

宏观点评 20230411

“史上最强”3月信贷有何“软肋”？

2023年04月11日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **史上最强3月信贷，市场为何不买账？**今天公布的3月信贷数据无论从总量还是结构上都能称得上史上最强：总量上，3.89万亿元的信贷和5.38万亿元的社融均刷新同期历史记录；结构上，除了一直亮眼的企业贷款外，居民似乎突然“回心转意”、开始借钱了——无论短贷还是中长贷均创下历史同期最高，超过了2020年3月；期限上也没有出现票据冲量的情况。但是**市场并不买账，10年期国债收益率反而跌超2bp**。我们认为“软肋”可能主要集中在两个关键词——“可持续性”和“资金空转”。

第一季度太好意味着往后不会太好。第一季度社融新增14.5万亿元，同比增速达20.5%，中央经济工作会议明确表示“保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”，在坚持“不大水漫灌”的政策基调下，这意味着留给接下来三个季度的空间已经不多了。

在经济复苏可能出现拐点的情况下，**天量贷款都去哪了？**我们认为资金空转和套利的风险在上升，至少从企业中长期存款大增而M1增速疲软，非银存款超预期增加以及3月以来隔夜回购持续上量，在4月6日成交量一度站上7万亿。

■ **第一季度信贷总量同比多增2.27万亿元，靠前发力明显，意味着后续投放在“量”与“节奏”上需做出选择**，若2023年维持信贷总量增长适度，则二季度及下半年需压缩量的空间；而若想控制信贷投放节奏平稳（第一季度占全年比例与2022年持平），就意味着2023年信贷存量增速突破12.5%。

■ **居民短贷修复加速的“玄机”**。一季度居民短贷同比多增5710亿元，其中3月贡献近一半增加值，主要得益于服务业消费景气的上升，但3月新增量的“历史新高”与车市偏缓修复以及3月通胀回落的直觉违背，我们认为可能有两方面原因：一是居民出行增多提振消费贷款，二是存在利率套利行为（借低息贷款还高息房贷），导致短贷冲量。接下来需关注线下经济的活跃性来检验短贷质量能否延续强势。

3月居民中长贷同比多增2600亿元，各地方地产放松政策持续出台，3月地产销售接近2019年水平，但一季度整体居民中长贷同比少增1260亿元，需求反映的居民中长贷尚处修复区间，未来需关注地产修复动能。

■ **一季度企业贷款是信贷最大支撑**，3月企业中长期贷延续同比多增，一季度累计同比多增27300亿元，我们认为“天量”数据的背后存在隐忧：一方面体现经济复苏初期制造业与基建投资的靠前发力仍有必要，另一方面3月企业中长期存款高增，结合3月银行间质押式回购成交量飙升，企业中长期贷资金可能存在空转风险。

■ **企业短贷同比超季节性增加**，反映企业杠杆率脆弱情况的修复略滞后于企业经营状况的好转以及经济基本面修复。票据融资同比减少7874亿元继续成为拖累项，综合来看一季度经济复苏分化，但信贷总体需求超预期强劲。

■ **社融方面债券融资偏弱**，3月政府债同比少增约1000亿元，仍维持较高规模，一季度发行前置特点明显。企业债融资经历年初信用市场改善后节奏仍在恢复中，同比少增462亿元，新增量处近五年较低水平。表外方面，3月非标融资压降力度减弱，信托贷款与委托贷款同比增281亿元。

■ **受信贷扩张与积极财政投放支撑以及去年同期高基数影响**，3月M2同比增长12.7%；但形成鲜明对比的是企业信贷投放扩张强劲背景下M1同比增速放缓0.8个百分点至5.1%，两者的剪刀差扩大至7.6%，背后一方面可能说明短期内企业补充流动性及资产负债表修复需求较大，但可能更能体现企业资金空转的可能性。

