



2021年4月12日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com

3月社融总量高增，但结构仍待改善

内容提要

央行公布 2022 年 3 月金融数据：1) 中国 3 月社会融资规模增量为 4.65 万亿元，比上年同期多 1.28 万亿元，预期增 3.63 万亿元，前值 1.19 万亿元；3 月末，社会融资规模存量为 325.64 万亿元，同比增长 10.6%；2) 中国 3 月新增人民币贷款 3.13 万亿元，预期 2.64 万亿元，前值 1.23 万亿元；3) M2 同比 9.7%，市场预期 9.1%，前值 9.2%；M1 同比 4.7%，前值 4.7%。

3 月社融信贷延续 1-2 月的“总量佳、结构弱”的特征，稳增长政策加力支撑高增量，信贷条件宽松但需求仍显不足，企业短贷和票据融资冲量仍是信贷多增主要贡献，企业中长期贷款边际略有好转，居民新增中长贷转正但加杠杆仍然乏力，实体融资需求仍待改善。信用扩张短期仍受融资主体约束，房地产预期偏弱、旧经济融资主体受束缚、新经济项目挖掘难是主因，信用企稳但扩张未至。

往后看，信用的扩张仍需看到地产政策的进一步放松，疫情外生冲击下政策仍需继续在地产端和信用端积极发力，房地产需求侧政策调整预期升温，货币政策仍处于宽松窗口期，美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，但人民币汇率偏强、和国内通胀可控下外部约束有限，房贷加点利差的下调也起到一定降息效果，二季度开工旺季或现流动性缺口，降准仍有空间。

风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期





一、事件

央行公布 2022 年 3 月金融数据：

1) 中国 3 月社会融资规模增量为 4.65 万亿元，比上年同期多 1.28 万亿元，预期增 3.63 万亿元，前值 1.19 万亿元；3 月末，社会融资规模存量为 325.64 万亿元，同比增长 10.6%；

2) 中国 3 月新增人民币贷款 3.13 万亿元，预期 2.64 万亿元，前值 1.23 万亿元；

3) M2 同比 9.7%，市场预期 9.1%，前值 9.2%；M1 同比 4.7%，前值 4.7%。

图 1：金融数据一览（亿元，%）

	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06
当月新增社融	46500	11928	61750	23682	25983	16176	29026	29893	10752	37017
新增人民币贷款	31300	12300	39800	11300	12700	8262	16600	12200	10800	21200
社融存量同比 (%)	10.6	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	10.7	11.0
(当月同比变化)										
社会融资规模	12738	-5315	9866	6490	4628	2247	-5667	-5960	-6176	2336
新增人民币贷款	4817	-4329	3806	-1108	-2288	1089	-1416	-1488	-1830	4153
居民短贷	-1394	-220	-2272	-985	-969	154	-175	-1348	-1425	100
居民中长贷	-2504	-4572	-2024	-834	772	162	-1695	-1312	-2093	-1193
企业短贷	4341	1614	4345	2043	-324	549	552	-1196	-156	-960
企业中长贷	148	-5948	600	-2107	-2470	-1923	-3732	-2037	-1031	1019
票据融资	4712	4907	3193	746	801	2284	3985	4489	2792	4851
委托贷款	148	26	337	143	66	1	295	592	1	10
信托贷款	1532	185	162	67	-803	-186	-939	-1046	-204	-194
未贴现票据	2582	-4867	-169	797	242	203	-1489	-1314	-1186	-2411
企业债券融资	87	2021	1912	1731	3166	-2	-179	990	733	241
政府债券	3921	1705	3589	4548	4158	1236	-2050	-4050	-3639	58

资料来源：Wind，优财研究院



二、 点评

3 月社融信贷延续 1-2 月的“总量佳、结构弱”的特征，稳增长政策加力支撑高增量，信贷条件宽松但需求仍显不足，企业短贷和票据融资冲量仍是信贷多增主要贡献，企业中长期贷款边际略有好转，居民新增中长贷转正但加杠杆仍然乏力，实体融资需求仍待改善。信用扩张短期仍受融资主体约束，房地产预期偏弱、旧经济融资主体受束缚、新经济项目挖掘难是主因，信用企稳但扩张未至。

