

## 信贷扩张领先实体经济

——3月金融数据点评

2023年04月13日

- **事件：**3月社融存量同比增速10%，前值9.9%；新增人民币贷款3.98亿元，同比多增7600亿元；M2同比增速下行0.2个百分点至12.7%，M1同比下行0.7个百分点至5.1%。
- **信贷增长强劲，银行投放节奏偏快。居民需求仍在恢复的爬坡期，长、短端贷款均有所增加。**居民信贷数据边际好转，但结合CPI消费品低迷的数据表现，实际情况仍需观察。3月房地产成交面积同比增速继续上行，居民购房正在逐步回暖，房地产销售的转好也部分推动了居民长端贷款的上行，但一季度银行推后了部分居民按揭早偿，也将带来一定影响。短贷来看，一方面是居民消费意愿环比改善，另一方面，一季度银行消费贷利率大幅优惠，也部分刺激了居民消费贷的上行。
- **企业中长期贷款同比大幅增加，短贷也有所上行，结构持续改善。**从企业端来看，相较去年年初银行依靠票据冲指标的现象，今年一季度票据等低效资产明显压降，银行放贷节奏整体前置，长端贷款拉动作用加强，一方面是贷款利率偏低，企业长端融资需求增加的带动，另一方面是银行MPA长端信贷占比考核也带来一定拉动。但一季度“开门红”投放幅度过大，也给后续的可持续性带来一定担忧。
- **社融增速继续上行，信贷和非标为主要支撑项。**3月地方政府专项债同比回落，支撑作用边际减弱，信贷拉动作用延续。企业股权、债券融资同比均回落。表外融资保持正增，社融同比多增主要来自信贷和未贴现银行承兑汇票。
- **社融-M2剪刀差逐步收窄，但M1增速下行，企业资金活化效率依然不足。**从企业存款和M1增速来看，企业资金或用于购买定期存款类产品，存在一定的资金空转与套利，资金淤积在银行体系内空转的问题依然存在。储蓄端来看，居民防御性储蓄仍强，但增幅明显放缓。财政存款延续负增，财政支出保持发力。
- **一季度信贷投放节奏较快，信贷领跑实体需求。**一季度银行信贷投放积极性较高，信贷保持较高规模。但当前实体需求不足的问题依然存在，需求端的修复仍需政策驱动和时间消化。需求偏弱的背景下，信贷投放节奏存在放缓风险。一季度社融超预期，市场此前也部分纳入预期，机构欠配的背景下，市场对利多信息更加敏感，当前利率处于相对低位，不宜过度追高，利率债交易可以延续票息策略为主。
- **风险因素：**居民消费持续低迷，宽信用政策落地不及预期，企业融资需求超预期转弱。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

### 相关研究

资金压力缓释，短端国债利率下行  
资产荒行情下，如何挖掘收益？  
一级发行回落，利差多数走阔

## 正文目录

事件.....	3
1 信贷增长强劲，投放节奏较快.....	3
2 宽信用稳步推进，信贷、非标为主要支撑项.....	4
3 社融-M2 倒挂程度收窄，居民存款增幅减小.....	5
4 市场影响.....	6
5 风险提示.....	7
图表 1: 企业中长期贷款同比增幅最大 (亿元) .....	3
图表 2: 居民新增贷款 (MA12) 增长 (%) .....	3
图表 3: 30 城商品房成交同比上涨(%,万平方米).....	4
图表 4: 百城土地成交面积依然低迷 (%，万平方米) .....	4
图表 5: 社融存量同比增速小幅上行 (%) .....	4
图表 6: 社融分项占比走势 (%) .....	4
图表 7: 企业债券融资回落、股权融资上行 (亿元) .....	5
图表 8: 未贴现银行承兑汇票快速增长 (亿元) .....	5
图表 9: M1、M2 剪刀差继续走阔 (%) .....	5
图表 10: 社融与 M2 倒挂程度减弱 (%) .....	5
图表 11: 新增存款季节性环比增加 (亿元) .....	6
图表 12: 居民新增存款上行幅度减小 (亿元) .....	6
图表 13: 广义流动性缺口逐步收敛 (%) .....	6
图表 14: M1-PPI 同比上行，权益估值继续上涨 (%) .....	6

