

2023 年 04 月 12 日

3 月社融：结构分化虽有收窄，但总体复苏依旧偏弱

策略研究团队

——投资策略点评

张弛（分析师）

zhangchi1@kysec.cn

证书编号：S0790522020002

吴慧敏（分析师）

wuhuimin@kysec.cn

证书编号：S0790522110001

2023 年 3 月社融、新增人民币贷款规模分别 5.38 万亿和 3.89 万亿，均超过市场一致预期的 4.42 万亿和 3.09 万亿；3 月社融存量增速为 10%，增速环比上月上升了 0.1 个百分点。

● 经济复苏总体偏弱，结构上企业与居民端复苏分化的态势或已现缩减迹象

一方面，企业生产、投资能力明显修复、全年扩张规划偏积极，但短期生产动力仍旧偏弱。主要基于：(1) 短融增速继续回落，企业生产、投资能力增强。3 月短融累计同比下降 27.8%，增速环比上月回落了 10.6pct，意味着伴随经济复苏及企业中长期信贷扩张，企业现金流或持续改善。(2) 企业中长期信贷维持较快扩张，反映企业全年生产、投资规划偏积极。3 月企业中长期贷款累计同比增长 69.1%，尽管增速环比上月放缓但已连续三个月维持在 50% 以上较高水平。(3) M1 增速略有放缓，反映当前企业实际生产、投资的恢复程度仍较为有限。3 月 M1 环比略回落 0.7pct 至 5.1%，叠加同期 PMI 生产指数放缓，或反映国内经济衰退末期，高库存叠加通缩环境，仍不利于企业生产与投资提速，尚需静待需求端进一步改善。

另一方面，居民端消费亦出现回暖迹象，但改善程度或较为有限，主要受制于消费能力及意愿修复不足。主要基于：(1) 居民消费已现回暖迹象，但消费能力、意愿仍有待明显修复。3 月居民短期贷款连续三个月趋于改善，且 1~3 月新增存款累计增速环比放缓约 10pct，但该增速仍处于 27% 的较高水平。考虑到居民薪资、就业尚未明显改善，意味着居民消费能力及意愿仍有待修复。(2) 房地产亦有望边际改善，但总体力度偏弱。3 月居民中长期贷款累计同比-11.8%，降幅环比上月收窄了 43.8pct，与 3 月百城住宅价格指数企稳及 30 大中城市商品房成交面积增速回暖相互印证。但考虑到当前居民收入尚未明显修复且杠杆率偏高，加杠杆意愿或仍较低，房地产修复力度或仍旧偏弱。

● 我们站在流动性复苏起点，预计市场剩余流动性将趋于扩张

我们站在流动性复苏的起点，尽管 3 月“M2%-社融%”略有回落 0.3pct 至 2.7%，但总体仍处于“货币超发”环境；更重要的是“M1%-短融%”按月环比改善 0.8pct，至-6%，自 2023 年以来呈现趋势性改善，意味着资金活化程度提升，更多进入市场中流通。伴随年内消费需求逐步回暖，信用传导更加通畅，预计 M1 仍有望向 M2 收敛，市场剩余流动性将呈现出扩张趋势。

市场而言，除企业端外，居民端亦出现复苏迹象，复苏预期持续兑现或对 A 股市场基本面形成支撑，叠加流动性、风险偏好趋于改善，我们维持 A 股或持续上涨的方向不变。风格而言，2023Q2 国内经济或将迈入复苏初期，基于我们构建的风格时钟框架，成长风格有望延续，顺周期板块尚需等待。倘若国内经济顺延目前的复苏趋势，2023H2 进入“全面复苏”仍旧可期，届时，风格主线或将切换至价值，重点推荐：可选消费方向。

