

## 证券研究报告 — 策略深度报告

### 宏观总量组

分析师: 李奇霖 (分析师)

联系方式: 021-61634272

邮箱地址: liql@hongtastock.com

资格证书: S1200520110002

分析师: 杨欣 (分析师)

邮箱地址: yangxin@hongtastock.com

资格证书: S1200522090001

## 当 3 月金融数据继续超预期 报告摘要

1、当前的社融和信贷的高增长更多是重大项目推动,从 M2 和 M1 增速的剪刀差走阔来看,企业信心尚未完全修复,内生的投资意愿较弱,且 4 月票据利率步入下行趋势,金融数据好转的持续性有待进一步观察。

2、从 3 月 CPI、PPI、1-2 月工业企业利润及就业数据来看,金融数据的持续好转并没有很有效地转化为增长动能,主要原因还是在于中长期预期的不确定性制约了企业投资生产和居民消费需求的释放,后续还需有力的政策支持以进一步提振企业和居民的信心。

### 相关研究

地产复苏了吗?	2023.04.10
地产复苏了吗?	2023.04.10
经济仍在修复	2023.03.31
2023 年 1-2 月工业企业利润数据点评	2023.03.27
如何看待此次降准	2023.03.17

### 独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

### 风险提示

政策支持力度不及预期,经济修复速度过慢。

## 正文目录

未找到目录项。

## 图目录

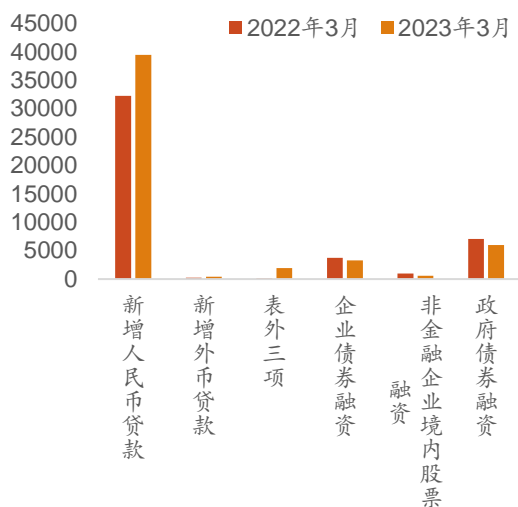
图 1. 社融结构一览 (亿元) .....	4
图 2. 人民币信贷结构一览 (亿元) .....	4
图 3. 全国沥青装置开工率 (%) .....	5
图 4. 全国当日观影人次 (万人) .....	5
图 5. “M2-M1”剪刀差走阔 .....	6

## 表目录

未找到目录项。

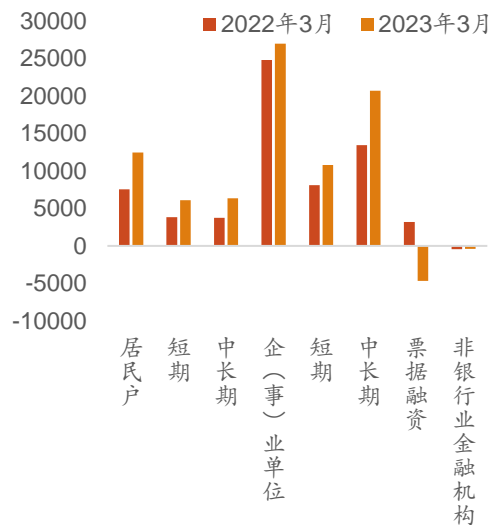
今天公布的金融数据中，社融稳步增长，信贷继续快速扩张。3月社融单月增量为5.38万亿元，比上年同期多7079亿元，其中，人民币贷款同比多增7497亿元，是社融的主要支撑。

图 1. 社融结构一览 (亿元)



资料来源: wind, 红塔证券

图 2. 人民币信贷结构一览 (亿元)



