

## 居民融资修复仍待观察

### ——2023 年 3 月金融数据点评

3 月我国新增社融 5.38 万亿（预期 4.42 万亿），较去年同期多增 7,079 亿；新增人民币贷款 3.89 万亿（预期 3.09 万亿），较去年同期多增 7,497 亿；M2 同比增长 12.7%（预期 11.9%）。

#### 一、信贷：企业贷款连超预期，居民贷款继续改善

3 月新增信贷继续超预期，企业端和居民端分化有所收敛。新增人民币贷款同比多增 7,494 亿，其中中长期贷款同比多增 9,865 亿，短期贷款同比多增 4,972 亿，票据融资同比多减 7,874 亿。

企业中长贷连续创历史同期新高，既源于企业信贷需求回暖，尤其是房地产及基建领域，也是金融机构全力支持实体经济的体现。3 月非金融企业贷款新增 2.7 万亿，同比多增 2,200 亿，环比多增 1.09 万亿。其中，中长贷当月新增 2.07 万亿，同比多增 7,252 亿；短贷新增 1.08 万亿，同比多增 2,726 亿。企业信贷需求受房地产及基建投资支撑，高频数据显示，房地产方面，30 大中城市商品房成交面积同比增速上涨 12.1pct 至 43.6%，或推动房地产开发贷增长；基建方面，3 月建筑业 PMI 上升至 2012 年以来新高，同时一季度央行调查显示基础设施方面的贷款需求指数创 2015 年以来新高。企业信贷扩张导致银行集中出票腾挪信贷空间，推升票据利率至年内新高，票据贴现减少 4,687 亿，同比多减 7,874 亿。

居民贷款连续第二个月同比多增，中长贷表现好于短贷。3 月居民贷款新增 1.25 万亿，同比多增 4,908 亿。中长贷方面，随着商品房销售增速大幅回升，房地产修复通道正在打开，带动中长贷同比多增 2,613

亿。短贷方面，具有社交属性的耐用品、地产相关消费品消费明显回暖，但受汽车销售不振拖累，居民短贷新增 6,094 亿，同比仅多增 2,246 亿。

## 二、社融：信贷扩张支撑超预期增长

3 月新增社融 5.38 万亿，高于市场预期（4.42 万亿），环比多增 2.22 万亿，同比多增 7,079 亿，社融存量同比增速上升 0.1pct 至 10.0%。从结构上看，表内信贷依然是社融的主要支撑项，企业债券、政府债券同比小幅少增。

一是非标融资各项均同比改善，流向房地产和工商企业的信托资金显著增加，企业贸易融资回暖、票据贴现减少导致未贴现票据量增加。非标融资当月新增 1,919 亿，同比多增 1,784 亿。其中，未贴现银行承兑汇票增加 1,790 亿，同比多增 1,503 亿；信托贷款减少 45 亿，同比少减 214 亿；委托贷款增加 174 亿，同比多增 67 亿。

二是专项债发行维持高位，但大额到期压制净融资规模，总体小幅拖累社融。3 月新增政府债融资 6,022 亿，同比少增 1,052 亿，环比少增 2,116 亿。

三是本月信用债风险溢价先降后升使得企业债券融资转变为同比少增。3 月企业债券融资新增 3,288 亿，同比少增 462 亿，环比少增 356 亿。

四是美国银行业风险事件突发使得市场对美联储货币政策转鸽的预期上升，人民币汇率小幅走强拉动外币贷款多增。3 月新增外币贷款融资新增 427 亿，同比多增 188 亿，环比多增 117 亿。

## 三、货币：M2 增速小幅回落

3 月 M2 同比增速下降 0.2pct 至 12.7%。居民储蓄意愿仍然较强，但同比多增幅度快速下降，结合 1 季度房地产企稳，表明居民资产负债表收缩的态势有所缓解。企业贷款高增派生存款，但因去年同期高基数转为同比少增。居民存款新增 2.9 万亿，同比多增 2,051 亿；企业存款新增 2.61 万亿，同比少增 456 亿；非银金融机构存款新增 3,050 亿，同比多增 9,370 亿。此外，3 月非缴税大月，叠加地方抢抓经济带来财政支出前置，导致财政存款减少 8,412 亿，同比少减 13 亿。

广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）小幅收窄 0.3pct 至 2.7pct，商业银行“资产荒”延续。狭义流动性整体平稳，超预期降准释放长期资金，带动非跨期资金利率明显回落，但跨期资金利率仍较高。目前工业企业信贷供给充足、经营预期并未完全恢复，叠加低利率环境，或促使企业减持现金，转入定期存款或理财，导致 M1 同比增速下降 0.7pct 至 5.1%，“M2-M1”增速剪刀差走阔 0.5pct 至 7.6%。

