



Research and  
Development Center

# 3 月社融再超预期，居民信贷回暖是亮点

银行

2023 年 04 月 13 日

证券研究报告

行业研究

行业事项点评

银行

投资评级

上次评级

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

廖紫苑 银行业分析师

执业编号: S1500522110005

联系电话: 16621184984

邮箱: liaoziyuan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 3月社融再超预期，居民信贷回暖是亮点

2023年04月13日

### 本期内容提要:

➤ **3月新增社融超预期，信贷发力为主因。**3月社融新增5.38万亿元（万得一致预测4.42万亿元），已连续3个月超出市场预期，处于历史同期最高水平。3月社融同比多增7079亿元，主要得益于人民币贷款同比多增7211亿元。3月末社融存量为359.02万亿元，同比增速较上月回升0.1pct至10%。

➤ **居民信贷回暖是亮点，企业信贷持续向好。**2023年3月对实体经济发放的人民币贷款增加3.95万亿元（万得一致预测3.09万亿元），已经连续第4个月超出市场预期，处于历史同期最高水平。信贷“开门红”势头延续，得益于企业和居民信贷同步改善。分部门来看：

**1) 居民信贷需求回暖，结构更加均衡。**3月居民贷款新增1.24万亿元，处于历史同期最高水平和历史单月次高水平，同比多增4908亿元。其中，①居民短贷同比多增2246亿元，反映出随着经济复苏和疫情影响逐步减弱，居民消费需求或有所提升；②居民中长贷同比多增2613亿元，或对应3月房地产销售好转。随着疫情期间累积的购房需求释放、二手房“带押过户”等政策推动，3月30大中城市商品房成交面积同比增长43.59%，百强房企销售额同比上升24.6%。此外，3月以来监管部门开展不法贷款中介专项治理行动，严查经营贷置换房贷操作，提前还贷行为或有所减少，有助于按揭贷款放量。

**2) 企业信贷延续向好势头，中长贷继续高增。**3月企业贷款新增2.70万亿元，同比多增2200亿元。其中，①企业短贷同比多增2726亿元，或表明企业活跃度随经济回暖而提升；②企业中长贷同比多增7252亿元，仍为拉动信贷高增的主力。我们认为，根据央行问卷调查报告，制造业、基建投资、普惠小微或为主要投放领域，房地产企业贷款或有所提升；企业中长期贷款供需两旺，或源于政策靠前发力带动基建和制造业等领域信贷需求上行，同时银行“早投放、早收益”情况下适度靠前部署。③票据融资同比少增7874亿元，或源于银行腾挪表内票据额度来满足信贷需求、优化信贷结构。

➤ **直接融资同比少增，表外票据贡献增量。**3月直接融资同比少增1858亿元，其中政府债券同比少增1052亿元，主要源于高基数影响；企业债同比少增462亿元，或表明理财赎回、债市调整的冲击已基本得到消化。表外融资同比多增1784亿元，其中未贴现银行承兑汇票同比多增1503亿元，主要源于信贷需求回暖背景下，企业开票需求增加，而银行贴现至表内的规模下降。委托贷款和信托贷款合计新增129亿元，规模较小，同比多增281亿元，非标整改压力较轻。

➤ **存款增速再创新高，M2-M1剪刀差扩大。**3月末人民币存款余额同比增长12.7%，增速创近6年新高，或与降准、信贷投放加快等因素相关。M1同比增长5.1%，M2同比增长12.7%，增速分别较上月末增速下降

