



证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜
gqs@longone.com.cn

总量结构双改善下或仍有隐忧

——国内观察：2023年3月金融数据

投资要点

- **事件：**4月11日，央行发布3月金融数据。3月M2同比12.7%，前值12.9%，M1同比5.1%，前值5.8%。新增人民币贷款3.89万亿元，前值为1.81万亿元。社会融资规模增量5.38万亿元，前值为3.16万亿元。社融存量增速升至10%，前值9.9%。
- **核心观点：**总的来看，3月金融数据总量结构上双双改善，此前偏弱的居民贷款明显回暖；企业贷款维持强劲。结合当天发布的通胀数据来看，反映出的现象是投资需求整体偏强，而消费需求可能强在场景恢复后的服务业消费，商品消费表现仍然偏弱。此外，如房地产销售等是否存在积压需求集中释放所带来的高增，仍需持续观察，M2M1剪刀差的扩大也存在对资金空转的担忧。应理性看待通胀的“冷”和金融数据的“热”，经济复苏仍需政策呵护。
- **结构的改善体现在居民部门贷款明显回暖。**3月居民部门贷款增加1.24万亿元，同比多增4908亿元。从结构上看，短期贷款增加6094亿元，同比多增2246亿元，从同日公布的通胀数据来看，在汽车消费表现不佳的情况下，短贷所体现出的居民消费需求可能更多体现在旅游出行等服务业务上；另外低利率下对存量房贷的置换现象可能仍然存在。中长期贷款新增6348亿元，同比多增2613亿元，随着稳地产政策的逐步推出和落地，房地产销售出现边际改善，带动居民中长期贷款明显回升。根据Wind数据统计，3月30大中城市商品房成交面积1662万平方米，同比45.0%，环比47.6%。除此之外，当月居民中长期贷款的跃升可能还反映出了二手房交易的活跃度明显提升。房地产新房销售进入四月后环比有放缓的迹象，说明大幅回升的持续性仍然有待观察。
- **企业中长期贷款依旧表现强劲。**企业贷款新增2.7万亿元，同比多增2200亿元，其中短期贷款增加1.08万亿元，同比多增2726亿元；新增中长期贷款2.07万亿元，同比多增7252亿元，延续高增的趋势，信贷前置发力依然明显。一方面，基建投资、制造业投资旺盛带动企业中长期贷款多增，一季度央行问卷调查中基建、制造业贷款需求指数分别升至71.0%和73.9%；另一方面，去年以来落地的政策性开发性金融工具尚有配套融资需求。
- **社融存量增速回归两位数增长。**从社融结构上看，人民币贷款和表外票据融资是社融的主要贡献项，企业债券和政府债券对社融构成一定拖累。3月末贴现银行承兑汇票同比多增1503亿元，企业开票意愿较高。企业债券融资新增3350亿元，同比少增400亿元，风险事件后债市的融资规模仍在逐步恢复的过程中。在3月财政政策继续前置发力下，政府债券融资新增6022亿元，维持相对高位，但同比少增1052亿元。总的来看，当月新增社融规模创历年同期最高，带动社融增速回升至10.0%。
- **M2M1剪刀差走阔，经济活力仍然不足。**M2同比增长12.7%，主要由于贷款多增带动存款派生，而去年同期基数较高，影响M2增速回落。而同样受高基数影响的M1增速回落幅度要大于M2，导致M2M1剪刀差进一步走阔，可能反映出经济活力仍然不足，资金可能存在一定的空转现象。3月人民币存款增加5.71万亿元，同比多增1.22万亿元。其中住户存款新增2.91万亿元，虽然仍同比多增2051亿元，但幅度较前期已明显减少，表明当前居民预防性储蓄的现象边际上有所缓解，这与一季度央行问卷调查中倾向“更多储蓄”的居民占比下降相符。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；一季度社融高增对全年的透支风险；海外金融市场风险引起全球系统性金融危机。

正文目录

1. 企业中长期贷款依旧表现强劲	4
2. 结构的改善体现在居民部门贷款明显回暖.....	4
3. 社融存量增速回归两位数增长	5
4. M2M1 剪刀差走阔，经济活力仍然不足.....	5
5. 核心观点	6
6. 风险提示	6

图表目录

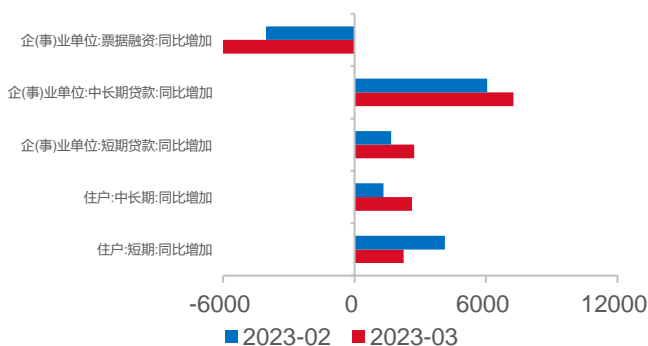
图 1 2/3 月人民币贷款同比多增结构, 亿元.....	4
图 2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元.....	4
图 3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元.....	5
图 4 30 大中城市商品房成交面积及同比, 万平方米, %.....	5
图 5 企业债券融资季节性规律, 亿元.....	5
图 6 政府债券融资季节性规律, 亿元.....	5
图 7 2/3 月存款同比多增结构, 亿元.....	6
图 8 人民币存款季节性规律, 亿元.....	6