#### 四、债市影响：债市表现平稳

3 月社融数据与通胀数据在同一天发布，前者在接近五点尾盘，后者则在早盘。通胀数据不及预期带动了市场一波快速下行后，债券收益率在超预期的社融数据公布后波动较小，甚至出现微幅下行。

从流动性看，跨季后流动性处于整体平衡状态，央行公开市场投放恢复较小规模，叠加非银机构杠杆仍处较高水平。上周末以来，市场对资金宽松预期有所升温，DR007 中枢处于 2.00% 附近位置。短端上看，3 月末相比 2 月初有明显下行，1 年期和 3 年期国开债收益率较 2 月下行 6bp 和 11bp 至 3 月底的 2.42% 和 2.69%，4 月以来则大致持平在 3 月底位置。

展望未来，一方面，经济复苏的可持续性和力度为市场高度关注，资金面预期的波动决定了短端的空间；另一方面，海外银行业风险目前对国内市场影响尚较小，但未来若有超预期蔓延，或成为国内债市走势的新焦点，可保持密切观察。

### 五、前瞻：企业信贷增速或缓慢回落

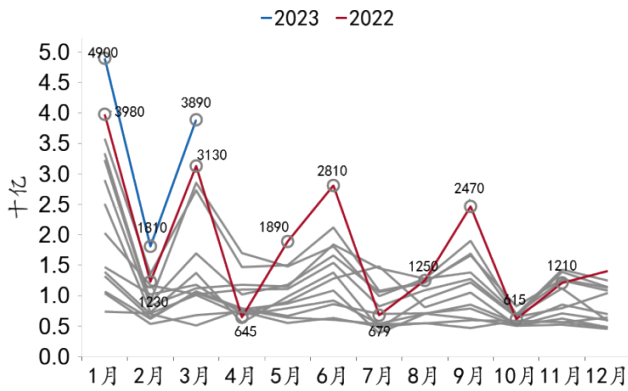
总体而言，一季度企业融资呈现“供需两旺”，居民融资修复“仍待观察”。企业端，信贷超预期增长或主要源于金融机构供给发力，一季度新增人民币贷款 10.6 万亿，相当于全年总量的 45%，较去年同期的 39.1% 进一步上行。前瞻地看，未来信贷供给速度将放缓，叠加工业企业利润下滑拖累资本开支，企业信贷增速或缓慢回落。居民端，房地产修复和消费反弹带动居民融资需求回升，但居民就业和收入改善缓慢或压制房地产和消费修复斜率，体现在居民存款仍然高企、CPI 通缩风险上行。前瞻地看，未来需密切关注房地产市场表现，若稳步修复，居民超额存款或转移至房地产投资，M2 增速将加速回落，广义流动性有望从盈余转向缺口（社融增速高于 M2）。

（作者：谭卓 张巧栩 牛梦琦 林颖颖）

**附录**

**图 1：3 月信贷增量超预期**

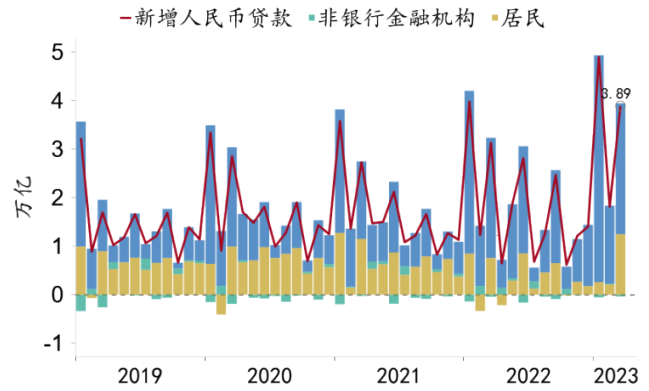
信贷的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 2：非金融企业及居民端贷款均同比多增**

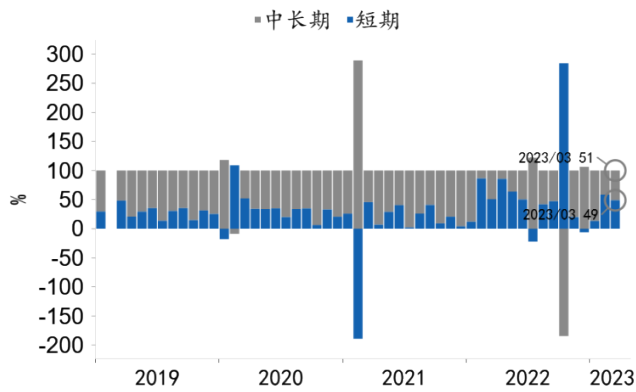
新增人民币贷款及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 3：新增居民贷款构成占比**