资料来源: wind, 红塔证券

**信贷数据除总量继续同比多增外，结构也在持续改善。**

3月人民币贷款增加3.89万亿元，同比多增7497亿元。分部门看，住户贷款增加1.2万亿元，同比多增4908亿元，其中，短期贷款增加6094亿元，同比多增2246亿元；中长期贷款增加6348亿元，同比多增2613亿元。

**住户部门中长期贷款同比多增与3月房地产销售向好息息相关。**

3月30大中城市商品房成交面积同比增长43.6%，12城二手房成交面积同比增长110.3%。积压购房需求的释放、降息及带押过户等政策的刺激、学区房的置换需求等共同推动3月地产销售继续回暖，住户部门的中长期贷款需求随之增加。

**短期贷款同比多增则与出行恢复，服务业等消费增多，消费贷需求增加有关。**

3月服务业PMI指数为56.9%（环比提高2.3个百分点），观影人次同比多增长104.2%，国内航班（不含港澳台）执飞数量同比增长102.9%。

**企业中长期贷款同比多增一方面是因为政策靠前发力带动基建等大项目快速落地。**

今年各地政府“拼经济”、“抢开工”的干劲十足，一季度地方政府专项债净融资超1.2万亿元，资本金的快速到位推动基建等大项目落地，进一步撬动社会融资规模增加。

3月末沥青开工率达到37.2%，2月末时为30.0%，月均值也同比增长了26.1%。3月建筑业PMI环比提高5.4个百分点至65.6%，是近10年来高点。

另一方面也与银行“早投放、早收益”的意愿相关。

银行为抢占优质客户资源，积极完成制造业、中小微企业信贷支持考核，导致一季度信贷竞争性投放。

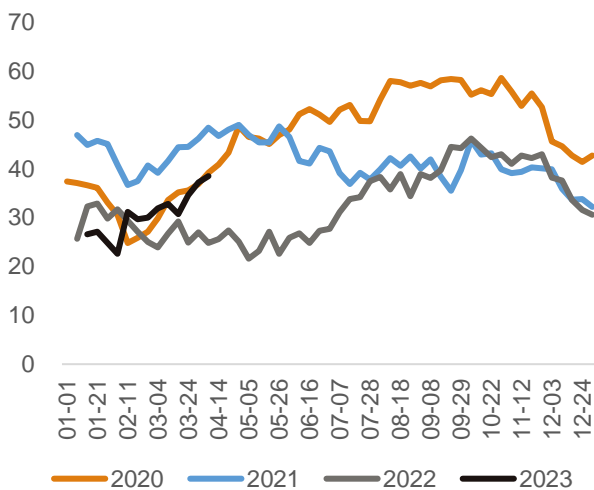
**短期贷款好转可能是企业在盈利压力下，短期流动性周转需求提升所致。**

受多种内外部因素影响，多数企业盈利能力下滑，1-2月工业企业利润增速累计同比下滑了22.9%，自有资金紧张的情况下企业自然有短期借贷需求以补充现金流。

表外三项是社融同比多增的第二贡献项，同比增加1784亿元，一方面是因为今年表外压降力度减轻了，另一方面则是因为经济复苏带动的表外融资增多。

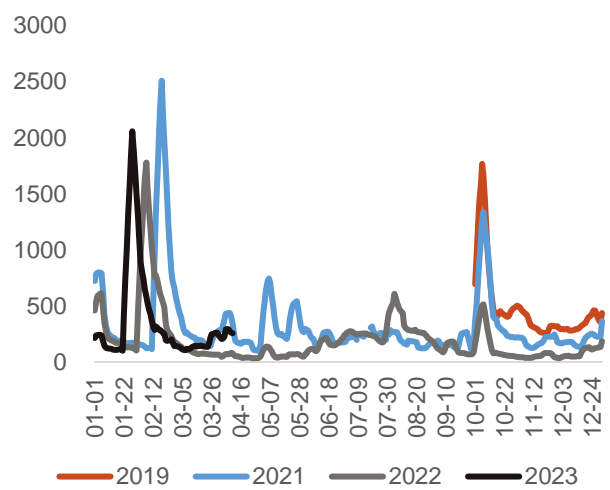
分类别看，3月委托贷款增加174亿元，同比多增67亿元；新增信托贷款-45亿元，同比少减214亿元；未贴现银行承兑汇票增加1790亿元，同比多增1503亿元。