事件: 4月11日, 央行发布3月金融数据。3月M2同比12.7%, 前值12.9%, M1同比5.1%, 前值5.8%。新增人民币贷款3.89万亿元, 前值为1.81万亿元。社会融资规模增量5.38万亿元, 前值为3.16万亿元。社融存量增速升至10%, 前值9.9%。

1. 企业中长期贷款依旧表现强劲

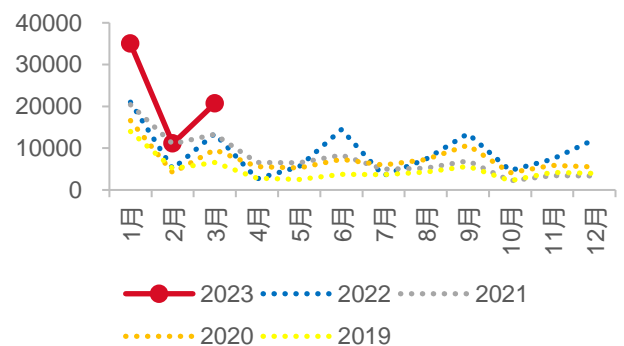
企业贷款新增2.7万亿元, 同比多增2200亿元, 其中短期贷款增加1.08万亿元, 同比多增2726亿元; 新增中长期贷款2.07万亿元, 同比多增7252亿元, 延续高增的趋势, 信贷前置发力依然明显。一方面, 基建投资、制造业投资旺盛带动企业中长期贷款多增, 一季度央行问卷调查中基建、制造业贷款需求指数分别升至71.0%和73.9%; 另一方面, 去年以来落地的政策性开发性金融工具尚有配套融资需求。

图1 2/3月人民币贷款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元

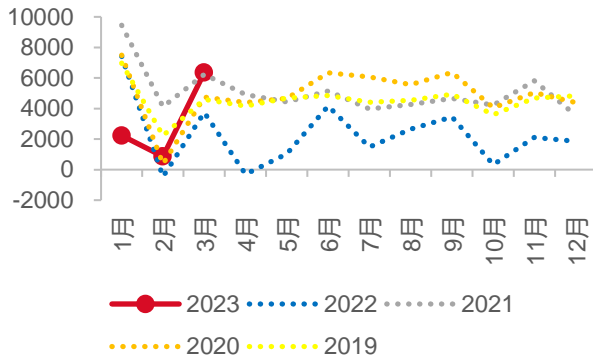


资料来源: 央行, 东海证券研究所

2. 结构的改善体现在居民部门贷款明显回暖

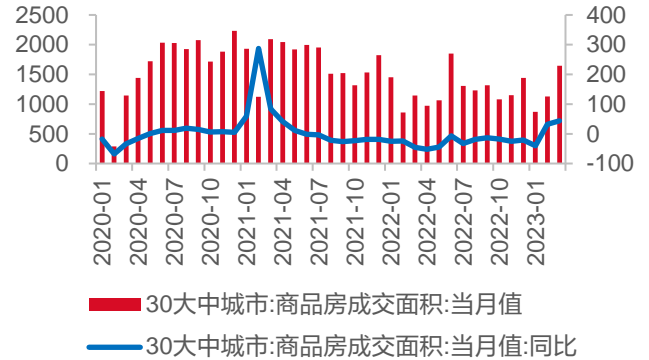
3月居民部门贷款增加1.24万亿元, 同比多增4908亿元。从结构上看, 短期贷款增加6094亿元, 同比多增2246亿元, 从同日公布的通胀数据来看, 在汽车消费表现不佳的情况下, 短贷所体现出的居民消费需求可能更多得体现在旅游出行等服务业上; 另外低利率下对存量房贷的置换现象可能仍然存在。中长期贷款新增6348亿元, 同比多增2613亿元, 随着稳地产政策的逐步推出和落地, 房地产销售出现边际改善, 带动居民中长期贷款明显回升。根据Wind数据统计, 3月30大中城市商品房成交面积1662万平方米, 同比45.0%, 环比47.6%。除此之外, 当月居民中长期贷款的跃升可能还反映出了二手房交易的活跃度明显提升。房地产新房销售进入四月后环比有放缓的迹象, 说明大幅回升的持续性仍然有待观察。

图3 居民中长期贷款季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图4 30大中城市商品房成交面积及同比，万平方米，%