相关研究

《高层密集调研民营企业的科技信号》

2023-04-10

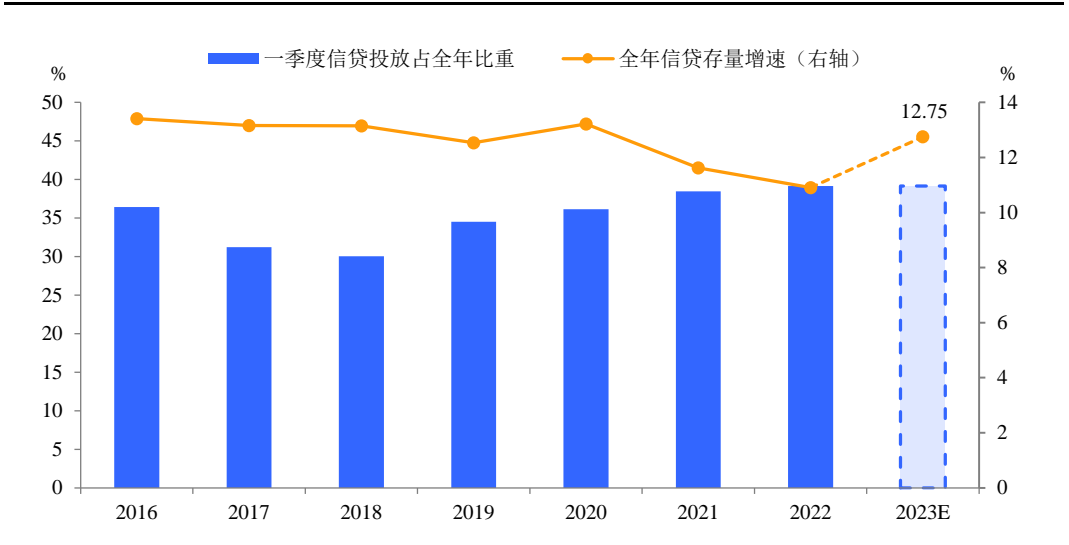
《3月非农能否阻止美联储“踩下刹车”？》

2023-04-08

- **在城镇化率以及家庭负债率均指向居民加杠杆仍有空间的背景下，居民消费贷起速是否可持续？**央行问卷调查显示第一季度居民储蓄意愿明显下降，但并未带来消费意愿的上行，而是流向投资理财，这背后可能意味着短期内居民消费情绪复苏的“锚点”并不在于高储蓄率的变化，收入与就业的改善程度或是二季度需观测影响消费的关键变量。
- **从“量”向“结构”切换后，年内社融质量的关注点在哪？**进入二季度社融大概率节奏趋稳，非金融部门债务结构性问题亟待解决。政府方面新增债务占比自疫情以来迅速升高，中央经济工作会议明确提出化解地方债风险“坚决遏制增量、化解存量”，两会确定赤字率3%的目标，财政的施力空间可能受限。结合在居民负债意愿初步松动、且企业部门经历2022年逆周期加杠杆后，**社融结构质量或围绕“内需驱动”与“政策驱动”展开博弈。**

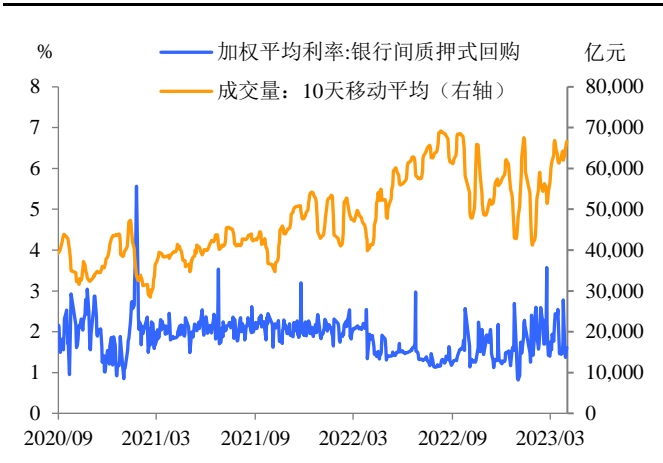
风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

图1: 若一季度信贷投放占比与 2022 年持平, 则意味着全年信贷增速明显加快



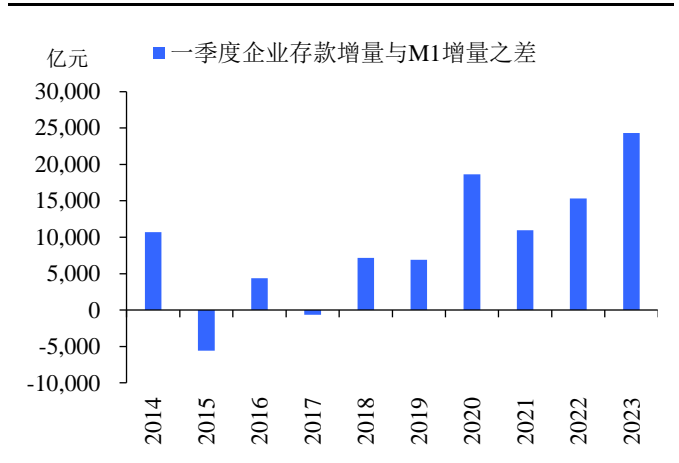
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 3月回购成交量加大