0.7pct 和 0.2pct。M2-M1 剪刀差 7.6%，较上月末扩大 0.5pct，或表明当前居民和企业信心尚未完全恢复，资金活化速度较慢。

- **投资建议：**3 月社融和信贷投放超预期，消费复苏和房地产销售好转推进居民信贷回暖成为一大亮点，经济回暖的信号再次得到验证，有望从扩规模、稳息差及降风险等方面助力银行基本面改善。我们认为，今年财政和信贷投放明显前置，对一季度经济修复形成较强支撑，有助于提振市场信心、加快宽信用进程，但也一定程度上压缩了后续空间。展望未来，我们预计全年宽信用的总基调不变，随着稳增长政策持续发力，经济复苏动能有望不断增强，而信贷增速或将高位趋缓；结构上，随着经济复苏、消费回暖，对公贷款增量或将逐步平稳，而零售贷款的比重或将逐步提升。当前银行板块估值处于洼地，与其坚韧的基本面形成较大反差，具有估值修复空间。建议关注以下三条投资主线：一是有望率先受益于中国特色估值体系建设的国有大行；二是有望享受区域红利的优质个股，如宁波银行、常熟银行、成都银行、杭州银行；三是基本面扎实但前期受疫情和地产风险压制较多的龙头标的，如招商银行、平安银行。
- **风险因素：**宏观经济超预期下行；政策出台不及预期；风险集中爆发。

## 目录

一、3月社融再超预期，居民信贷回暖是亮点.....	5
1.1、3月新增社融超预期，信贷发力为主因.....	5
1.2、居民信贷回暖是亮点，企业信贷持续向好.....	6
1.3、直接融资同比少增，表外票据贡献增量.....	8
1.4、存款增速再创新高，M2-M1剪刀差扩大.....	9
二、投资建议：经济回暖信号增强，看好银行估值修复.....	10
三、风险因素.....	10

## 表目录

表 1：新增社会融资规模结构.....	6
表 2：新增贷款结构.....	8
表 3：表外融资和直接融资结构.....	9

## 图目录

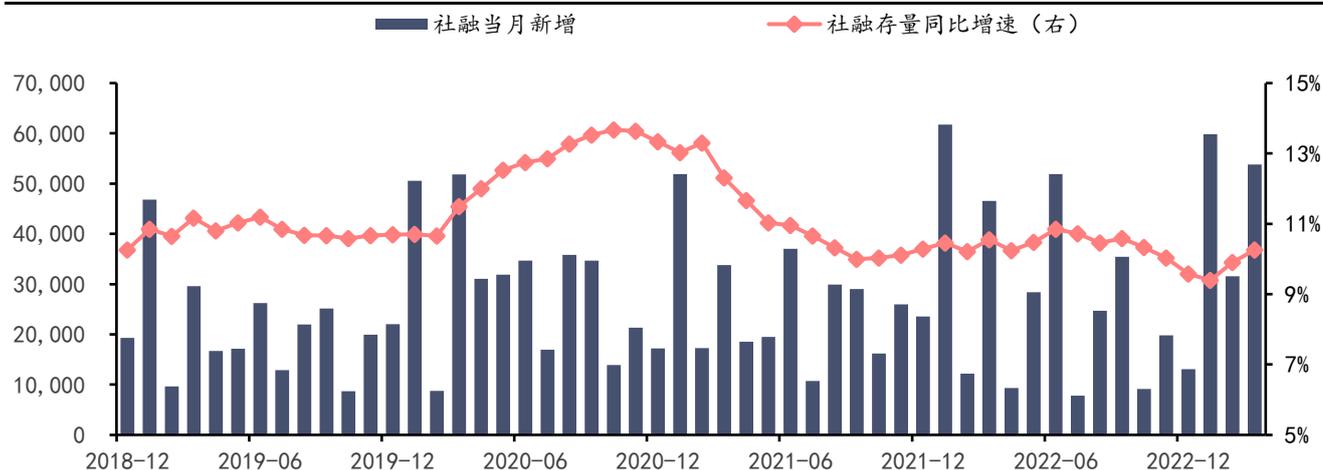
图 1：社融当月新增和社融存量同比增速.....	5
图 2：社融结构（同比多增）.....	5
图 3：信贷结构（同比多增）.....	7
图 4：信贷结构——居民端（同比多增）.....	7
图 5：信贷结构——非金融企业端（同比多增）.....	7
图 6：直接融资结构（同比多增）.....	8
图 7：表外融资结构（同比多增）.....	9
图 8：M1 和 M2 同比增速.....	10

