

## 3月金融数据点评

### 居民信贷显著回升

**事件:** 3月新增社融 5.38 万亿元, 较去年同期多增 7235 亿元, 高于市场预期。3月社融存量同比增长 10.0%, 较上月上升 0.1 个百分点。3月社融规模高于市场预期, 我们认为后期关注点主要包括: 1. 企业融资需求持续旺盛, 融资总量和结构数据均表现较好, 但 M2-M1 剪刀差呈现出实体经济活化程度存在不足, 同时非银存款高增或指向企业认购基金或理财产品数额大幅增加, 反映出部分机构和企业可能将贷款融资投资于大额存单等产品的情况。结合 4月8日以来部分银行下调存款利率, 后续资金空转程度可能降低, 但信贷数据或难以保持较高水平; 2. 居民中长贷有所回暖, 达到 2022年2月以来最高水平, 但高频数据来看 4月商品房销售数据回落, 显示出居民中长贷修复仍存在不确定性, 需持续关注商品房销售情况。

- **社融持续超预期, 人民币贷款为主要贡献。** 3月社融各分项中, 表内融资同比多增 7399 万亿元, 表外融资同比多增 1784 亿元, 直接融资同比少增 806 亿元。3月表内人民币贷款新增 3.95 万亿元, 同比多增 7211 亿元, 高于季节性水平, 开年以来企业信贷持续呈现大幅多增水平, 主要在于企业贷款平均利率达到历史最低, 大行放贷意愿较强, 导致部分企业倾向于用银行贷款替代债券融资, 此外居民信贷回暖也是人民币贷款持续超预期的因素之一。表外融资同比多增 1784 亿元, 主要在于未贴现银行承兑汇票呈现多增, 同样反映出经济活动改善, 企业融资需求增长。直接融资中企业债融资新增 3288 亿元, 恢复至季节性水平。政府债券融资新增 6022 亿元, 同比少增 1052 亿元, 财政前置持续发力。
- **M2-M1 剪刀差走阔。** 3月 M2 同比增长 12.7%, 较上月下降 0.2 个百分点; M1 同比增长 5.1%, 较上月下降 0.7 个百分点; M0 同比增长 11.0%, 较上月上升 0.4 个百分点。3月单位活期存款同比增长 4.11%, 较上月下降 0.83 个百分点, 准货币同比增长 15.32%, 较上月上升 0.08 个百分点。3月 M2-M1 剪刀差走阔至 7.6%, 主要原因在于 M1 增速下降, 或指向实体经济活化程度有限。此外, M2 同比增速有所下降, 随着 2022 年央行上缴利润形成的高基数影响逐渐显现, M2 同比增速预计呈现逐渐回落至与名义经济增速相匹配的程度。
- **居民信贷显著修复。** 3月新增贷款 3.89 万亿元, 同比多增 7600 亿元, 高于预期。其中居民贷新增 12447 亿元, 同比多增 4908 亿元, 企业贷新增 2.7 万亿元, 同比多增 2200 亿元。3月新增贷款高于预期, 企业贷维持多增, 居民贷大幅修复, 具体来看: 企业端方面, 企业新增中长贷、短贷、票据分别为 2.07 万亿元、1.08 万亿元、-4687 亿元, 企业中长贷持续超预期, 票据融资大幅减少, 企业贷款总量和结构上均呈现宽信用修复。
- **居民端方面, 居民户新增中长贷 6348 亿元、新增短贷 6094 亿元。** 其中居民中长贷同比多增 2613 亿元, 对应高频数据来看 2023 年 3 月 30 大中城市商品房成交面积为 1661.94 万平方米, 接近 2019 年同期水平 1718.37 万平方米, 地产销售逐渐回暖。居民短贷持续修复, 同比多增 2246 亿元, 从央行一季度调查问卷来看, 城镇储户消费意愿回升, 旅游、大额商品、社交文娱消费倾向均有提升, 消费回暖趋势向好。
- **企业存款和居民存款均呈现高增长。** 3月人民币存款新增 5.71 万亿元, 同比多增 1.22 万亿元, 其中居民存款新增 2.91 亿元, 同比多增 2051 亿元, 企业存款新增 2.61 万亿元, 同比少增 456 亿元。3月居民存款和企业存款贡献新增存款主要增量。非银存款大幅同比多增, 或指向企业及居民认购基金或理财产品数额大幅增加。
- **风险提示: 经济下行压力加大; 流动性超预期收紧; 地产复苏不及预期。**

