



宏观研究

【粤开宏观】社融、信贷超预期背后的经济恢复形势：3月金融数据点评

2023年04月11日

摘要

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：原野

电话：15810120201

近期报告

《【粤开宏观】中国经济开门红：1-2月经济数据解读》2023-03-19

《2023年宏观经济形势与大类资产配置展望》2023-03-30

《【粤开宏观】海外金融风险及对中国的影响》2023-04-06

《【粤开宏观】天津：“渤海之滨”转型，财政债务形势全景》2023-04-11

《【粤开宏观】深交所推出8条指数的点评分析》2023-04-11

3月金融数据出炉，总量和结构方面均大幅超预期，强化了经济复苏的确定性预期，但仍需关注其可持续性。

1、总量上，3月末，社会融资规模存量为359.02万亿元，同比增长10%，连续2个月加快；新增社融5.38万亿元，比上年同期多增7079亿元，远超Wind一致预期4.42万亿元。

2、结构上，实体信贷表现强劲，企业中长期贷款延续高增反映企业信心和预期在恢复，居民部门房贷和短期贷款回暖确认了地产和消费的恢复。

社融口径下，人民币贷款新增3.95万亿元，同比多增7211亿元；央行专门公布的新增人民币贷款下，人民币贷款增加3.89万亿元，同比多增7497亿元。

具体看：

其一，企业中长期贷款继续保持高增，背后是稳增长持续发力、降准的“余温”，以及企业信心的逐步修复。企业贷款新增2.7万亿元，其中中长期贷款同比多增7252亿元，为近十年来同期指标的最高值一系列稳增长政策以及前期制造业技改融资的成果，共同推升实体信贷继续回升。3月的制造业PMI指数为51.9%，仍处于景气区间。

其二，居民长贷大幅多增，地产复苏迹象明显。3月居民贷款新增1.2万亿元，其中中长期贷款6348亿元，超过2021年同期水平，是去年近两倍；同比多增2613亿元，连续两个月同比多增，明确了拐点，结束了自2021年12月以来14个月的同比下降趋势，说明房地产市场持续回暖。

其三，居民短贷好转，反映出消费加速回暖，其中出行类消费明显恢复，汽车等耐用消费的拖累减弱。3月居民短期贷款新增6094亿元，超过2019、2020、2021年水平；同比多增2246亿元，与2019年水平接近，是近十年高值。

3、政府债券同比少增，但绝对值高，主要是基数效应影响，基建支撑仍然较强。3月，新增政府债券融资6022亿元，远高于2019、2021年3000亿元左右的水平，但由于去年高基数，同比少增1052亿元。今年，内需是经济修复的关键，基建不可或缺，加上各地政府“开局即决战、起步即冲刺”的决心，专项债仍是靠前发力。3月专项债发行规模为5299亿元，较去年同期增加约1093亿元。

4、直接融资是唯一拖累，或受到海外金融风险影响。3月，新增企业债券融资、股票融资分别为3288亿元和614亿元，同比少增462亿元和344亿元。一是受到海外金融风险波及，3月VIX恐慌指数一度上升至近30点，股债均保持横盘状态，企业对直接融资抱观望态度。二是存在信贷的挤占效应，发债企业的融资需求已靠贷款满足。

5、负债端，居民预防性储蓄边际减弱，但资金活化程度不高。一是从存款看，



居民储蓄仍同比多增，但增量规模有所缩减；说明消费确实在回暖，但仍需加速。3月，居民新增存款 2.9 万亿，同比多增 2051 亿元，多增的规模较上月（1.1 万亿元）、去年同期（7623 亿元）显著下降。二是从货币供应看，M1-M2 剪刀差走阔，资金活化程度仍低。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 12.7%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 3 个百分点；狭义货币（M1）余额同比增长 5.1%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点。M1 的环比降幅大于 M2，同比增幅小于 M2，M1 弱于 M2，资金活化程度仍低。

总体看，社融、信贷正从总量多增过渡到结构改善，尤其是居民贷款意愿提升，储蓄意愿边际减弱是关键信号，减轻了居民资产负债表缩表的担忧。但目前资金活化程度较低，背后是经济复苏的预期还不稳，仍需要保持政策的力度和连续性，摆脱通缩阴影的关键是畅通信贷向实体的传导。

一是要加速房地产市场企稳，尤其是促使新房销售企稳，畅通居民存款到企业存款的重要通道。二是要进一步稳定企业家信心和预期，提高企业定期转活期的动机。三是要持续促消费，加强居民定期转活期的意愿。