## 事件

2023年3月新增社融5.38万亿元，同比多增7235亿元，前值3.16万亿元，社融存量同比增速10%，前值9.9%；新增人民币贷款3.89万亿元（市场预期3.09万亿元），同比多增7600亿元，上月为1.81万亿元；M2同比增速下行0.2个百分点至12.7%，M1同比下行0.7个百分点至5.1%。

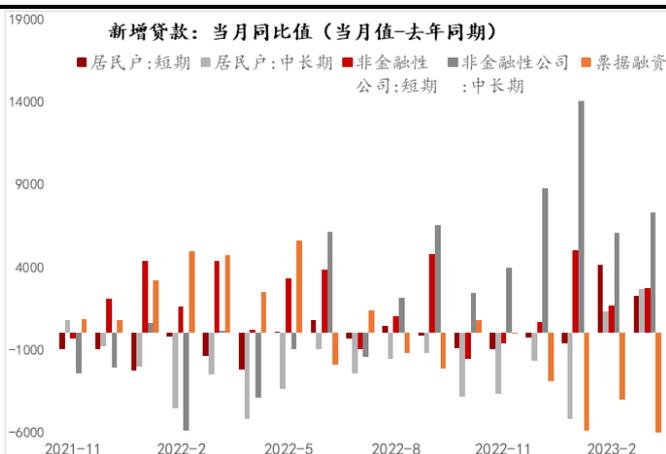
### 1 信贷增长强劲，投放节奏较快

**信贷增长强劲，银行投放节奏偏快，一季度同比大幅多增，企业、居民贷款双双走强。**3月新增人民币贷款3.89万亿元，高于市场预期的3.09万亿元，同比多增7600亿元，上月为1.81万亿元。2023年一季度累计新增人民币贷款10.6万亿元，同比2022年多增2.26万亿元。

**企业中长期贷款同比大幅增加，短贷也有所上行，结构持续改善，企业表内票据融资明显走弱。**从企业端来看，3月新增中长期贷款2.07万亿元，同比多增7252亿元。短期贷款同比增速有所上行，本月短期贷款1.08万亿元，同比上行2726亿元，上月值为5785亿元。企业表内票据融资缩减4687亿元，同比多减7874亿元。相较去年年初银行依靠票据冲指标的现象，今年一季度实体融资需求逐步好转，年初优质信贷项目较为集中，银行放贷节奏整体前置，长端贷款拉动作用加强，一方面是企业长端融资需求增加的带动，另一方面是银行MPA长端信贷占比考核也带来一定拉动。

**居民需求仍在恢复的爬坡期，长、短端贷款均有所增加。**从居民端来看，3月居民部门贷款新增1.24万亿元，同比多增4908亿元。其中，中长期贷款新增6348亿元，同比多增2613亿元，短期贷款新增6094亿元，同比多增2246亿元。从央行公布的一季度城镇储户问卷调查报告来看，居民一季度收入、就业感受指数均好于上一季，收入信心也有所上行，就业预期指数抬升较为明显，消费、投资意愿环比上季提高，储蓄意愿环比降低，居民信贷数据边际好转，但结合CPI消费品低迷的数据表现，实际情况仍需观察。一方面是居民消费意愿环比改善，另一方面，一季度银行消费贷利率大幅优惠，也部分刺激了居民消费贷的上行。

图表1: 企业中长期贷款同比增幅最大(亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

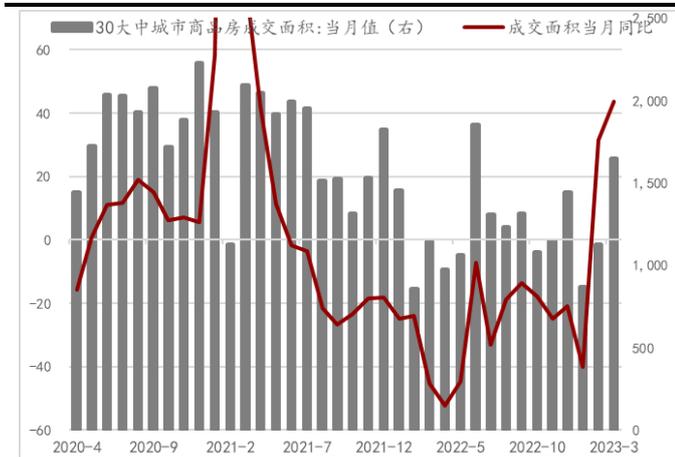
图表2: 居民新增贷款(MA12)增长(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

