

# 如何理解全面向好的信贷？

## ——3月金融数据分析

### 事件概述

2023年4月11日，中国人民银行公布2023年3月份金融数据。3月新增人民币贷款3.89万亿元，预期3.09万亿元，前值1.81万亿元；新增社融5.38万亿元，预期4.42万亿元，前值3.16万亿元；社融存量同比10.0%，前值9.9%；M2同比12.7%，前值12.9%；M1同比5.1%，前值5.8%。

### 核心观点

3月金融数据全面向好。信贷方面，新增信贷保持强势，贷款结构大幅改善。分部门看：企业端依然靓丽，居民端明显修复，居民短期、中长期贷款在去年基数较高的情况下依然大幅多增，反映出居民消费需求正在稳步修复。社融方面，同比大幅多增，并且质量较高，主要由信贷支撑，社融增速也回升至10.0%。“兵马未动，粮草先行”，金融数据作为经济的先行指标，持续的量增质优反映了当前实体经济修复动能的增强，因此对于我国经济修复应持乐观态度，我们预计全年实现5.7%左右（Q1-Q4分别为：4%、7.5%、5%、6%）增速或是大概率事件。不过Q1 10.6万亿的信贷投放已经创下有数据记录以来同期新高，在“总量适度，一季度有所前置”情况下，后续信贷的投放可能会逐步放缓。

#### ► 新增信贷保持强势，贷款结构大幅改善

总量方面：信贷强于预期，居民端继续向好。3月新增信贷3.89万亿元，高于市场预期的3.09万亿元，同比多增7600亿元，处于近5年同期最高水平。分部门来看，企业贷款2.70万亿元，同比多增2200亿元，延续2月高增态势；居民贷款1.24万亿元，同比多增4908亿元。

结构方面：企业端依然靓丽，居民端明显修复。企业端，中长期延续多增，票据冲量不再；居民端，短贷、中长期贷款均明显修复。

1) 3月企业贷款2.70万亿元，同比多增2200亿元，延续此前靓丽表现。其中企业短期贷款1.08万亿元，同比多增2726亿元；票据融资-4687亿元，同比多减7874亿元，连续3个月同比多减，票据冲量现象不再。中长期贷款2.07万亿元，同比多增7252亿元，创下近5年同期新高。企业端贷款保持靓丽，除了与基建、制造业继续发力有关之外，批发零售与房地产贷款需求也在增加，央行一季度问卷调查显示，制造业、基础设施、批发零售、房地产贷款需求指数分别提升3.6、3.7、5.3、8.1个百分点。

2) 3月居民贷款1.24万亿元，同比多增4908亿元，在去年高基数的情况下，继续保持了多增态势。其中，居民短贷6094亿元，同比多增2246亿元，考虑到3月乘用车零售销量同比由上月的约10%下降至0%附近，3月居民短贷的同比多增可能与居民服务消费增加有关。

文旅部数据显示，今年清明节假期，全国国内旅游出游2376.64万人次，较去年清明节当日增长22.7%，预计实现国内旅游收入65.2亿元，较去年清明节当日增长29.1%。后续随着居民收入的改善以及五一、端午等假期的临近，居民消费或将持续修复。

居民中长贷6348亿元，同比多增2613亿元，与2月同比多增更多的是去年基数较低不同，3月在去年高基数的情况下依然保持高增，并创下近5年新高，反映居民对于房地产的需求正逐步改善。高频数据显示，3月30大中城市商品房成交面积同比增长45%，较2月的32%进一步增加，在前期供需两端政策的持续发力下，房地产市场也将逐步企稳。

► **社融同比大幅多增，信贷、非标是主要支撑**

**总量方面：新增社融好于预期，社融增速出现回升。**3月新增社融 5.38 万亿元，高于市场预期的 4.42 万亿元，同比多增 7235 亿元。存量社融增速 10.0%，较上月回升 0.1 个百分点。

**结构方面：信贷、非标是主要支撑，政府债、企业债有所拖累。**1) 社融口径新增人民币贷款 3.95 万亿元，同比多增 7211 亿元，是社融的主要支撑项，主要与企业贷款延续多增，居民贷款显著改善有关。

2) 非标方面，同比多增 1784 亿元：其中新增委托贷款同比多增 67 亿元、新增信托贷款同比少减 214 亿元，新增未贴现票据同比多增 1503 亿元，是非标的主要支撑项，由于表内票据与表外票据存在一定的“此消彼长”关系，所以本月表外票据的多增主要与表内票据的少增有关。