风险提示：PPI 持续下行、海外风险超预期、政策力度不及预期



目 录

一、	新增社融超预期，实体信贷延续高增	4
二、	企业、居民部门信贷强势增长.....	6
三、	居民预防性储蓄边际减弱，但资金活化程度不高.....	7

图表目录

图表 1:	新增社融各分项情况.....	5
图表 2:	各年专项债发行进度，今年仍是靠前发力	5
图表 3:	高能级城市房地产销售面积同比增速明显回升	6
图表 4:	M1-M2 剪刀差 (%)	7



一、新增社融超预期，实体信贷延续高增

3月末，社会融资规模存量为359.02万亿元，同比增长10%，连续2个月加快，说明经济复苏仍在持续，确定性预期得到强化，但考虑到3月CPI、PPI同比双双下滑，政策仍需保持连续性，加速从信贷向实体传导。

3月，新增社融5.38万亿元，比上年同期多7079亿元，远超Wind一致预期的4.42万亿元。其中实体信贷延续高增长，股票、企业债等直接融资是拖累项，政府债券虽同比少增，但绝对值高，主要是基数效应影响。

第一，实体信贷同比多增，背后是稳增长持续发力，降准的“余温”，工业回暖、制造业技改等带来的扩张，以及企业信心的逐步修复。3月新增人民币贷款、外币贷款分别为3.95万亿元和427亿元，同比多增7211亿元和188亿元。一方面，3月央行降准，稳定了银行负债端，为其补充了低成本长期的资金，也为持续的信贷投放奠定基础。另一方面，一系列稳增长政策以及前期制造业技改融资的成果，共同推升实体信贷继续回升。3月的制造业PMI指数为51.9%，仍处于景气区间。

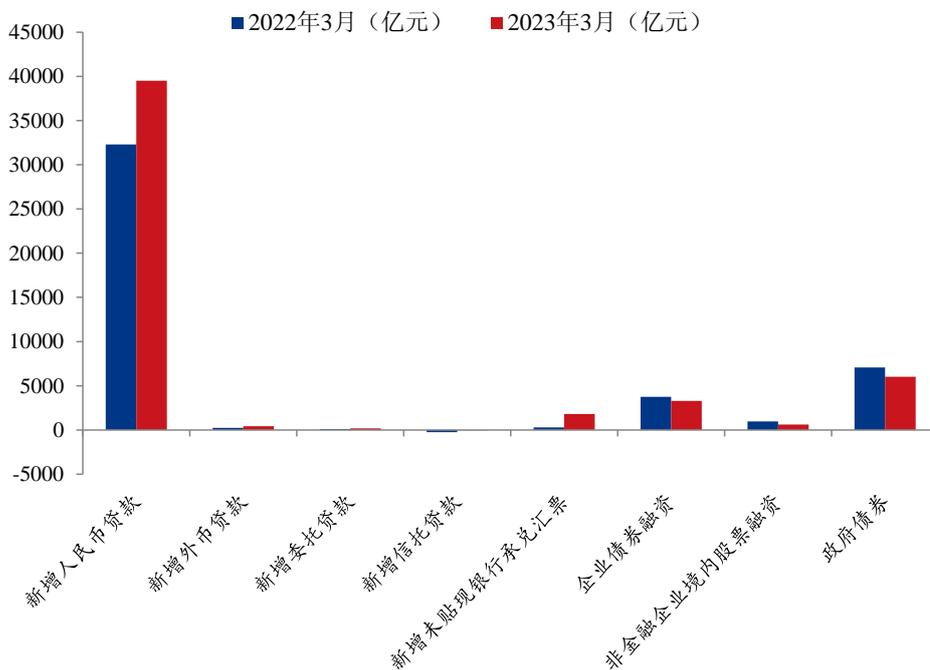
第二，直接融资是主要拖累，或受到海外金融风险影响。3月，新增企业债券融资、股票融资分别为3288亿元和614亿元，同比少增462亿元和344亿元。一是受到海外金融风险波及，3月VIX恐慌指数一度上升至近30点，股债均保持横盘状态，企业对直接融资抱观望态度。二是存在信贷的挤占效应，发债企业的融资需求已靠贷款满足。三是城投企业债发行意愿低迷。

第三，基数效应下，政府债券同比少增，但绝对值高，基建支撑仍然较强。3月，新增政府债券融资6022亿元，远高于2019、2021年3000亿元左右的水平，但由于去年高基数，同比少增1052亿元。今年，内需是经济修复的关键，基建不可或缺，加上各地政府“开局即决战、起步即冲刺”的决心，专项债仍是靠前发力。3月专项债发行规模为5299亿元，较去年同期增加约1093亿元。

第四，委托贷款、信托贷款等非标融资延续增长，基本落在预期内。3月委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三项非标融资同比多增1784亿元。