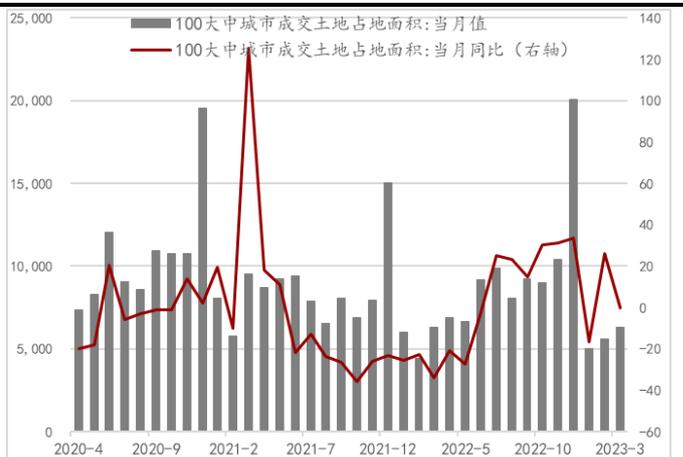
3月房地产销售延续转好，拿地依然相对低迷，政策持续放松下，居民购房意愿正逐步提振。从30大中城市房地产成交数据来看，3月房地产成交面积同比增速继续上行，居民购房意愿正在逐步回暖。房地产销售的转好也部分推动了居民长端贷款的上行，但一季度银行推后了部分居民按揭早偿，也将带来一定影响。但从百城土地成交面积来看，土地成交数据依然较为低迷，房企资金链好转仍需时间消化，拿地依然偏谨慎。

图表3: 30城商品房成交同比上涨(%，万平方米)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 百城土地成交面积依然低迷(%，万平方米)

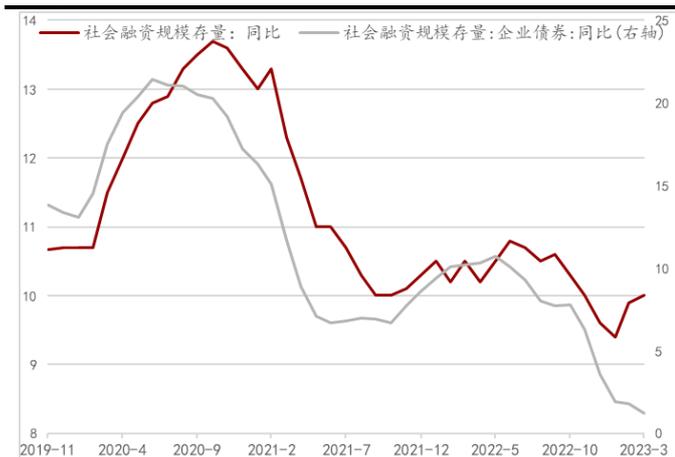


资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 2 宽信用稳步推进，信贷、非标为主要支撑项

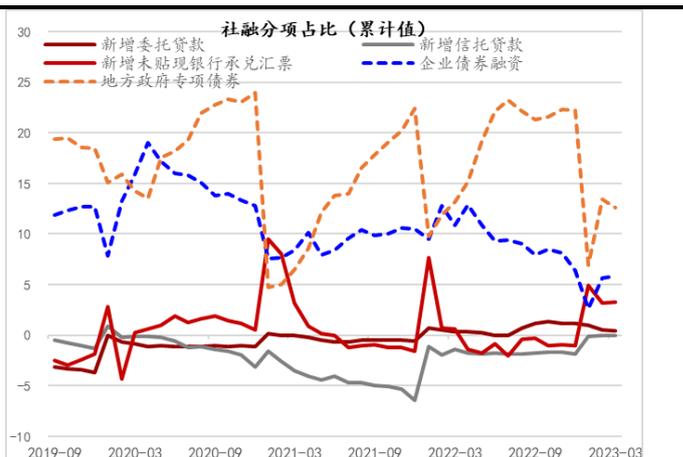
社融增速继续上行，同比保持多增，宽信用进程稳步推进，信贷和非标为主要支撑项。新口径下3月新增社会融资规模5.38万亿元，同比多增7235亿元，社融存量同比增速10.0%，较上月上行0.1个百分点。具体来看：