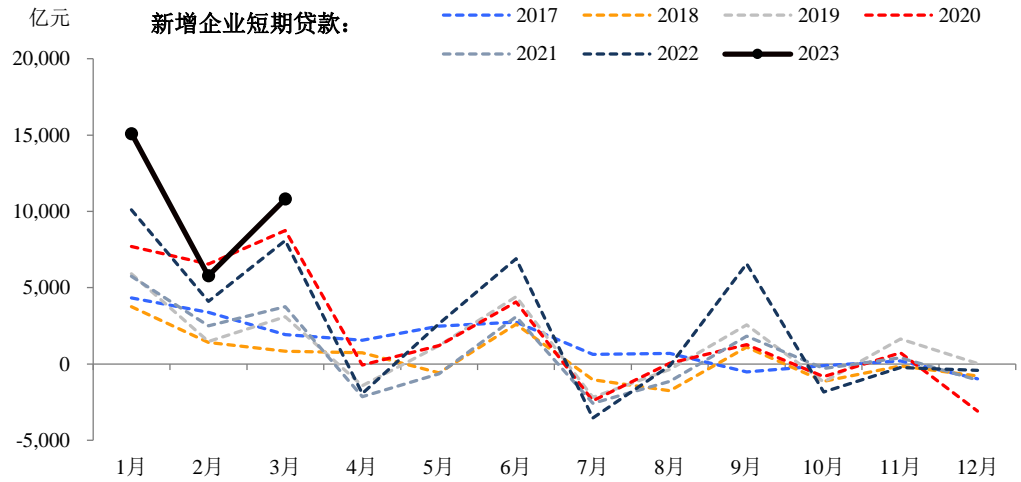
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 一季度企业中长贷存款高增



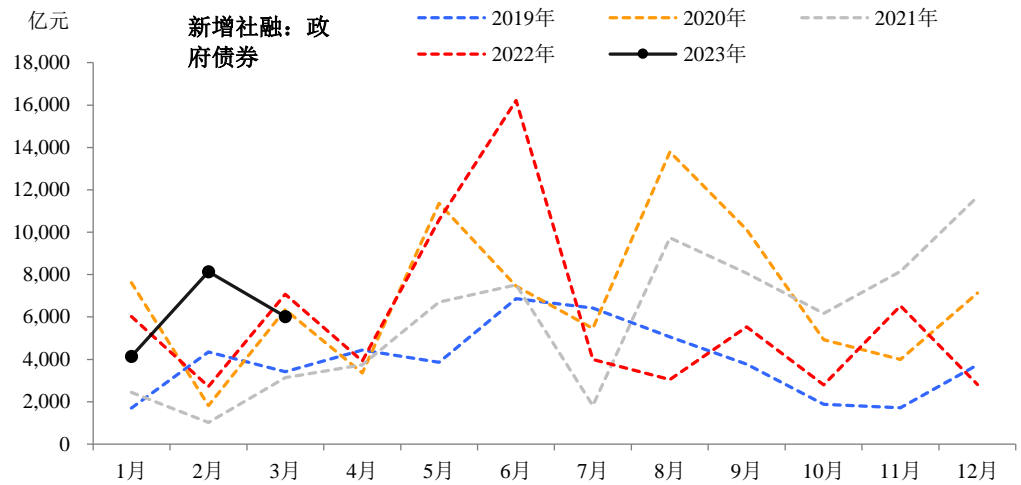
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：2023年第一季度企业短贷需求大



