亿元，主因票据融资、企业短贷支撑。

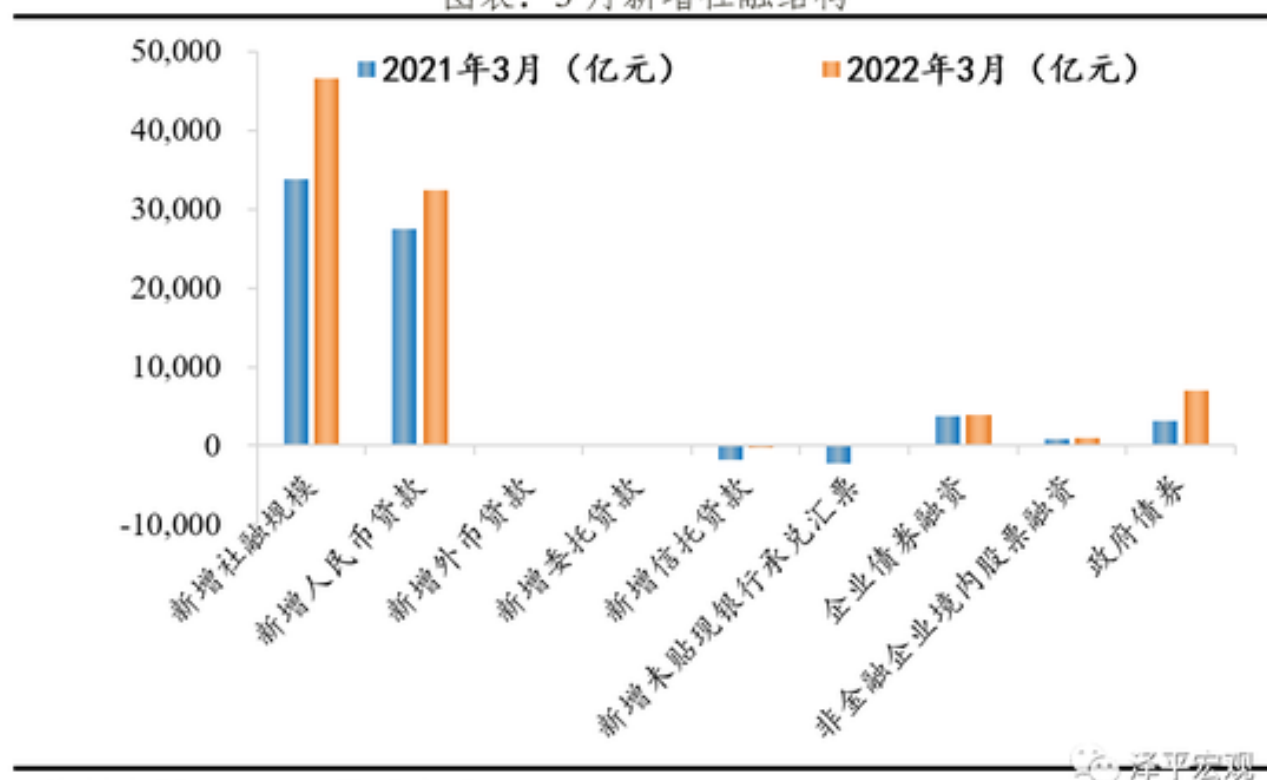
2) 表外融资回暖。3 月表外融资增加 133 亿元，同比多增 4262 亿元。其中，新增未贴现票据增加 286 亿元，同比大幅多增 2582 亿元，3 月银行结束大幅票据冲量行为，月末票据利率上行，企业贴现意愿下降导致未贴现票据增加。新增信托贷款减少 259 亿元，同比大幅少减 1532 亿元，主因本月信托发行规模回暖，叠加去年同期受监管影响的低基数效应。委托贷款增加 106 亿元，同比多增 148 亿元。

3) 财政靠前发力，政府债券融资大幅多增。3 月政府债券净融资 7052

亿元，同比多增 3921 亿元。一季度以来，共发行新增专项债规模 1.3 万亿元，约占 1.46 万亿元提前批额度的 89%，高于 2019 年和 2020 年同期的 82% 和 83%。按照国常会要求，为扩大有效投资，今年下达的专项债额度将在 9 月底前发行完毕，预计二三季度迎来专项债发行高峰。

4) 直接融资方面，企业债券与股票融资同比小幅多增。3 月企业债券净融资 3894 亿元，同比多增 87 亿元。基建发力带动企业相关配套融资，从结构上看，城投债融资持续发力，地产债融资边际回暖。3 月新增股票融资 985 亿元，同比多增 175 亿元，3 月国内股市呈现下行态势。

图表：3 月新增社融结构



资料来源：Wind，泽平宏观

3、金融机构口径信贷增速止跌，但结构仍然不佳，企业和居民中长期贷款需求不足

总量上, 3 月金融机构口径信贷余额同比增速为 11.4%, 与前值持平。

3 月金融机构口径新增人民币贷款 3.13 万亿元, 同比多增 4000 亿元。贷款增速同比继 5 个月连续下降后止跌。

企业贷款方面, 短贷与票据明显多增、中长期贷款小幅多增。3 月新增企业贷款 2.48 万亿元, 同比多增 8800 亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资同比分别多增 4341 亿元、148 亿元、4712 亿元。代表企业真实融资需求的中长期贷款继上月大幅少增后本月转为小幅多增, 短期贷款与票据维持大幅多增, 整体来看企业融资总量企稳但结构难言改善, 企业真实融资需求仍待提振。

居民贷款方面, 短期、中长期贷款均少增。3 月新增居民贷款 7539 亿元, 同比少增 3940 亿元。其中, 短期贷款新增 3848 亿元, 同比少增 1394 亿元, 3 月疫情多发, 供应链受阻, 对居民短期消费造成直接冲击, 服务业 PMI 指数环比下降 3.2 个百分点至 48.4%, 3 月乘用车零售同比增速跌幅扩大至-10.5%。3 月居民中长期贷款新增 3735 亿元, 同比少增 2504 亿元, 3 月 30 大中城市商品房成交面积同比下降 47.33%, 成交套数下降

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_40258