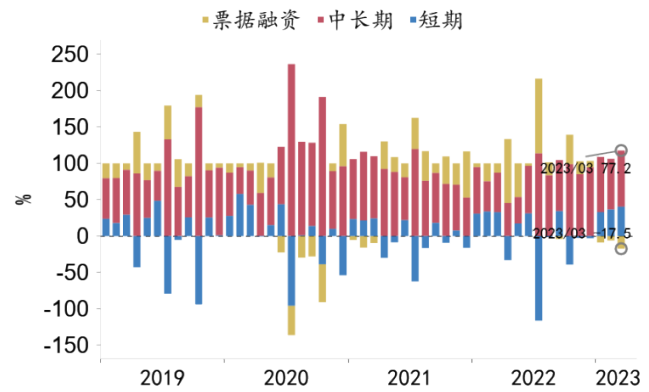
新增居民部门贷款构成



资料来源：Wind、招商银行研究院

**图 4：新增非金融企业贷款构成占比**

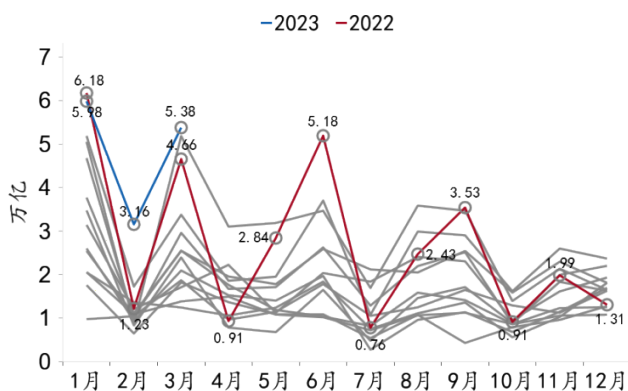
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 5：3 月新增社融大幅超预期**

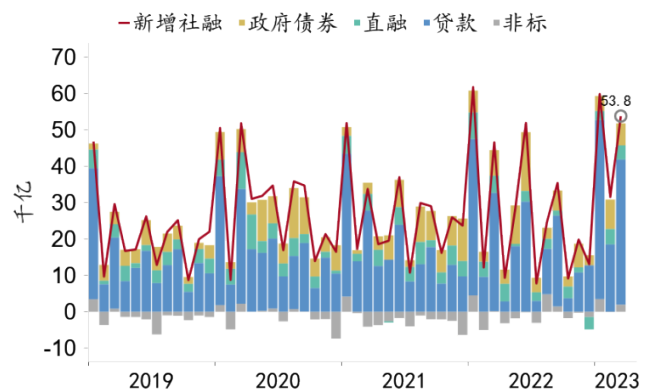
新增社融的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

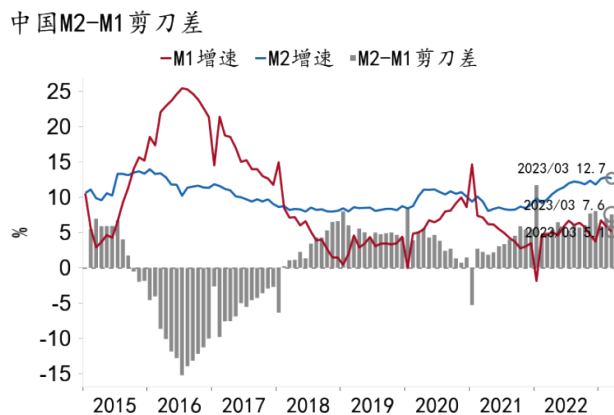
**图 6：信贷扩张支撑社融超预期增长**

新增社融及构成



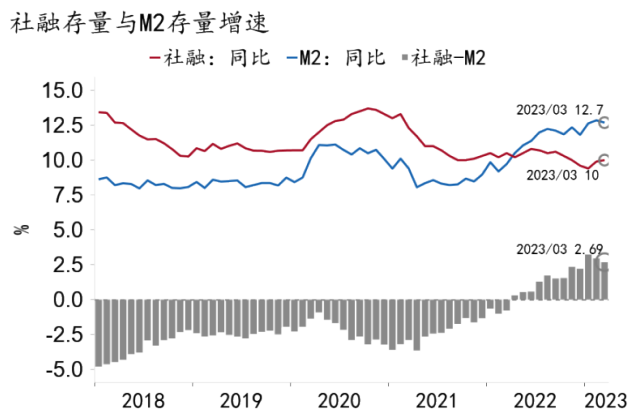
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 7：3 月 M2-M1 剪刀差走阔



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8：广义流动性盈余小幅收窄 0.3pct 至 2.7pct



资料来源：Macrobond、招商银行研究院