#### 相关研究报告

《3月通胀点评: 二季度物价整体压力依旧不大》20230411

《一季度央行调查问卷点评: 居民风险偏好整体回升》20230404

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师: 孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030002

证券分析师: 朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

事件：3月新增社融5.38万亿元，较去年同期多增7235亿元，高于市场预期。3月社融存量同比增长10.0%，较上月上升0.1个百分点。

**社融持续超预期，人民币贷款为主要贡献。**3月社融各分项中，表内融资同比多增7399万亿元，表外融资同比多增1784亿元，直接融资同比少增806亿元。3月表内人民币贷款新增3.95万亿元，同比多增7211亿元，高于季节性水平，开年以来企业信贷持续呈现大幅多增水平，主要在于企业贷款平均利率达到历史最低，大行放贷意愿较强，导致部分企业倾向于用银行贷款替代债券融资，此外居民信贷回暖也是人民币贷款持续超预期的因素之一。表外融资同比多增1784亿元，主要在于未贴现银行承兑汇票呈现多增，同样反映出经济活动改善，企业融资需求增长。直接融资中企业债融资新增3288亿元，恢复至季节性水平。政府债券融资新增6022亿元，同比少增1052亿元，财政前置持续发力，但相对去年力度有所减弱。

图表 1. 新增社融构成和变化（单位：亿元）

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	53,800	39,502	427	174	(45)	1,790	3,288	614	6,022
环比	22,240	21,318	117	251	(111)	1,860	(356)	43	(2,116)
同比	7,235	7,211	188	67	214	1,503	(462)	(344)	(1,052)

资料来源：Wind，中银证券

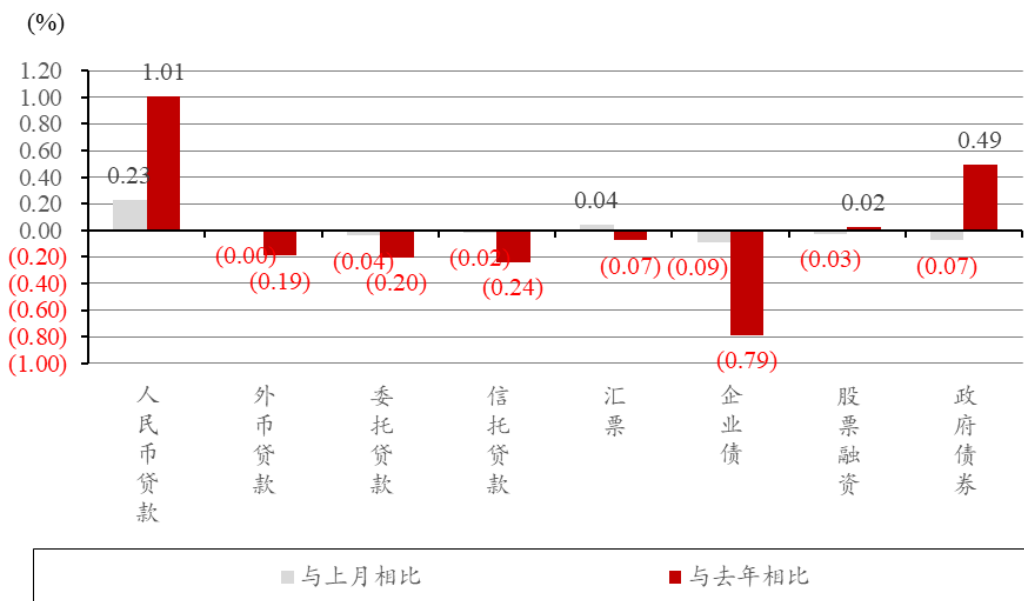
图表 2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	39,929	1,919	3,902	8,050
环比	21,435	2,000	(313)	(882)
同比	7,399	1,784	(806)	(1,142)