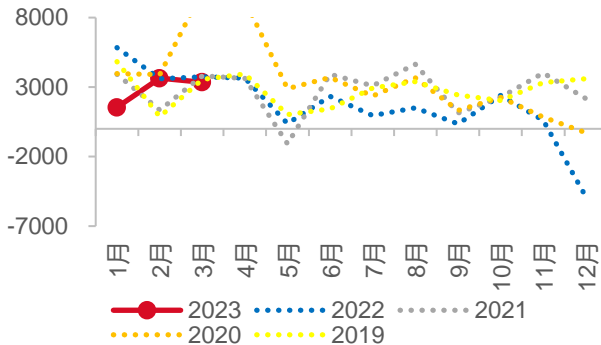


资料来源：Wind，东海证券研究所

3. 社融存量增速回归两位数增长

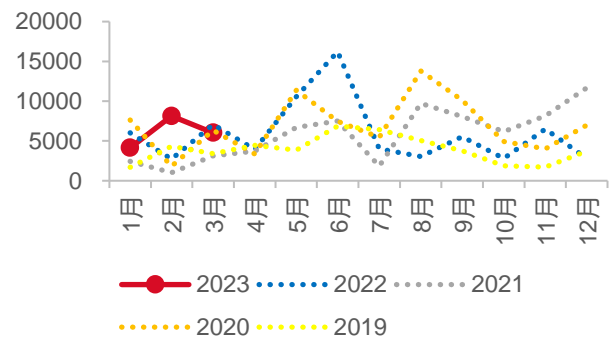
从社融结构上看，人民币贷款和表外票据融资是社融的主要贡献项，企业债券和政府债券对社融构成一定拖累。3月未贴现银行承兑汇票同比多增1503亿元，企业开票意愿较高。企业债券融资新增3350亿元，同比少增400亿元，风险事件后债市的融资规模仍在逐步恢复的过程中。在3月财政政策继续前置发力下，政府债券融资新增6022亿元，维持相对高位，但同比少增1052亿元。总的来看，当月新增社融规模创历年同期最高，带动社融增速回升至10.0%。

图5 企业债券融资季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图6 政府债券融资季节性规律，亿元

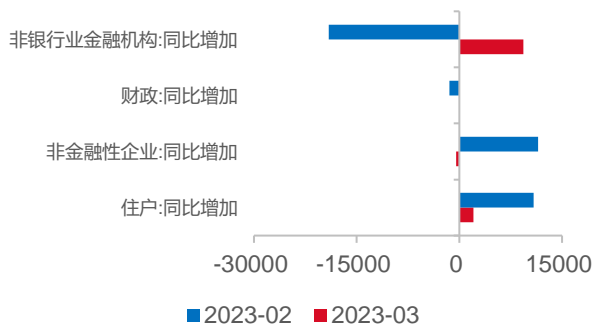


资料来源：央行，东海证券研究所

4. M2M1 剪刀差走阔，经济活力仍然不足

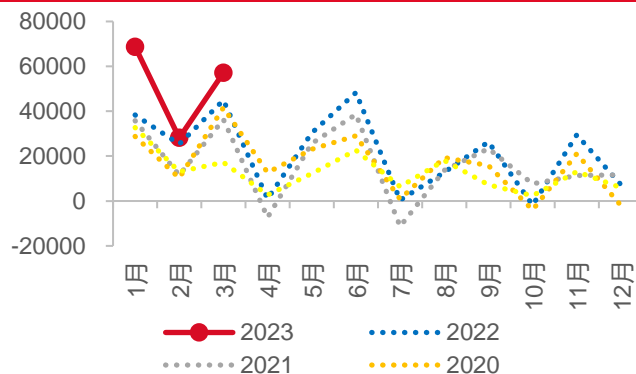
M2同比增长12.7%，主要由于贷款多增带动存款派生，而去年同期基数较高，影响M2增速回落。而同样受高基数影响的M1增速回落幅度要大于M2，导致M2M1剪刀差进一步走阔，可能反映出经济活力仍然不足，资金可能存在一定的空转现象。3月人民币存款增加5.71万亿元，同比多增1.22万亿元。其中住户存款新增2.91万亿元，虽然仍同比多增2051亿元，但幅度较前期已明显减少，表明当前居民预防性储蓄的现象边际上有所缓解，这与一季度央行问卷调查中倾向“更多储蓄”的居民占比下降相符。

图7 2/3月存款同比多增结构，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图8 人民币存款季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

5.核心观点

总的来看，3月金融数据总量结构上双双改善，此前偏弱的居民贷款明显回暖；企业贷款维持强劲。结合当天发布的通胀数据来看，反映出现象是投资需求整体偏强，而消费需求可能强在场景恢复后的服务业消费，商品消费表现仍然偏弱。此外，如房地产销售等是否存在积压需求集中释放所带来的高增，仍需持续观察，M2M1剪刀差的扩大也存在对资金空转的担忧。应理性看待通胀的“冷”和金融数据的“热”，经济复苏仍需政策呵护。

6.风险提示

稳增长政策落地不及预期，可能会导致经济恢复不及预期。

一季度社融高增对全年的透支风险，下半年社融增长可能不及预期。

高利率环境下，海外金融市场风险，引发全球系统性金融危机。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089