往后看，信用的扩张仍需看到地产政策的进一步放松，疫情外生冲击下政策仍需继续在地产端和信用端积极发力，房地产需求侧政策调整预期升温，货币政策仍处于宽松窗口期，美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，但人民币汇率偏强、和国内通胀可控下外部约束有限，房贷加点利差的下调也起到一定降息效果，二季度开工旺季或现流动性缺口，降准仍有空间。

1. 社融信贷总量高增，但结构仍然偏弱

3 月新增社融和信贷放量并超预期，社会融资规模 46500 亿元，新增人民币贷款 31300 亿元，同比分别多增 12800 和 3951 亿元，社融存量同比 10.6%，较上月走高 0.4 个百分点，为去年 8 月以来新高。其中企业短贷和票据融资是人民币贷款同比多增的主要贡献，信贷结构继续延续“短贷好于长贷、企业强于居民”的格局，而社融方面也受到政府债券和非标融资多增的支撑，政府部门持续加杠杆。稳增长政策加力支撑 3 月社融信贷高增量，但实体融资需求依然不足。

2. 地产链融资依旧低迷，疫情升温冲击居民消费和购房活动

3 月居民端贷款新增 7539 亿元，同比少增 3940 亿元，其中短期、中长期贷款分别新增 3848 和 3735 亿元，同比分别少增 1394 和 2504 亿元。居民短贷和中长贷均持续明显收缩，分别对应疫情升温对消费端的冲击以及购房活动的持续疲弱。居民中长期贷款反映出地产链融资依旧低迷，受房价预期偏弱以及 3 月国内疫情升温以及疫情防控限制购房活动，3 月 30 城商品房成交面积同比-47%，降幅较上月显著扩大 20 个百分点，且



一线城市降幅明显大于二三线。

房企债务压力和投资下滑风险下因城施策松绑限购限贷仍在继续。稳增长是 2022 年宏观经济主线，5.5%的 GDP 目标要求下资本形成拉动仍需发力，而地产部门仍在惯性下滑对固定资产投资形成拖累，叠加地产产业链影响较广，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍待继续调整，当前仍处在政策出台期，包括需求侧政策的边际放松和保障性住房的建设等。

3. 企业融资维持“短贷+票据冲量”的特征，实体融资需求仍待改善

3 月非金融企业贷款新增 24800 亿元，同比多增 8800 亿元，其中短贷和票据冲量显著，或同时受到政策指导发放企业纾困贷款、以及企业预期转弱的影响，企业融资需求以缓解流动性压力为主。中长期贷款同比降幅收窄显示边际好转，或受到基建类贷款的提振，一季度专项债发行较快下撬动配套融资需求，但中长贷整体仍然乏力，企业资本支出意愿偏弱，实体融资需求仍待改善。

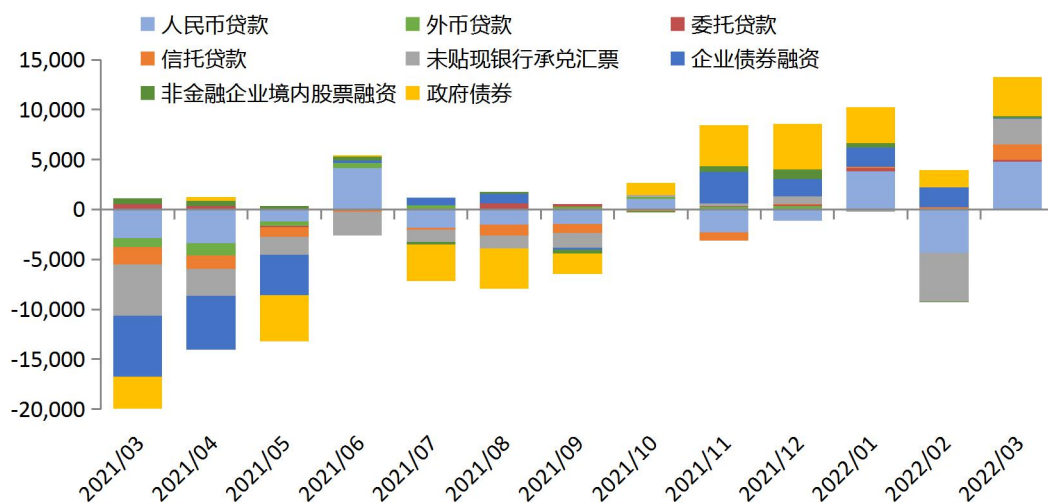
同时企业端也受到非标融资同比多增的支撑，3 月非标融资 133 亿元，同比多增 4262 亿元，其中委托与信托贷款合计减少 153 亿元，同比多增 1532 亿元。由于去年是资管新规过渡期最后一年，金融严监管下加大融资类信托整改和压降，因此今年信托贷款降幅逐渐收窄，逐渐对社融形成正贡献。