## 一、3月社融再超预期，居民信贷回暖是亮点

### 1.1、3月新增社融超预期，信贷发力为主因

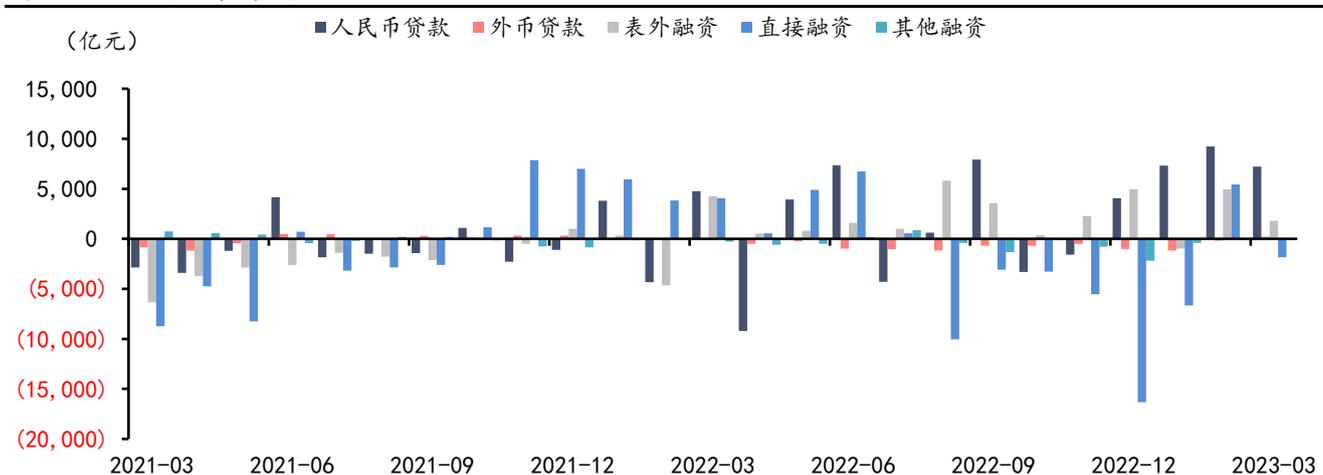
3月社融新增5.38万亿元（万得一致预测4.42万亿元），已连续3个月超出市场预期，处于历史同期最高水平。3月社融同比多增7079亿元，主要得益于人民币贷款（同比多增7211亿元）和未贴现银行承兑汇票（同比多增1503亿元）的正面贡献，而主要拖累项为政府债券（高基数下同比少增1052亿元）。3月末，社融存量为359.02万亿元，同比增速较上月回升0.1pct至10%。

图 1：社融当月新增和社融存量同比增速



资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 2：社融结构（同比多增）



资料来源：WIND、信达证券研发中心

**表 1：新增社会融资规模结构**

当月值 (亿元)	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03
<b>社会融资规模</b>	<b>9134</b>	<b>19837</b>	<b>13058</b>	<b>59866</b>	<b>31560</b>	<b>53800</b>
人民币贷款	4431	11448	14401	49314	18184	39502
外币贷款	(724)	(648)	(1665)	(131)	310	427
表外融资	(1747)	(262)	(1419)	3485	(81)	1919
直接融资	5992	7912	(635)	6652	12353	9924
其他融资	1182	1387	2376	546	794	2028
同比多增 (亿元)	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03
<b>社会融资规模</b>	<b>(7042)</b>	<b>(6146)</b>	<b>(10522)</b>	<b>(1959)</b>	<b>19500</b>	<b>7079</b>
人民币贷款	(3321)	(1573)	4051	7308	9241	7211
外币贷款	(691)	(514)	(1016)	(1162)	(170)	188
表外融资	373	2276	4969	(996)	4972	1784
直接融资	(3282)	(5546)	(16327)	(6651)	5436	(1858)
其他融资	(121)	(789)	(2199)	(458)	21	(246)

资料来源：WIND、信达证券研发中心

## 1.2、居民信贷回暖是亮点，企业信贷持续向好

2023年3月对实体经济发放的人民币贷款增加3.95万亿元（万得一致预测3.09万亿元），已经连续第4个月超出市场预期，处于历史同期最高水平，同比多增7211亿元。信贷“开门红”势头延续，得益于企业和居民信贷同步改善。分部门来看：