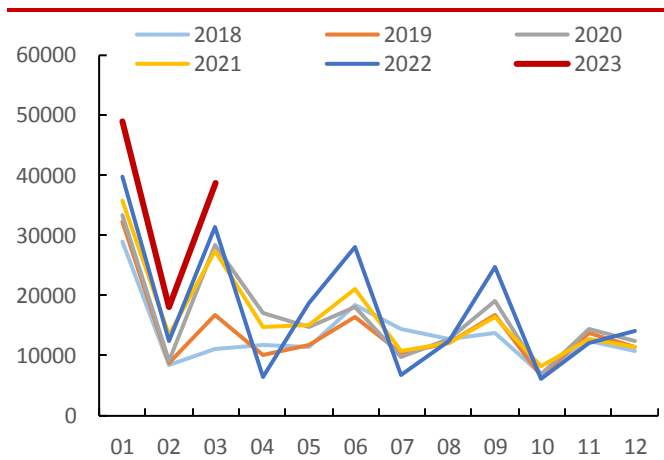
3) 政府债券净融资 6022 亿元，同比少增 1052 亿元。WIND 数据显示，2023 年 3 月国债净融资-1347 亿元，同比少增 1885 亿元，而地方债净融资 4332 亿元，同比少增 1441 亿元。其实今年政府债券发行规模并不小，截至 3 月底，今年新增专项债发行规模为 1.20 万亿元，占全年新增规模的约 30%，只是发行节奏较去年同期略慢。

4) 直接融资同比少增 806 亿元，其中股票融资 614 亿元，同比少增 344 亿元；企业债券净融资 3288 亿元，同比少增 462 亿元，信贷的多增对于企业债有一定的替代作用。

► **M2、M1 回落，剪刀差扩大**

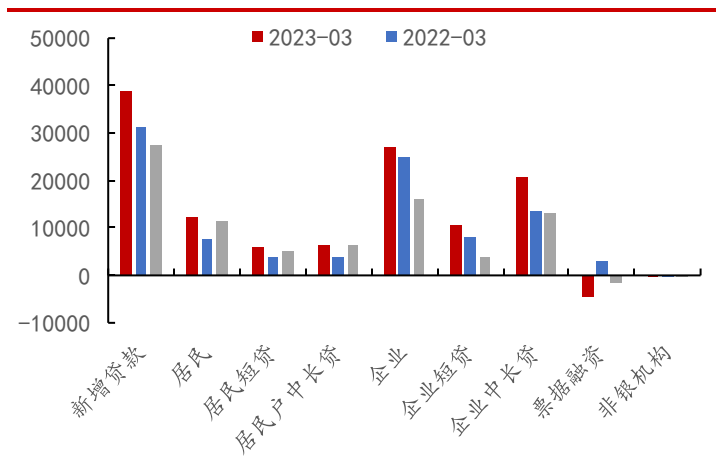
3 月 M2 同比增速 12.7%，较上月回落 0.2 个百分点，不过依然维持高位；M1 增速 5.1%，较上月回落 0.7 个百分点，M1 与 M2 剪刀差较上月扩大 0.5 个百分点，资金活化程度仍需进一步观察。

图 1 新增信贷保持强势（亿元）



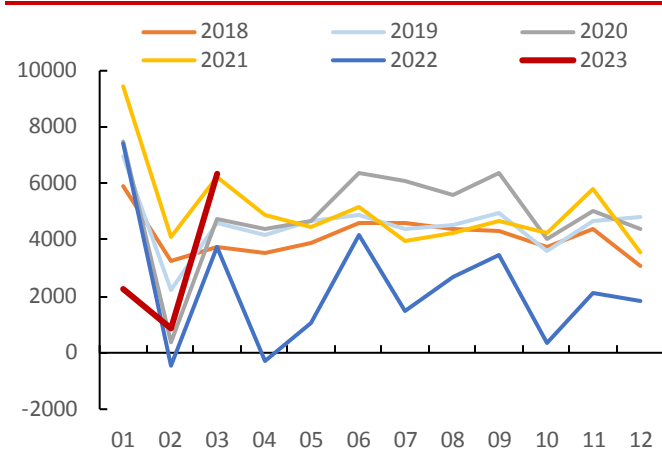
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 居民端延续改善（亿元）