资料来源：Wind，中银证券

**贷款替代债券融资现象持续。**从社融存量结构来看，2023年3月与上月相比，人民币贷款占比上升0.23%，表外融资规模合计环比下降0.02%，直接融资占比下降0.12%，政府债券占比下降0.07%。与去年同期相比，人民币贷款和政府债券占比分别上升1.01%和0.49%，企业债券占比下降0.79%，企业债发行相对去年底逐渐回暖，但部分企业用银行贷款替代债券融资的现象或仍然存在。

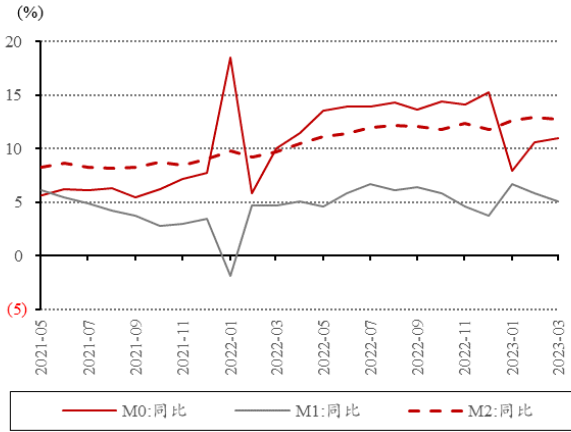
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源：Wind，中银证券

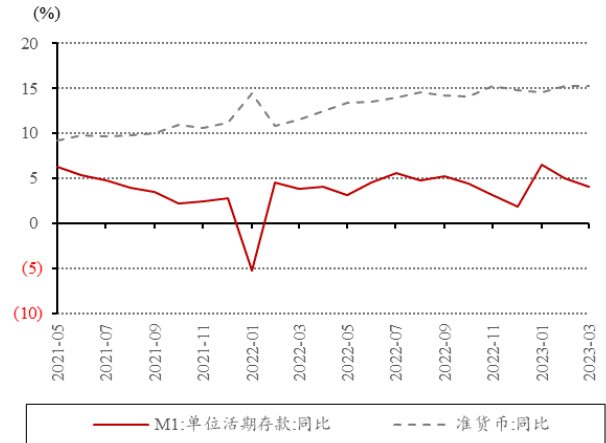
**M2-M1 剪刀差走阔。**3月M2同比增长12.7%，较上月下降0.2个百分点；M1同比增长5.1%，较上月下降0.7个百分点；M0同比增长11.0%，较上月上升0.4个百分点。3月单位活期存款同比增长4.11%，较上月下降0.83个百分点，准货币同比增长15.32%，较上月上升0.08个百分点。3月M2-M1剪刀差走阔至7.6%，主要原因在于M1增速下降，或指向实体经济活化程度有限。此外，M2同比增速有所下降，随着2022年央行上缴利润形成的高基数影响逐渐显现，M2同比增速预计呈现逐渐回落至与名义经济增速相匹配的程度。M2-社融同比剪刀差缩窄至2.7%，指向实体信用持续扩张。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

**居民信贷显著修复。**3月新增贷款3.89万亿元，同比多增7600亿元，高于预期。其中居民贷新增12447亿元，同比多增4908亿元，企业贷新增2.7万亿元，同比多增2200亿元。3月新增贷款高于预期，企业贷维持多增，居民贷大幅修复，具体来看：企业端方面，企业新增中长贷、短贷、票据分别为2.07万亿元、1.08万亿元、-4687亿元，企业中长贷持续超预期，票据融资大幅减少，企业贷款总量和结构上均呈现宽信用修复。

居民端方面，居民户新增中长贷6348亿元、新增短贷6094亿元。其中居民中长贷同比多增2613亿元，对应高频数据来看2023年3月30大中城市商品房成交面积为1661.94万平方米，接近2019年同期水平1718.37万平方米，地产销售逐渐回暖。值得关注的是，4月以来高频数据再次呈现回落，居民中长贷后续修复仍存在不确定性。居民短贷持续修复，同比多增2246亿元，汽车补贴等促消费政策下居民短贷修复良好，从央行一季度调查问卷来看，城镇储户消费意愿回升，旅游、大额商品、社交文娱消费倾向均有提升，消费回暖趋势向好。

**企业存款和居民存款均呈现高增长。**3月人民币存款新增5.71万亿元，同比多增1.22万亿元，其中居民存款新增2.91亿元，同比多增2051亿元，企业存款新增2.61万亿元，同比少增456亿元，财政存款减少8412亿元，同比少减13亿元，非银存款增加3050亿元，同比多增9370亿元。3月居民存款和企业存款贡献新增存款主要增量。非银存款大幅同比多增，或指向企业及居民认购基金或理财产品数额大幅增加。

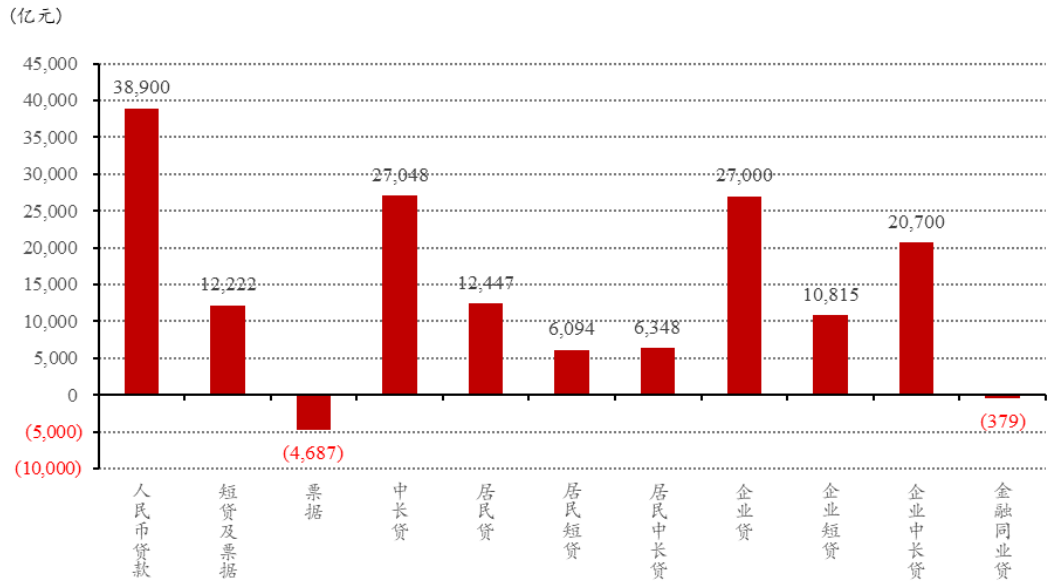
图表 6. 新增存贷款变化 (单位: 亿元)

	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	57,100	29,074	26,055	(8,412)	3,050	7,333
环比	29,000	21,148	13,155	(12,970)	8,213	(546)
同比	12,200	2,051	(456)	13	9,370	1,222
	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	38,900	12,222	27,048	12,447	27,000	(379)
环比	20,800	6,208	15,085	10,366	10,900	(552)
同比	7,600	(2,902)	9,865	4,908	2,200	75

资料来源: 万得, 中银证券。

3月社融规模高于市场预期，我们认为后期关注点主要包括：1. 企业融资需求持续旺盛，融资总量和结构数据均表现较好，但M2-M1剪刀差呈现出实体经济活化程度存在不足，同时非银存款高增或指向企业认购基金或理财产品数额大幅增加，反映出部分机构和企业可能将贷款融资投资于大额存单等产品的情况。结合4月8日以来部分银行下调存款利率，后续资金空转程度可能降低，但信贷数据或难以保持较高水平；2. 居民中长贷有所回暖，达到2022年2月以来最高水平，但高频数据来看4月商品房销售数据回落，显示出居民中长贷修复仍存在不确定性，需持续关注商品房销售情况。

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源: Wind, 中银证券

风险提示: 经济下行压力加大; 流动性超预期收紧; 地产复苏不及预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371