图表5: 社融存量同比增速小幅上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 社融分项占比走势(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

地方政府专项债同比回落，支撑作用边际减弱，信贷拉动作用延续。本月地方政府专项债6022亿元，同比减少1052亿元，前值8138亿元，在社融中占比下行。本月人民币贷款3.95万亿元，同比增加7211亿元，起到较强拉动作用。

企业股权、债券融资同比均回落，股权融资环比保持上行。3月，企业债券融资3288亿元，同比减少462亿元，前值3644亿元，市场监管趋严、风险偏好回落的背景下，弱资质主体发债承压。非金融企业境内股票融资614亿元，同比减少344亿元，前值571亿元，

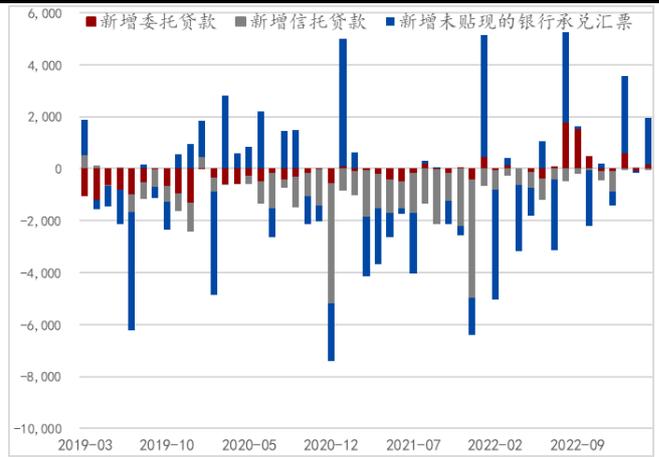
表外融资保持正增，社融同比多增主要来自信贷和未贴现银行承兑汇票。3月非标融资1919亿元，同比增加1784亿元。其中，表外票据融资1790亿元，同比上行1503亿，抬升幅度放缓；信托贷款融资-45亿元，同比上行214亿；委托贷款174亿元，同比上行67亿。本月非标融资同比上行，数值整体也保持正值，政策压降信托延续，但考虑到房地产现金流压力等，信托贷款压降力度相对缓和。

图表7: 企业债券融资回落、股权融资上行 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 未贴现银行承兑汇票快速增长 (亿元)

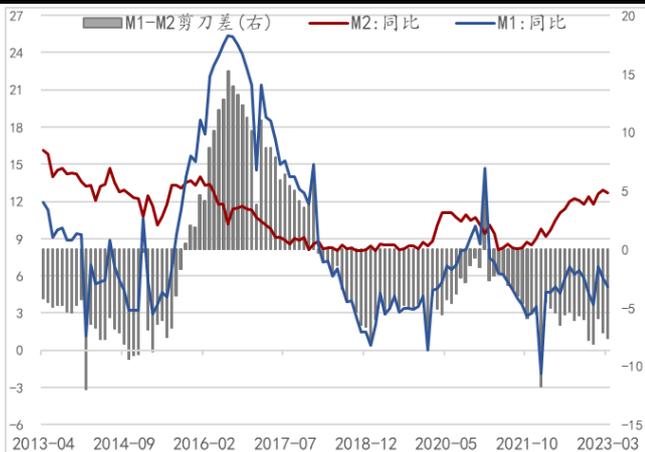


资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3 社融-M2 倒挂程度收窄，居民存款增幅减小

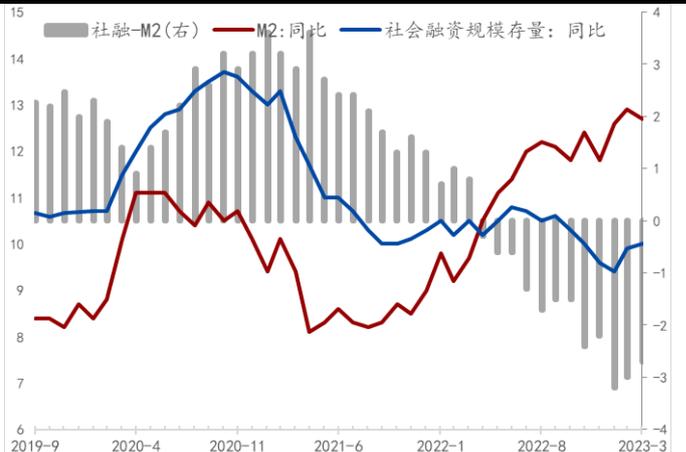
社融-M2剪刀差逐步收窄，但M1增速下行，企业资金活化效率依然不足。3月M2同比增速回落0.2个百分点至12.7%，市场预期为11.9%，M1同比增速由上月的5.8%回落为5.1%。社融与M2剪刀差由上月的-3%收窄为-2.7%，M1与M2剪刀差由上月的-7.1%下行至-7.6%，从企业存款和M1增速来看，企业资金或用于购买定期存款类产品，存在一定的资金空转与套利，资金淤积在银行体系内空转的问题依然存在。