图 3. 全国沥青装置开工率 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

图 4. 全国当日观影人次 (万人)



资料来源: wind, 红塔证券

今年一季度人民币贷款增加10.6万亿元，同比多增2.27万亿元，同比增量已经位于近10多年来同时期的高点，信贷扩张速度极快。

不过，从结构来看，这一高增长主要是由企业中长期贷款贡献的，政策性因素驱动明显。

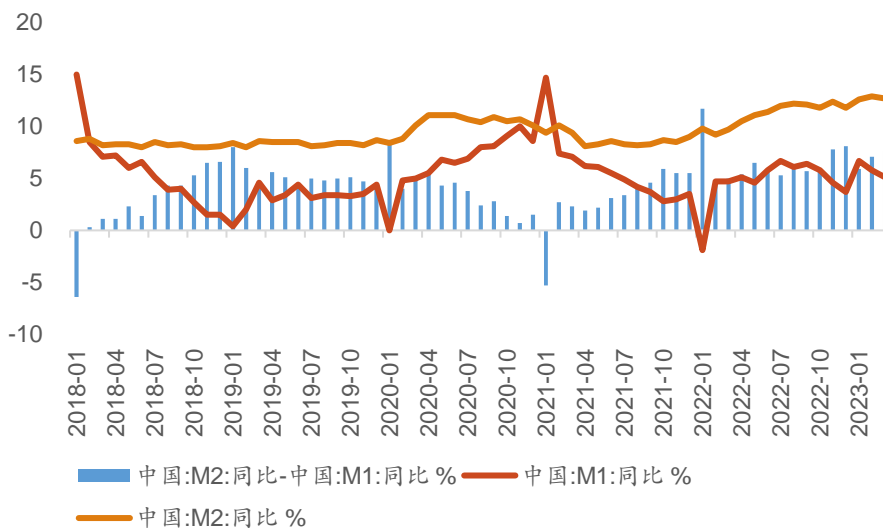
但考虑到当前企业信心修复还需要一段时间，企业内生盈利能力尚未提高，这就导致广义流动性宽松，但资金活化效率低，对单位经济增长的带动作用依然偏弱。

从数据来看，3月M2余额同比增长了12.7%，在M2持续高增长的背景下，M1却下行了0.7个百分点至5.1%，M2与M1的剪刀差进一步扩大。

这一方面是因为居民消费意愿低，叠加资产价格波动加剧导致储蓄意愿被动高增。一季度住户存款增加9.9万亿元，比去年多增了2.08万亿元，3月单月同比多增了2051亿元。

另一方面是因企业信心尚未完全恢复，投资生产的需求弱于理财需求，导致资金活化速度较慢。一季度非金融企业存款增加 3.18 万亿元，同比多增 1.79 万亿元。在需求未充分回暖的情况下，企业内生的融资意愿偏弱。另外，本轮地产复苏中，二手房销售增速好于新房，二手房交易意味着存款在居民之间流通，并没有流向房企。

图 5. “M2-M1”剪刀差走阔



资料来源: wind, 红塔证券

总结来看:

1、当前的社融和信贷的高增长更多是重大项目推动，从 M2 和 M1 增速的剪刀差走阔来看，企业信心尚未完全修复，内生的投资意愿较弱，且 4 月票据利率步入下行趋势，金融数据好转的持续性有待进一步观察。

2、从 3 月 CPI、PPI、1-2 月工业企业利润及就业数据来看，金融数据的持续好转并没有很有效地转化为增长动能，主要原因还是在于中长期预期的不确定性制约了企业投资生产和居民消费需求的释放，后续还需有力的政策支持以进一步提振企业和居民的信心。

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（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本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，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并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司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承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。