### 1) 居民信贷需求回暖，结构更加均衡。

与2月类似，3月信贷数据的一大亮点也在于居民端回暖。但与2月主要依托低基数效应不同，3月居民端新增贷款规模和同比增量均有较好表现。具体来看，3月居民贷款新增1.24万亿元，处于历史同期最高水平和历史单月次高水平，同比多增4908亿元。其中，

① 居民短贷同比多增2246亿元，反映出随着经济复苏和疫情影响逐步减弱，居民消费需求或有所提升。

② 居民中长贷同比多增2613亿元，或对应3月房地产销售好转。随着疫情期间累积的购房需求释放、二手房“带押过户”等政策推动，3月30大中城市商品房成交面积同比增长43.59%，百强房企销售额同比上升24.6%、环比上升36.7%。此外，3月以来监管部门开展不法贷款中介专项治理行动，严查经营贷置换房贷操作，提前还贷行为或有所减少，有助于按揭贷款放量。

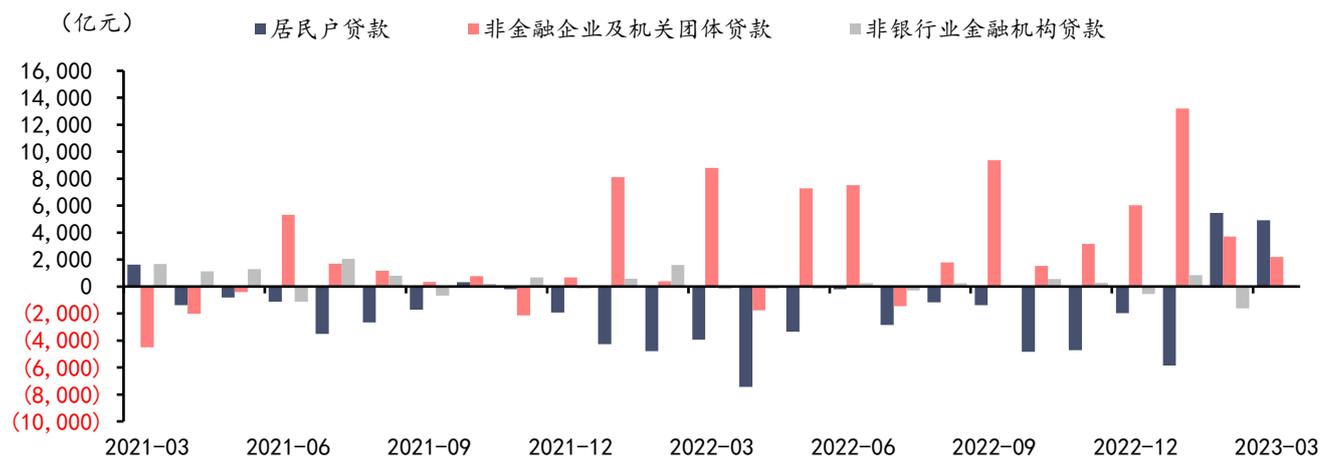
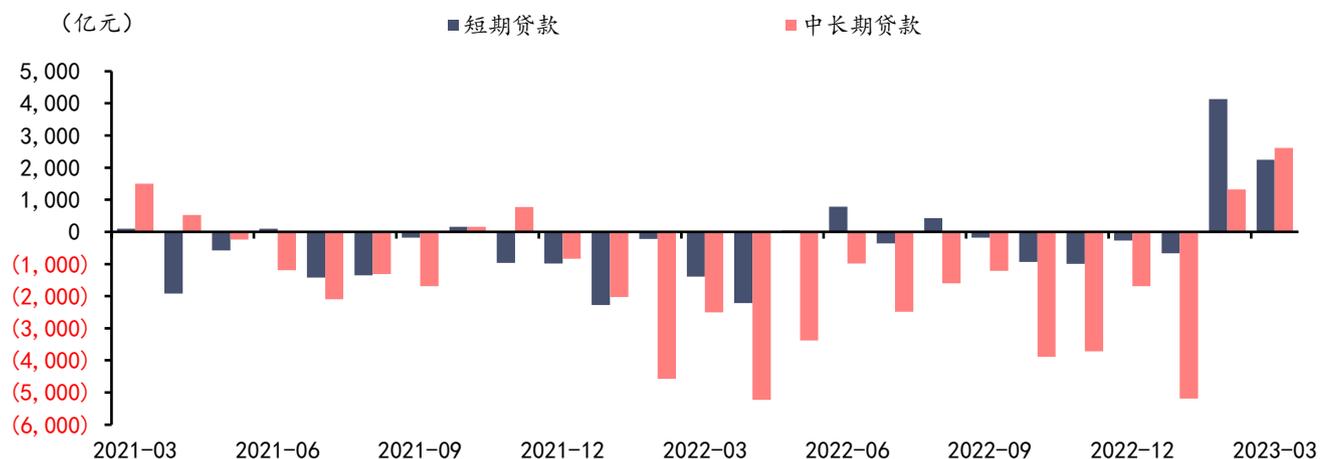
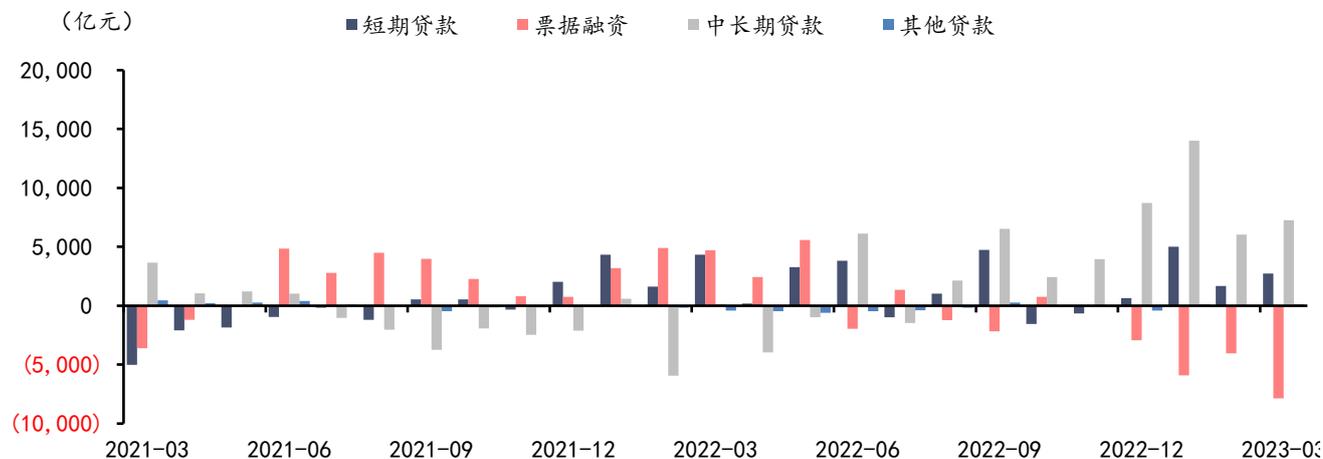
### 2) 企业信贷延续向好势头，中长贷继续高增。

3月企业贷款新增2.70万亿元，同比多增2200亿元。其中，

① 企业短贷同比多增2726亿元，或表明随着经济回暖，企业活跃度提升。

② 企业中长贷同比多增7252亿元，仍为拉动信贷高增的主力。我们认为，根据央行2023年第一季度银行家问卷调查报告披露数据，制造业、基建投资、普惠小微或为主要投放领域，房地产企业贷款或有所提升；企业中长期贷款供需两旺，或源于政策靠前发力带动基建和制造业等领域信贷需求上行，同时银行“早投放、早收益”情况下适度靠前部署。

③ 票据融资同比少增7874亿元，或源于银行腾挪表内票据额度来满足信贷需求、优化信贷结构。

**图 3：信贷结构（同比多增）**

**图 4：信贷结构——居民端（同比多增）**

**图 5：信贷结构——非金融企业端（同比多增）**


**表 2：新增贷款结构**

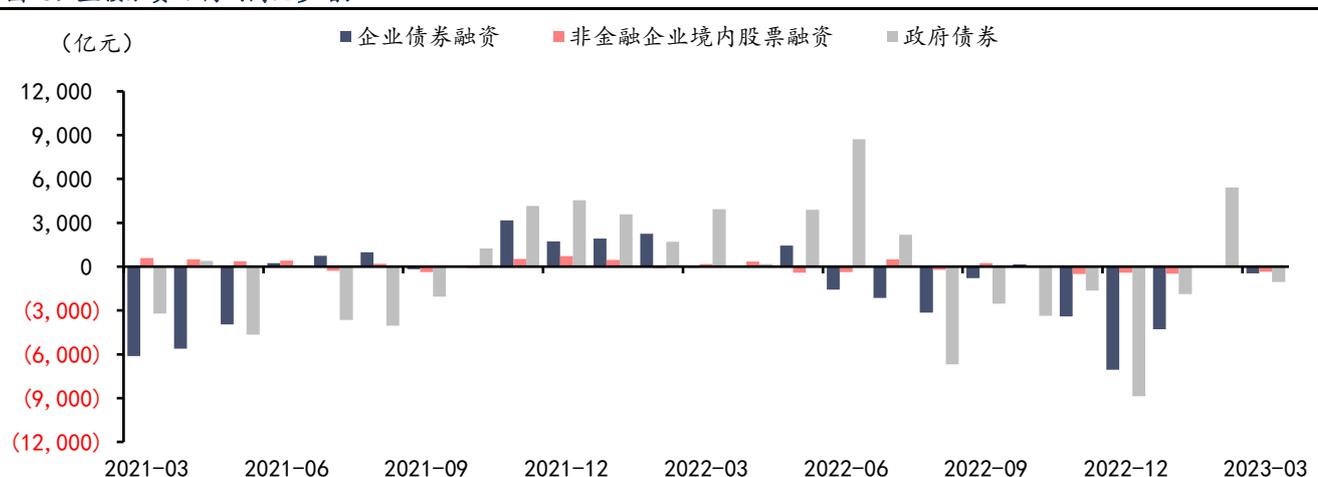
当月值 (亿元)	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03
<b>居民户贷款</b>	<b>(180)</b>	<b>2627</b>	<b>1753</b>	<b>2572</b>	<b>2081</b>	<b>12447</b>
短期贷款	(512)	525	(113)	341	1218	6094
中长期贷款	332	2103	1865	2231	863	6348
<b>非金融企业及机关团体贷款</b>	<b>4626</b>	<b>8837</b>	<b>12637</b>	<b>46800</b>	<b>16100</b>	<b>27000</b>
短期贷款	(1843)	(241)	(416)	15100	5785	10815
票据融资	1905	1549	1146	(4127)	(989)	(4687)
中长期贷款	4623	7367	12110	35000	11100	20700
其他贷款	(59)	162	(203)	827	204	172
<b>同比多增 (亿元)</b>	<b>2022-10</b>	<b>2022-11</b>	<b>2022-12</b>	<b>2023-01</b>	<b>2023-02</b>	<b>2023-03</b>
<b>居民户贷款</b>	<b>(4827)</b>	<b>(4710)</b>	<b>(1963)</b>	<b>(5858)</b>	<b>5450</b>	<b>4908</b>
短期贷款	(938)	(992)	(270)	(665)	4129	2246
中长期贷款	(3889)	(3718)	(1693)	(5193)	1322	2613
<b>非金融企业及机关团体贷款</b>	<b>1525</b>	<b>3158</b>	<b>6017</b>	<b>13200</b>	<b>3700</b>	<b>2200</b>
短期贷款	(1555)	(651)	638	5000	1674	2726
票据融资	745	(56)	(2941)	(5915)	(4041)	(7874)
中长期贷款	2433	3950	8717	14000	6048	7252
其他贷款	(98)	(85)	(397)	115	19	96

资料来源：WIND、信达证券研发中心

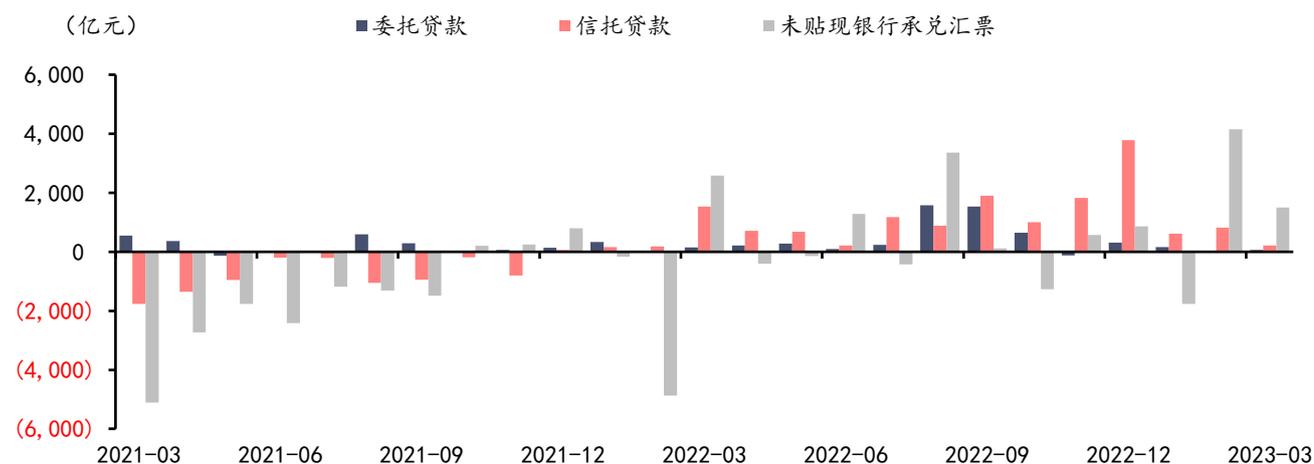
### 1.3、直接融资同比少增，表外票据贡献增量

3月直接融资同比少增 1858 亿元，其中政府债券同比少增 1052 亿元，主要源于高基数影响；企业债同比少增 462 亿元，或表明此前理财赎回、债市调整的冲击已基本得到消化。

3月表外融资同比多增 1784 亿元，其中未贴现银行承兑汇票同比多增 1503 亿元，主要源于信贷需求回暖背景下，企业开票需求增加，而银行以票据冲量的需求下降，表外票据贴现至表内的规模下降。委托贷款和信托贷款合计新增 129 亿元，规模较小，同比多增 281 亿元，非标整改压力较轻。

**图 6：直接融资结构 (同比多增)**


资料来源：WIND、信达证券研发中心

**图 7：表外融资结构（同比多增）**


资料来源：WIND、信达证券研发中心

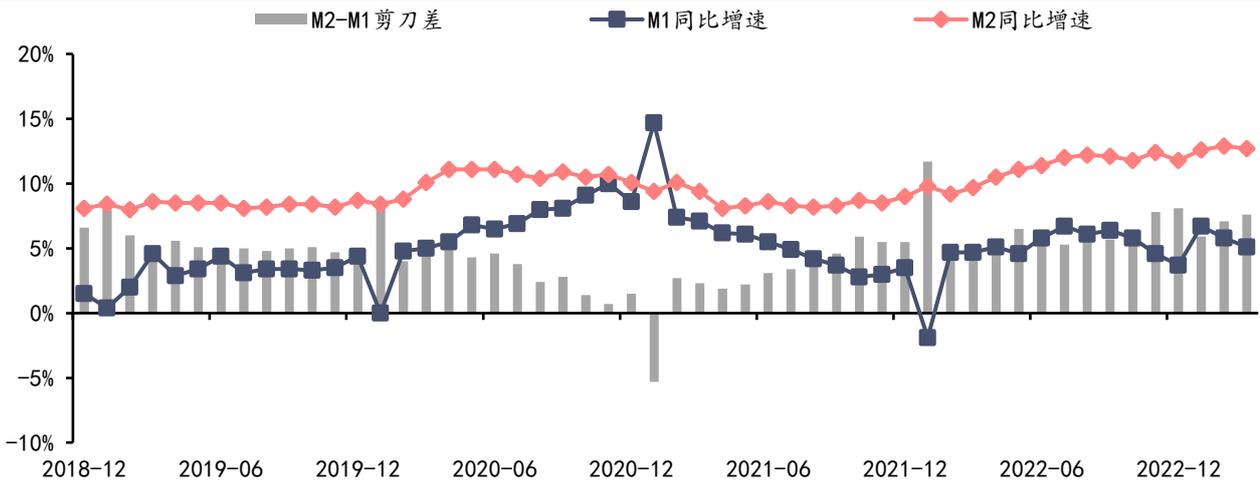
**表 3：表外融资和直接融资结构**

当月值（亿元）	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03
<b>表外融资</b>	<b>(1747)</b>	<b>(262)</b>	<b>(1419)</b>	<b>3485</b>	<b>(81)</b>	<b>1919</b>
委托贷款	470	(88)	(101)	584	(77)	174
信托贷款	(61)	(365)	(764)	(62)	66	(45)
未贴现银行承兑汇票	(2156)	191	(554)	2963	(70)	1790
<b>直接融资</b>	<b>5992</b>	<b>7912</b>	<b>(635)</b>	<b>6652</b>	<b>12353</b>	<b>9924</b>
企业债券融资	2413	604	(4887)	1548	3644	3288
非金融企业境内股票融资	788	788	1443	964	571	614
政府债券	2791	6520	2809	4140	8138	6022
同比多增（亿元）	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03
<b>表外融资</b>	<b>373</b>	<b>2276</b>	<b>4969</b>	<b>(996)</b>	<b>4972</b>	<b>1784</b>
委托贷款	643	(123)	315	156	(3)	67
信托贷款	1000	1825	3789	618	817	214
未贴现银行承兑汇票	(1270)	574	865	(1770)	4158	1503
<b>直接融资</b>	<b>(3282)</b>	<b>(5546)</b>	<b>(16327)</b>	<b>(6651)</b>	<b>5436</b>	<b>(1858)</b>
企业债券融资	152	(3402)	(7054)	(4290)	34	(462)
非金融企业境内股票融资	(58)	(506)	(408)	(475)	(14)	(344)
政府债券	(3376)	(1638)	(8865)	(1886)	5416	(1052)

资料来源：WIND、信达证券研发中心

#### 1.4、存款增速再创新高，M2-M1 剪刀差扩大

3 月末，人民币存款余额同比增长 12.7%，增速创近 6 年新高，或与降准、信贷投放加快等因素相关。M1 同比增长 5.1%，增速较上月末下降 0.7pct。M2 同比增长 12.7%，增速较上月末下降 0.2pct，但仍维持高位。M2-M1 剪刀差 7.6%，较上月末扩大 0.5pct，或表明当前居民和企业信心尚未完全恢复，资金活化速度较慢。

**图 8：M1 和 M2 同比增速**


资料来源：WIND、信达证券研发中心

## 二、投资建议：经济回暖信号增强，看好银行估值修复

3 月社融和信贷投放超预期，消费复苏和房地产销售好转推进居民信贷回暖成为一大亮点，经济回暖的信号再次得到验证，有望从扩规模、稳息差及降风险等方面助力银行基本面改善。我们认为，今年财政和信贷投放明显前置，对一季度经济修复形成较强支撑，有助于提振市场信心、加快宽信用进程，但也一定程度上压缩了后续空间。展望未来，我们预计全年宽信用的总基调不变，随着稳增长政策持续发力，经济复苏动能有望不断增强，而信贷增速或将高位趋缓；结构上，随着经济复苏、消费回暖，对公贷款增量或将逐步平稳，而零售贷款的比重或将逐步提升。当前银行板块估值处于洼地，与其坚韧的基本面形成较大反差，具有估值修复空间。建议关注以下三条投资主线：

一是基本面稳健且有望率先受益于中国特色估值体系建设的国有大行；

二是有望享受区域红利的优质个股，如宁波银行、常熟银行、成都银行、杭州银行；

三是基本面扎实但前期受疫情和地产风险压制较多的龙头标的，如招商银行、平安银行。

## 三、风险因素

宏观经济超预期下行；政策出台不及预期；风险集中爆发

## 研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券，四年工作经验。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

## 机构销售联系

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	zhanglanxi@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。