4. 政府部门继续逆周期加杠杆

3 月政府债券融资 7052 亿元，同比多增 3921 亿元，政府债发行持续多增，今年地方债发行明显前置。329 国常会要求 1.46 万亿的提前批专项债在 5 月底前发完，截至 3 月底专项债已发行 1.3 万亿，地方一般债和专项债发行进度分别为 38.2%和 35.6%，快于往年同期。

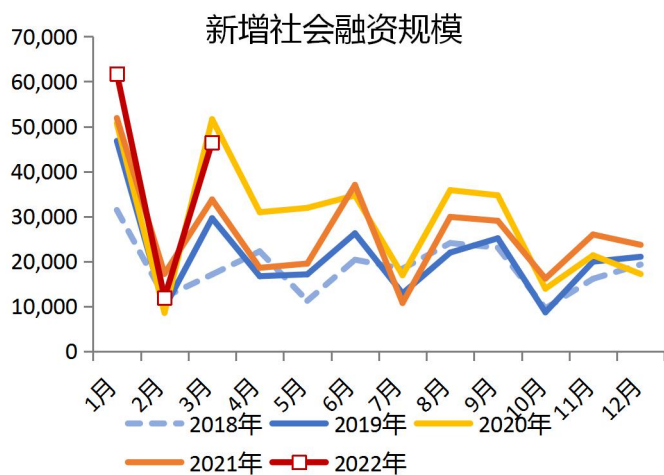


图 2：当月同比增量贡献（亿元）



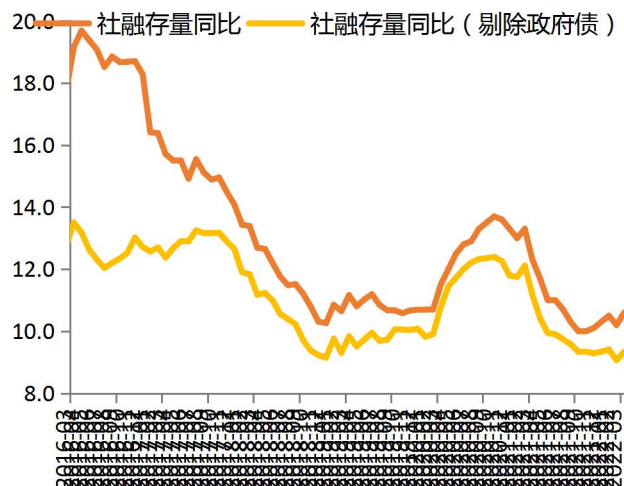
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：当月新增社融（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

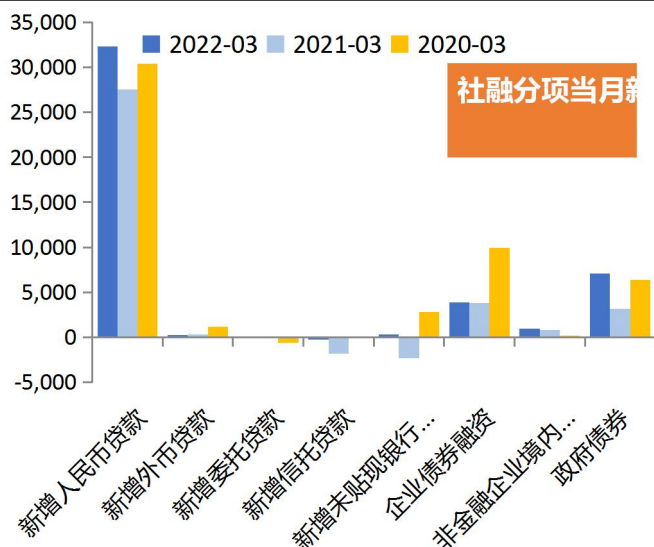
图 4：社融存量增速小幅回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