● **风险提示：** 房地产风险化解慢于预期、消费能力回升弱于预期、M1 及中长期企业信贷回升的持续性较差。

相关研究报告

《TMT 行情短期有望延续，电子或将领涨 AI+——投资策略点评》-2023.4.10

《史上三轮 TMT “曲折”行情背后的逻辑与启示——投资策略周报》-2023.4.9

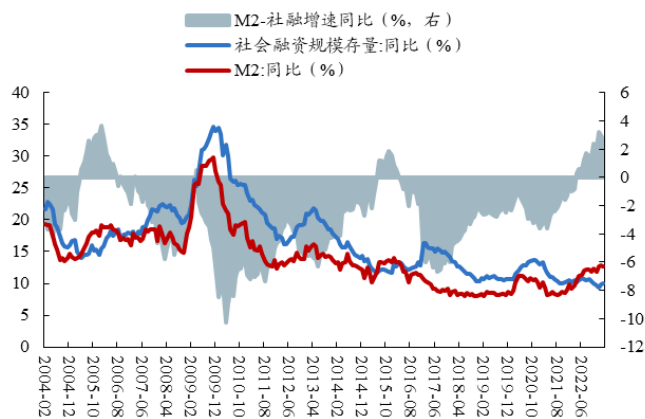
《工业企业利润偏弱，背后是主动去库周期尚未结束——投资策略周报》-2023.4.2

附图 1: 2023 年 3 月市场剩余流动性趋于改善



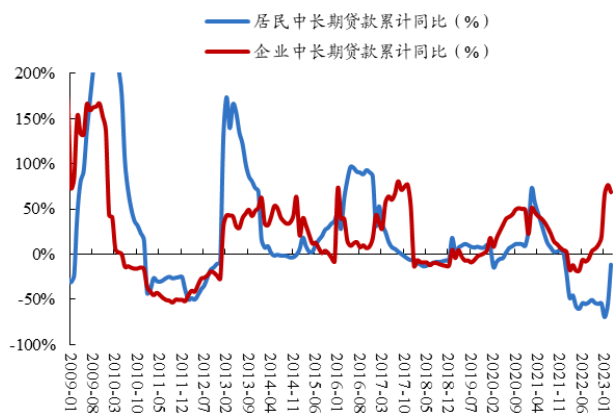
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 3 月社融增速回升, M2-社融收敛



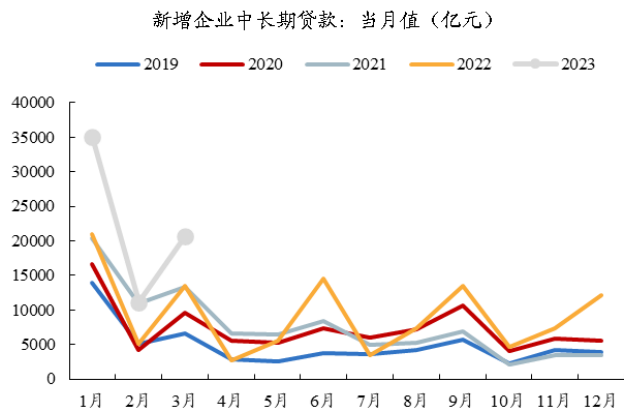
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 3 月企业中长期贷款高增, 居民中长期贷款回暖



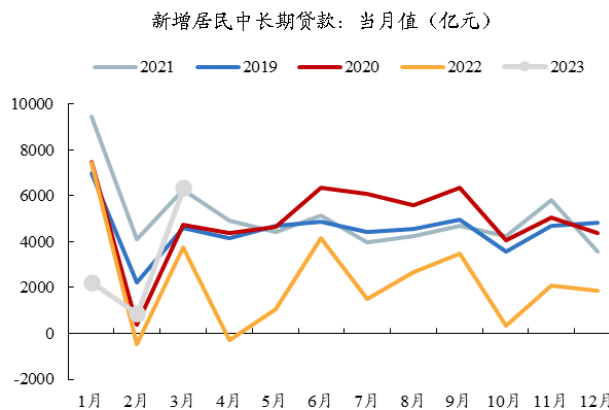
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: 2023 年 3 月企业中长期贷款继续高增



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: 2023 年 3 月居民新增存款仍处于高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，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负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn