

宏观利率

社融略超预期，信贷斜率放缓

——2023年3月金融数据点评兼论利率影响

2023年4月11日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

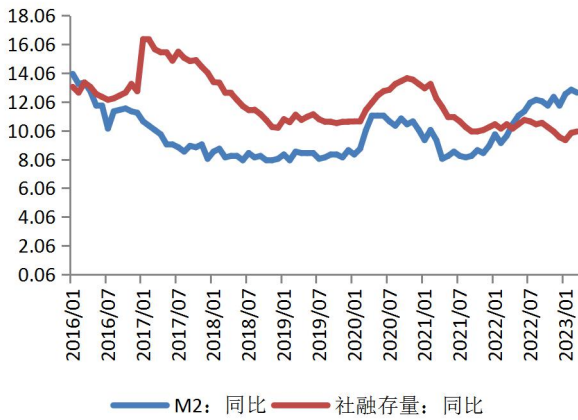
执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

- **3月新增社融略超预期。**3月社融存量359.02万亿元，同比增长10.0%（前值9.9%）。3月社融新增5.38万亿元，略高于wind一致预期，也略好于去年同期的4.64万亿元。3月M2增速为12.7%（前值12.9%），高于wind一致预期值的11.9%。M2和社融增速差由上月的3.0%继续回落至2.7%，连续两个月回落，目前仍处于2016年以来的高位，流动性比较宽松。M1增速回落，同时和M2增速差进一步缩小至-7.6%（前值-7.1%），显示企业经营活力偏弱。
- **2月助推社融回升的力量主要是信贷，此外非标、票据均有好转。**3月新增人民币贷款3.95万亿元，创历年新高。人民币贷款同比增速11.7%，自去年12月以来一直处于上行阶段，但本月的上行斜率有所放缓。表外三项合计新增1919亿元，新增未贴现银行承兑汇票1790亿元。企业债券新增融资3288亿元，较上月略微减少，债券融资利率和2月相比波动不大。地方政府专项债新增6022亿元，阶段性度过发行高峰。
- **信贷主力依然是企业部门，但动能有所放缓。**3月企业贷款增加2.71万亿元，明显好于历年同期，企业贷款存量同比增速14.9%，高位略放缓。住户贷款和存款存量增速微幅低于上月。3月住户贷款增加4110亿元，比去年同期减少3428亿元，住户贷款存量增速5.92%，较2月略放缓。存款角度看，3月住户存款增加2.92万亿元，较去年同期增加2211亿元，增速18.1%，较上月略回落，显示居民就业和收入预期并未完全恢复，消费和支出意愿依然偏弱。
- **企业贷款结构延续改善，居民中长期贷款增速一季度持续筑底。**3月，企业中长期贷款增加2.01万亿元，同比多增6679亿元。企业中长期贷款存量增速去年8月以来持续增长，3月增速达到17.57%，基本上接近2017年、2021年两轮周期中企业中长期贷款增速的高点，但斜率有所放缓。住户中长期贷款增加3308亿元，同比减少383亿元，住户中长期贷款存量增速4.80%，一季度持续筑底。
- **市场启示：经济复苏边际放缓对债市有利，关注稳信用政策，二季度收益率仍有上行风险。**3月宽信用边际乏力，结合今日公布的通胀数据，经济弱复苏和不均衡现象明显。对于债券市场，4-5月经济低基数支撑同比数据改善以及中期内深层次修复动能偏弱已经是“明牌”，数据的公布若预期差不大，则对市场影响有限。未来的扰动更多来自于政策端。4月7日国常会提出“适时出台务实管用的政策措施”，中期利于宽信用和夯实经济复苏基础，短期利于货币政策预期稳定。因此，4月下旬债市大概率延续震荡，期限利差或继续扩大。
- **风险提示：**地产链加快修复；超预期一揽子稳信心政策推出。

图 1：M2 及社融存量同比增速（%）



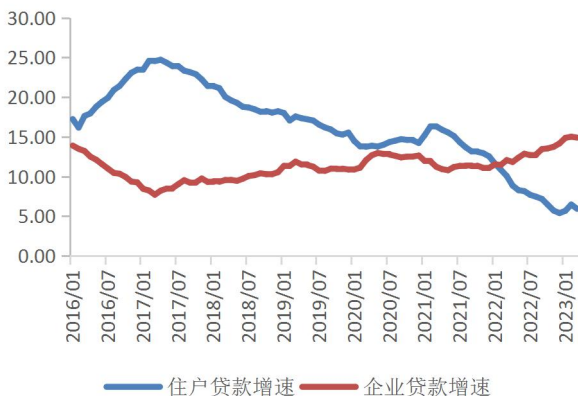
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：M2-社融（%）



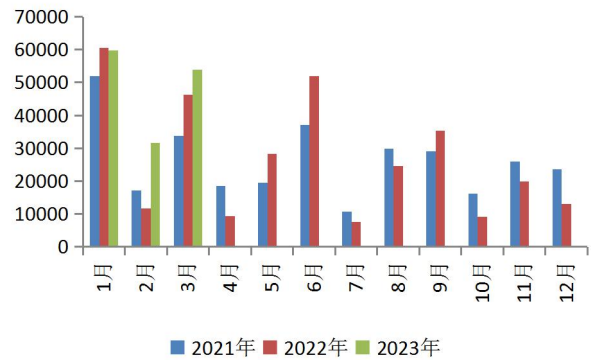
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：企业贷款和住户贷款增速（%）



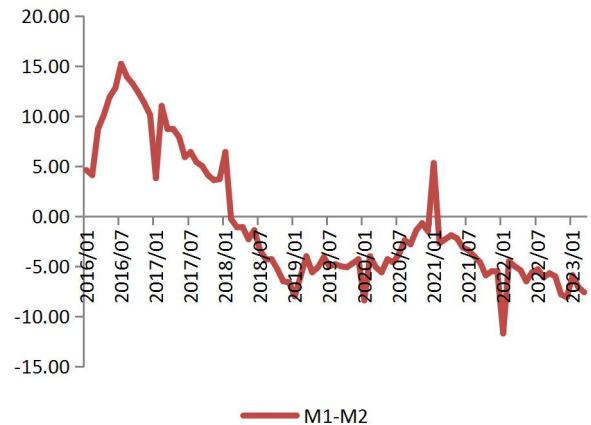
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：新增社融当月值（亿元）



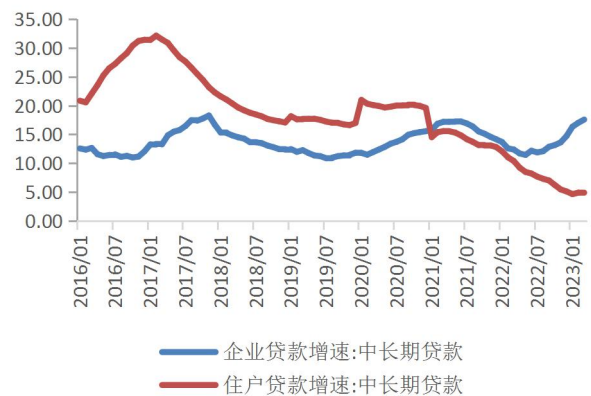
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：M1-M2（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：企业中长期贷款和住户中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