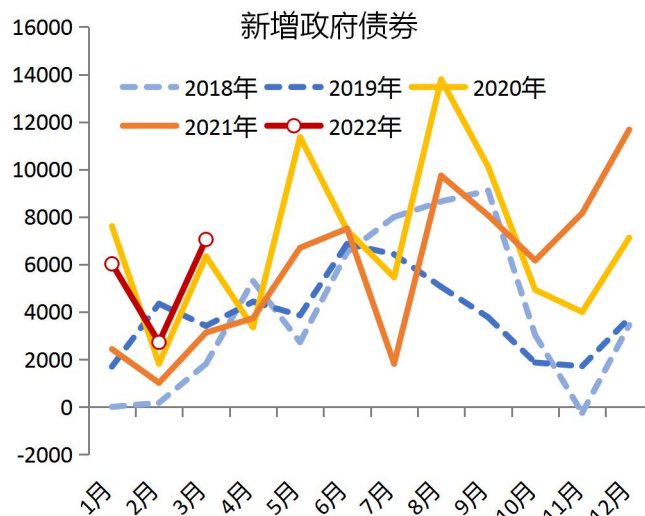


图 5：社融分项（亿元）



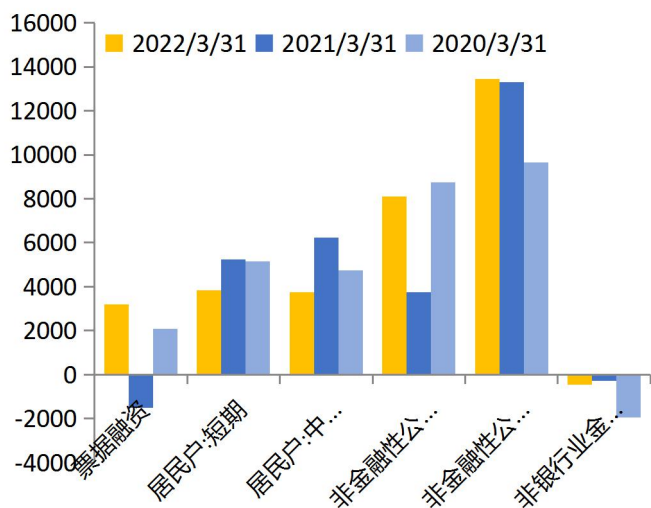
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：政府部门继续加杠杆（亿元）



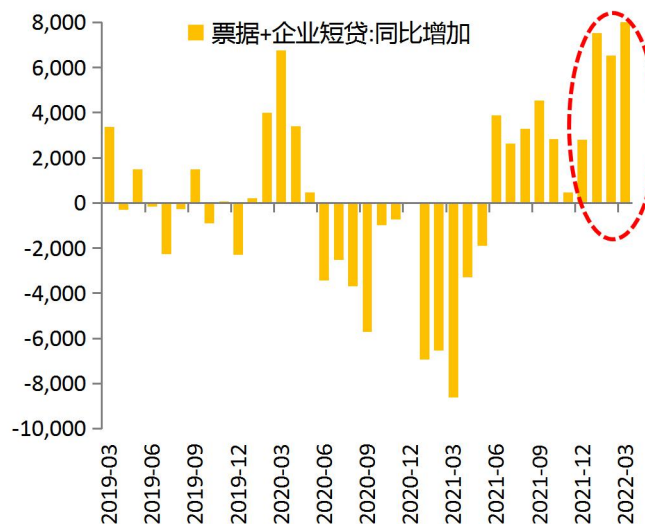
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：短贷好于长贷、企业强于居民（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