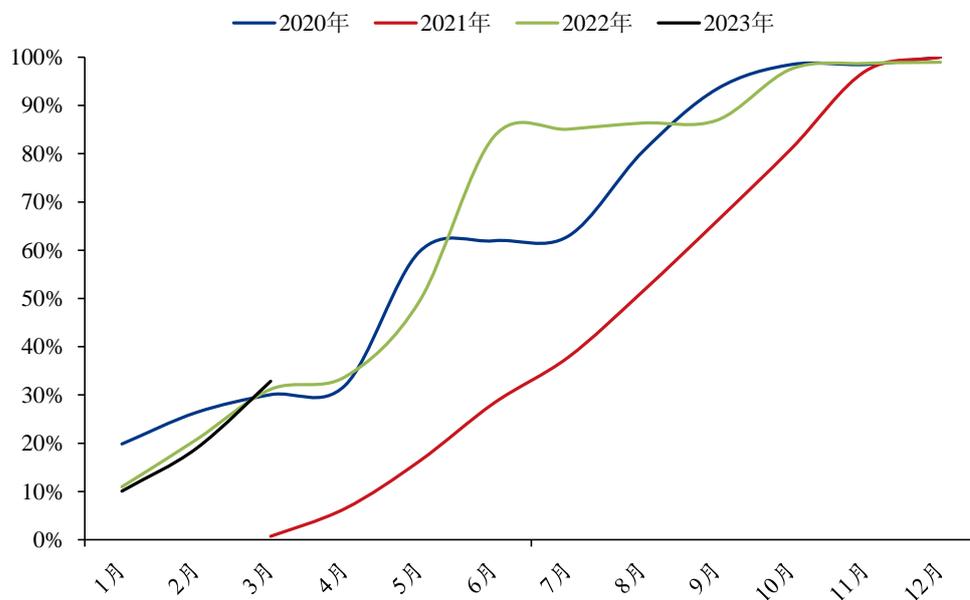


图表1：新增社融各分项情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：各年专项债发行进度，今年仍是靠前发力



资料来源：Wind、粤开证券研究院



二、企业、居民部门信贷强势增长

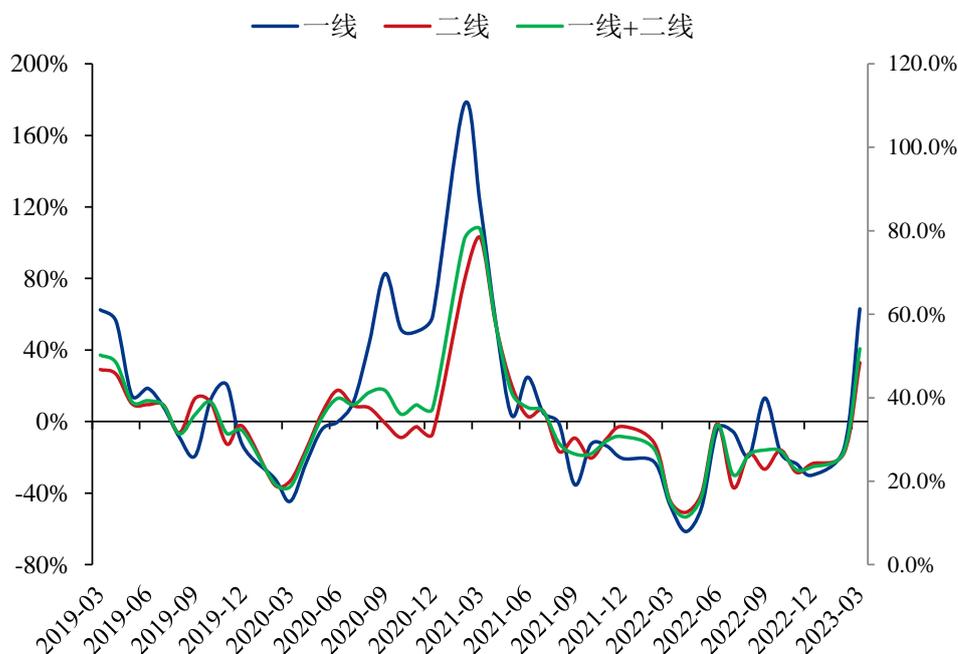
3 月份，人民币贷款增加 3.89 万亿元，同比多增 7497 亿元。

第一，企业贷款新增 2.7 万亿元，依然是新增人民币贷款的主力。其中中长期贷款同比多增 7252 亿元，为近十年来同期指标的最高值，反映出企业强劲的融资需求；相应地，票据融资同比少增 7874 亿元。背后原因与前述观点一致，既有降准的呵护，又有此前结构性货币政策工具、政策性开发性金融工具等的杠杆撬动作用，更有基建实物工作量的支撑。近期，石油沥青开工率等高频指标均显示基建实物工作量的进展情况明显好于去年。