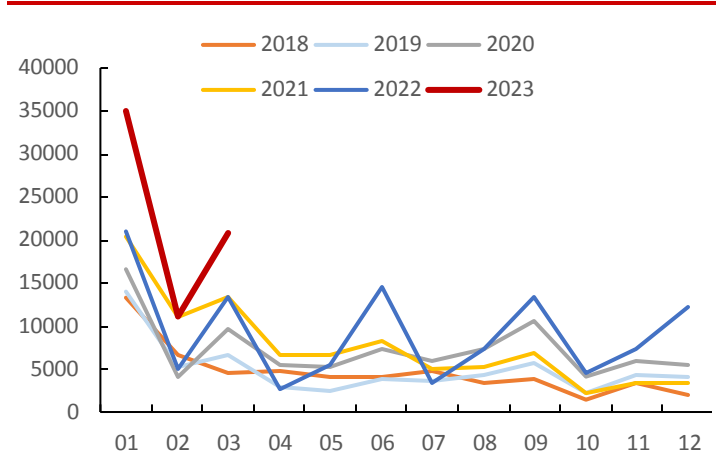
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 居民中长贷为近 5 年同期最高 (亿元)



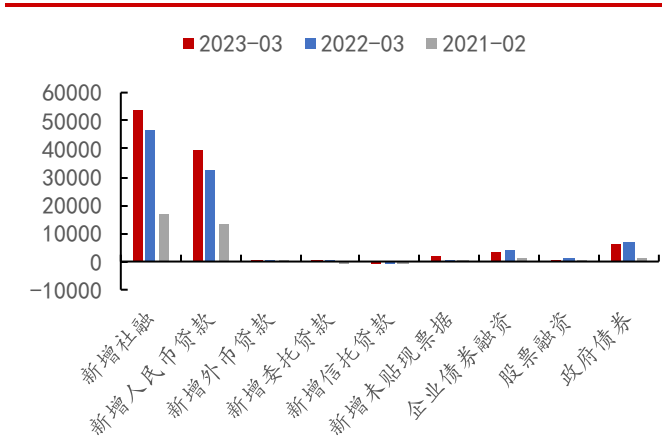
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 4 企业中长贷仍好于近 5 年同期 (亿元)



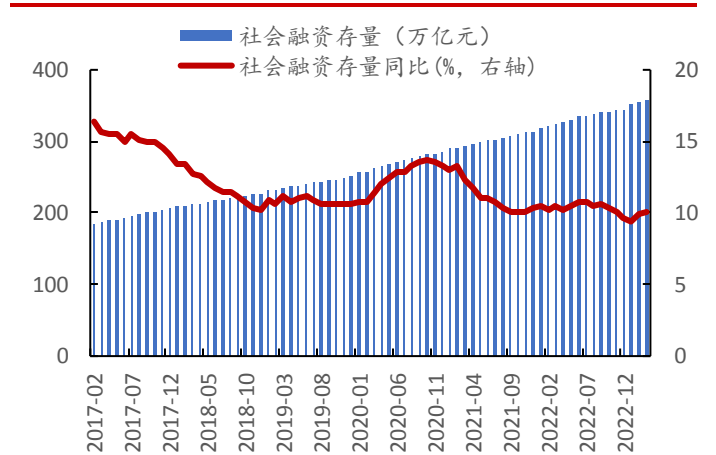
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 5 信贷是社融的主要支撑 (亿元)



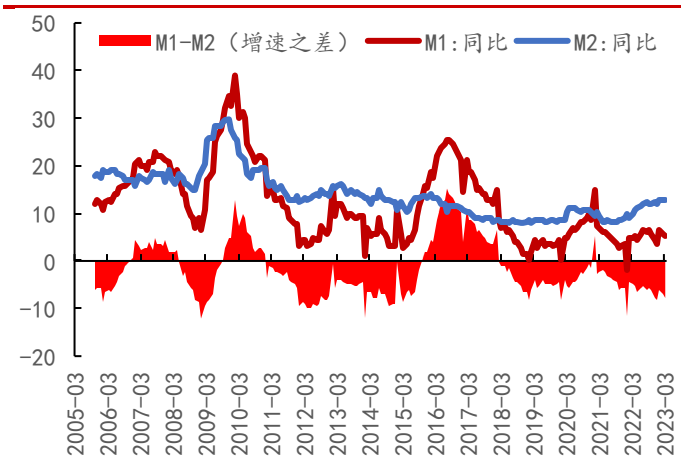
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 6 社融存量同比出现回升



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 7 M2、M1 回落, 剪刀差扩大 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

### 风险提示

经济活动超预期变化。

**宏观首席分析师：孙付**

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

**宏观研究助理：丁俊菘**

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

### 分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。