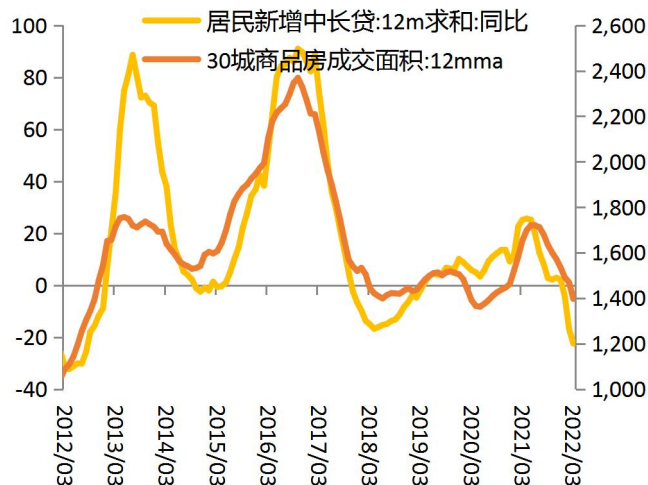
图 8：企业融资结构仍偏向短期化（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

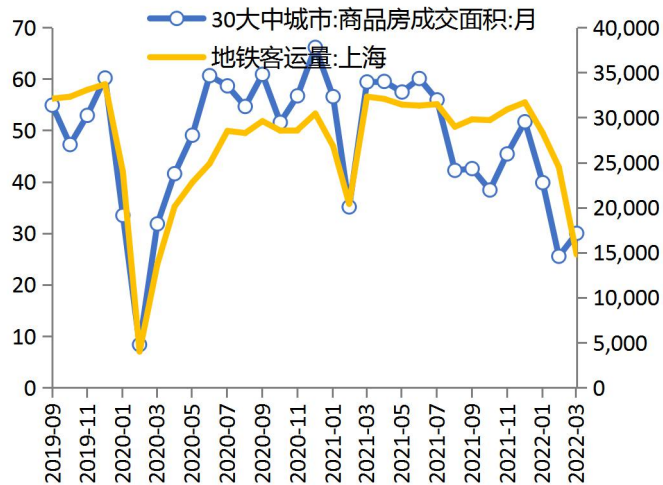


图 9：房贷增速仍在向下（%，万平方米）



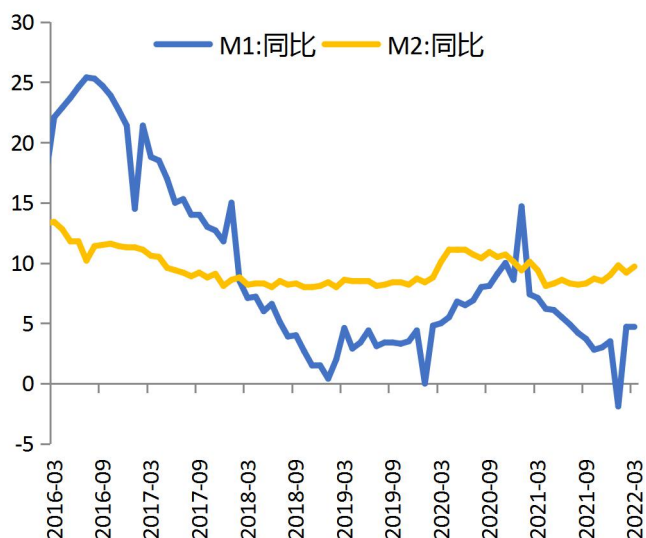
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：地产成交 vs 地铁客运量（万方，万人次）



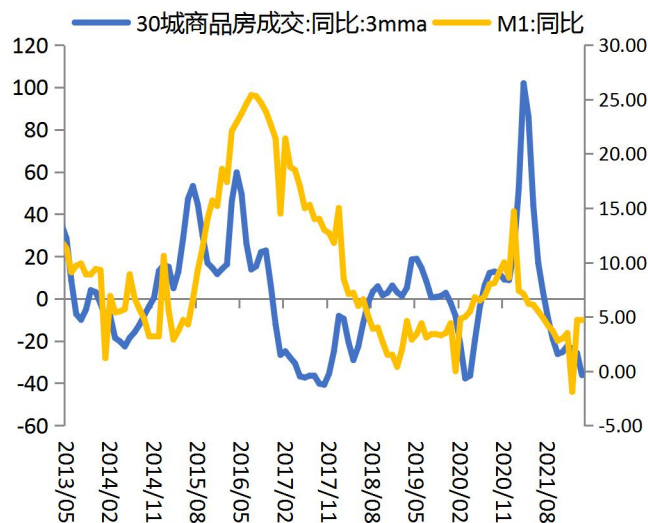
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：M1&M2 增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：地产销售走弱拖累 M1 增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

三、风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期



重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>