第二，居民长贷大幅多增，地产复苏迹象明显。3 月居民贷款新增 1.2 万亿元，其中中长期贷款 6348 亿元，超过 2021 年同期水平，是 2022 年同期的近两倍；同比多增 2613 亿元，连续两个月同比多增，明确了拐点，结束了自 2021 年 12 月以来 14 个月的同比下降趋势，说明房地产市场持续回暖。贝壳数据显示，2023 年 3 月百城首套房贷利率平均为 4.02%，较去年同期回落 132bp，带动房地产市场景气度攀升。3 月，30 大中城市新房销售较去年同期增长 43.6%，其中高能级的一二线城市的销售面积已超过 2019 年。

第三，居民短贷好转，消费加速回暖。3 月居民短期贷款新增 6094 亿元，超过 2019、2020、2021 年水平；同比多增 2246 亿元，与 2019 水平接近，是近十年次高值。一是居民短贷包括个人经营性贷款，随着经济恢复，私营企业主以自然人名义贷款的情况增多。二是出行类消费复苏良好，3 月服务业 PMI 环比提升 1.3 个百分点，贷款旅行等需求或增多。三是汽车等耐用消费品的拖累在减弱。乘联会数据显示，3 月乘用车（基本型）销量为 75.9 万辆，同比降幅 0.9%，较 1-2 月降幅（-21.2%）明显收窄，补贴退坡和市场价格混乱带来的负面影响或在逐渐减小。

图表3：高能级城市房地产销售面积同比增速明显回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

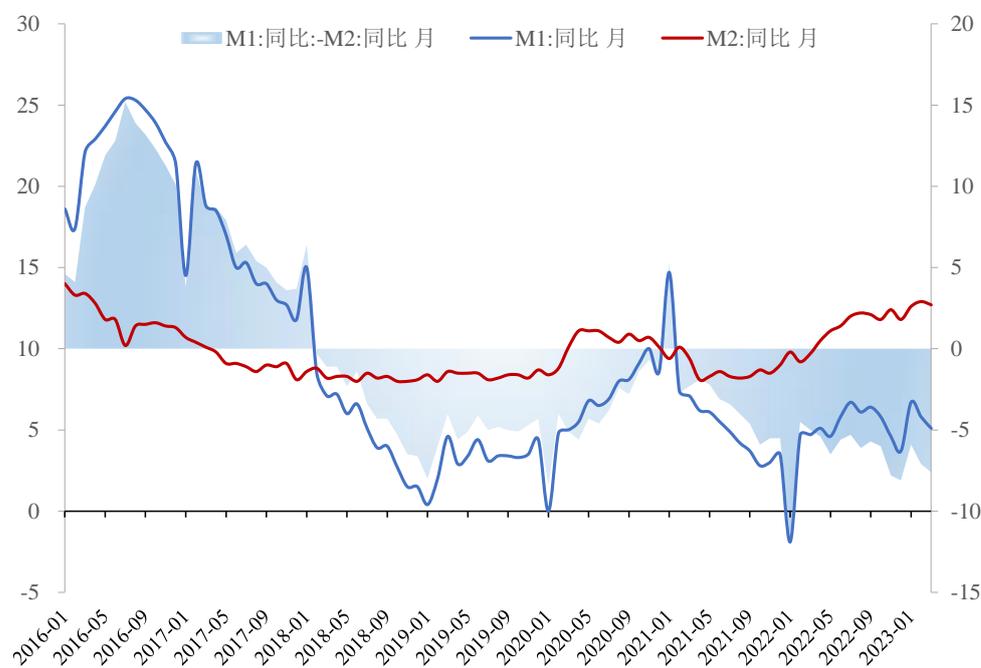


三、居民预防性储蓄边际减弱，但资金活化程度不高

第一，从存款看，居民储蓄仍同比多增，但增量规模有所缩减；说明消费确实在回暖，但程度较温和，仍需加速。3月，居民新增存款2.9万亿，同比多增2051亿元，多增的规模较上月（1.1万亿元）、去年同期（7623亿元）显著下降。

第二，从货币供应看，M1-M2剪刀差走阔，资金活化程度仍低。3月末，广义货币（M2）余额同比增长12.7%，增速比上月末低0.2个百分点，比上年同期高3个百分点；狭义货币（M1）余额同比增长5.1%，增速比上月末低0.7个百分点，比上年同期高0.4个百分点。M1的环比降幅大于M2，同比增幅小于M2，M1弱于M2，资金活化程度仍低。一是要加速房地产市场企稳，尤其是促使新房销售企稳，畅通居民存款到企业存款的重要通道。二是要进一步稳定企业家信心和预期，提高企业定期转活期的动机。三是要持续促消费，加强居民定期转活期的意愿。

图表4：M1-M2剪刀差（%）



资料来源：Wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com