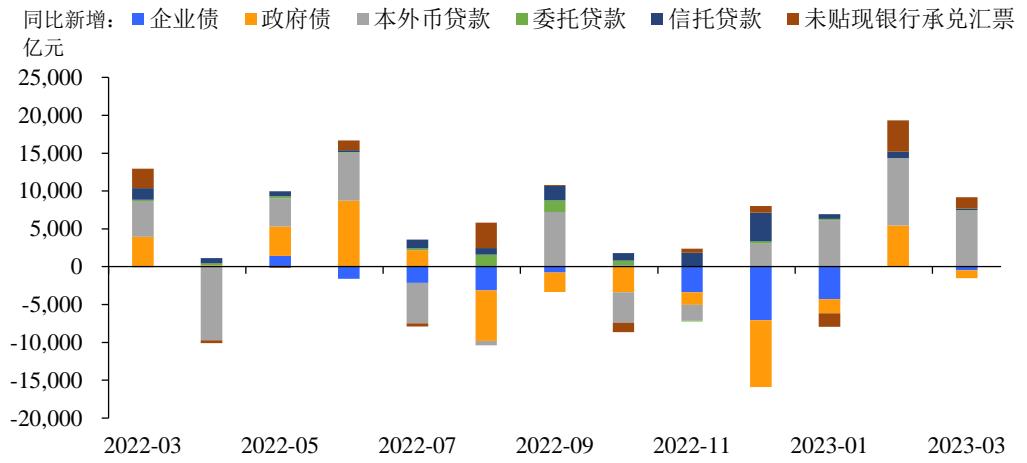
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：政府债靠前发力特征仍明显



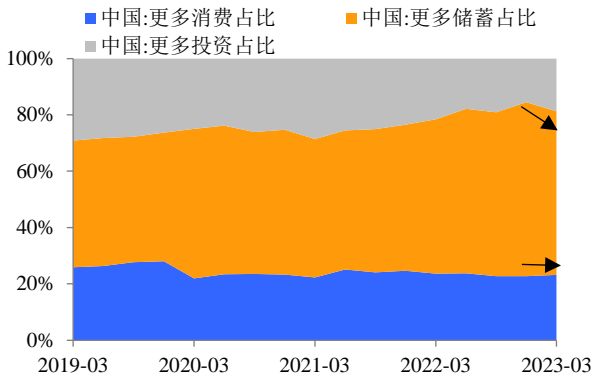
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6: 3月新增社融: 债券偏弱、信贷强势



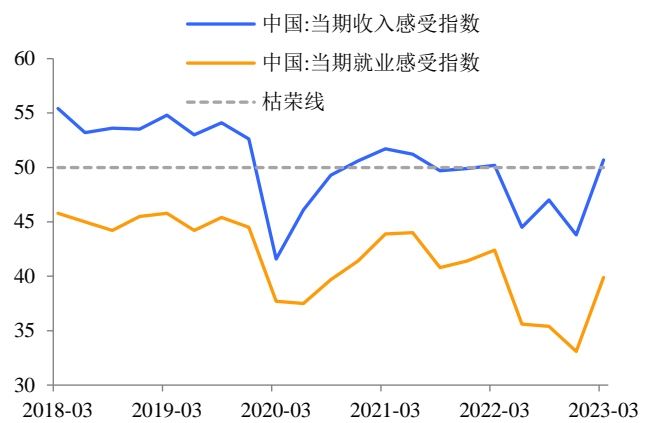
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 一季度居民储蓄下降并未带来消费意愿增强



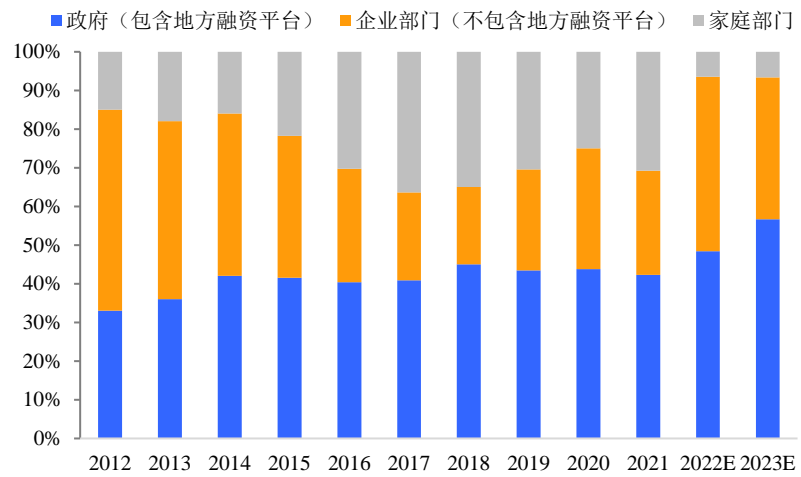
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 收入与就业的修复仍需时间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：疫后非金融部门新增负债的结构性问题凸显



数据来源：IMF，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