图表9: M1、M2剪刀差继续走阔 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

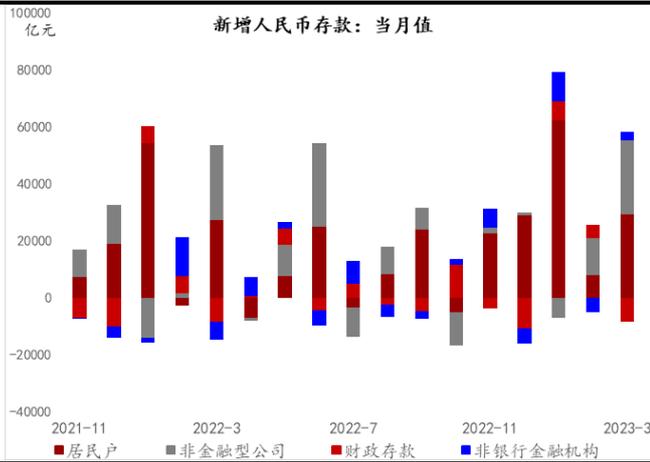
图表10: 社融与M2倒挂程度减弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

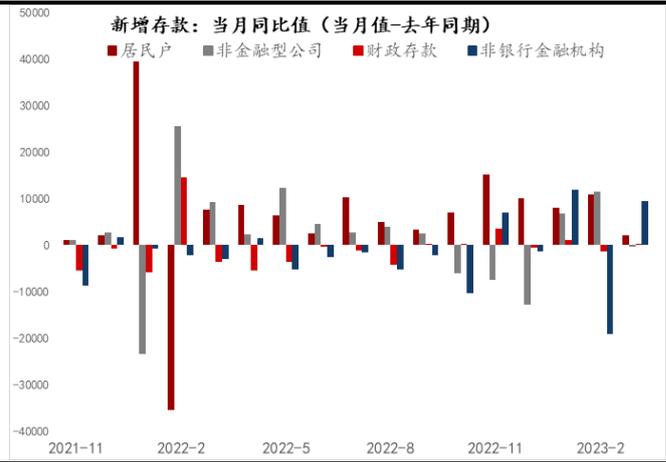
居民防御性储蓄仍强，但增幅明显放缓，企业存款同比小幅减少，财政支出保持发力。3月，新增人民币存款5.71万亿元，前值2.81万亿元，同比多增12200亿元。其中，居民户存款29074亿元，同比增加2051亿元；非金融企业存款26055亿元，同比减少456亿元；财政存款-8412亿元，同比增加13亿元。居民消费意愿和信心在逐步好转的过程当中，超额储蓄转化为消费仍需时间，本月也受到季末理财冲存款力度较大的影响。

图表11: 新增存款季节性环比增加 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 居民新增存款上行幅度减小 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 4 市场影响

一季度信贷投放节奏较快，信贷领跑实体需求。一季度银行信贷投放积极性较高，信贷保持较高规模。但当前实体需求不足的问题依然存在，需求端的修复仍需政策驱动和时间消化。需求偏弱的背景下，信贷投放节奏存在放缓风险。一季度社融超预期，市场此前也部分纳入预期，机构欠配的背景下，市场对利多信息更加敏感，当前利率处于相对低位，不宜过度追高，利率债交易可以延续票息策略为主。

图表13: 广义流动性缺口逐步收敛 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: M1-PPI同比上行，权益估值继续上涨 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 5 风险提示

居民消费持续低迷，宽信用政策落地不及预期，企业融资需求超预期转弱。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享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。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场