

2023年04月12日

瑕不掩瑜的超预期社融

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：3月新增人民币贷款3.89万亿元，预期3.09万亿元，前值1.81万亿元；新增社会融资规模5.38万亿元，预期4.42万亿元，前值3.16万亿元。

● 信贷：居民信贷显著改善，实体融资需求持续修复

3月信贷总量超预期，结构继续优化。居民贷款显著改善，企业中长贷维持高增，票据融资减少，实体融资需求旺盛。3月新增人民币贷款3.89万亿元，同比多增7600亿元，连续3个月高增。居民贷款新增1.2万亿，同比多增4908亿元；企业贷款新增2.7万亿，同比多增2200亿元。

居民端信贷需求有实质性好转。本次居民短贷和中长贷同比多增量超过过去5年均值，体现疫情后经济复苏效应显现，居民信心有所恢复。3月居民信贷的改善与消费半径恢复、消费需求的边际回升有关。1-3月30城商品房销售累计增速回正，对居民中长贷有所提振。居民短贷表现较好，一方面春节后消费恢复斜率较为稳固，服务消费明显好于商品消费。往后看，随着消费逐步复苏，居民短贷预计持续改善。另一方面，近期银行消费贷利率逐渐降低，叠加疫情后经济回暖居民需求增加，消费贷的办理有所增加。

企业贷款连续3个月高增，中长贷依然大幅强于短贷，票据融资同比少增7874亿元。商业银行基建、制造业中长期贷款的投放继续加强，政策性金融工具支持基建持续形成实物工作量。经济稳步复苏提振企业需求，表外未承兑汇票的高增也能说明中小企业融资需求较强。

● 社融：社融总量结构均优，间接融资是主支撑

3月人民币信贷高增支撑社融增长，间接融资强于债权融资，企业债券和政府债券少增，中小企业需求推动表外票据增加。人民币贷款高增是社融超预期的主支撑，其中大部分为企业中长贷的拉动，居民贷款有明显改善，指向经济复苏斜率稳固，基建、制造业企稳，地产销售回暖，消费修复。政府债券新增6022亿元发行，同比少增1052亿元。2022年专项债发行前置基数较高，3月地方新增专项债发行4128亿元（2022年同期为4570亿）。企业债券同比少增，或反映人民币贷款的强势增长对企业债券融资形成了挤出。表外融资整体同比多增，未承兑汇票同比多增1503亿元。2月以来，未贴现汇票显著增长，体现中小企业需求的持续回升。

● 存款：居民储蓄倾向边际减弱

3月M1、M2同比下行，居民存款多增量边际降低，企业存款同比少增，非银存款高增。M1同比由2月的5.8%降至5.1%；M2同比下降0.2个百分点至12.7%。社融-M2剪刀差回升至-2.7%（前值为-3%），信用由供给向需求的传导有效性加强。居民存款虽然新增规模仍高，但同比增量已较此前几月有所下降。反映消费场景修复后居民储蓄偏好边际下降，但居民储蓄是否转移至消费仍需观察。企业存款新增26055亿元，同比少增456亿元，2022年企业存款同期基数较高。财政存款减少8412亿元，同比少减13亿元，财政存款的减少主要源于季末财政支出加大，但相对往年同期减少更多（近5年同期平均减少7194亿元），体现2023年财政发力力度仍较为积极。

● 社融高增背后的几个关注点

3月金融数据总量和结构均强，总体传递出经济积极的复苏信号和实体部门信心的回升。仍需关注几个结构性的问题：3月居民存款同比仍多增，企业存款同比少增，反映企业现金流活跃程度的M1下降0.7个百分点、M1-M2负剪刀差扩大，指向企业存款改善幅度不足，企业贷款或并未体现在活期存款，而可能用于中长期资产负债表的修复。进一步地，居民储蓄的释放并未实际增加企业的现金流，可能被理财、股市等分流，3月非银存款同比多增9370亿元可侧面印证这一点。居民部门信心的回升还需要持续观察，但后续政策加码叠加经济复苏企稳，消费需求仍有望逐步改善。

● 风险提示：国内疫情反复超预期，政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《稳步扩大对外开放—宏观周报》

-2023.4.9

《就业市场韧性或助推美联储5月继续加息——美国3月非农就业数据点评—宏观经济点评》-2023.4.8

《消费不弱——兼评3月PMI数据—宏观经济点评》-2023.3.31

目 录

1、 信贷：居民信贷显著改善，实体融资需求持续修复.....	3
2、 社融：社融总量结构均优，间接融资是主支撑.....	4
3、 存款：居民储蓄倾向边际减弱.....	5
4、 社融高增背后的几个关注点.....	6
5、 风险提示.....	6

图表目录

图 1： 3 月信贷总量超预期、结构好转.....	3
图 2： 居民中长贷明显改善.....	3
图 3： 企业中长贷持续高增.....	4
图 4： 表内票据融资大幅减少.....	4
图 5： 人民币信贷仍是社融主拉动项.....	5
图 6： 社融存量增速延续回升.....	5
图 7： 社融-M2 延续回升.....	5
图 8： M1-M2 同比剪刀差降低.....	5
图 9： 居民存款增加幅度减小.....	6

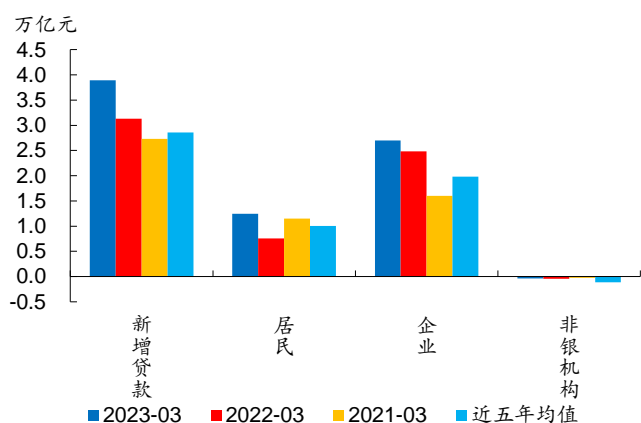
1、信贷：居民信贷显著改善，实体融资需求持续修复

3月信贷总量超预期，结构继续优化。居民贷款显著改善，企业中长贷维持高增，票据融资减少，实体融资需求旺盛。3月新增人民币贷款3.89万亿元，同比多增7600亿元，连续3个月高增。居民贷款新增1.2万亿，同比多增4908亿元；企业贷款新增2.7万亿，同比多增2200亿元。

居民端信贷需求有实质性好转。3月新增居民短期贷款6094亿元，同比多增2246亿元；居民中长贷新增6348亿元，同比多增2613亿元。尽管2022年同期居民信贷基数较低，但本次居民短贷和中长贷同比多增量超过过去5年均值，指向疫情后经济复苏效应显现，居民信心有所恢复。3月居民信贷的明显改善与消费半径恢复、消费需求的边际回升有关。3月重点十城地铁客运量修复至4875.3万人，基本恢复至2019年同期水平，居民消费半径改善提振了Q1住房消费。1-3月30城商品房成交面积累计值为3642万方、累计增速回正至5.5%，地产销售对居民中长贷有所提振。居民短贷表现较好，一方面春节后消费恢复斜率较为稳固，服务消费明显好于商品消费。往后看，随着消费逐步复苏，居民短贷预计持续改善。另一方面，近期银行消费贷利率逐渐降低，叠加疫情后经济回暖居民需求增加，消费贷的办理有所增加。

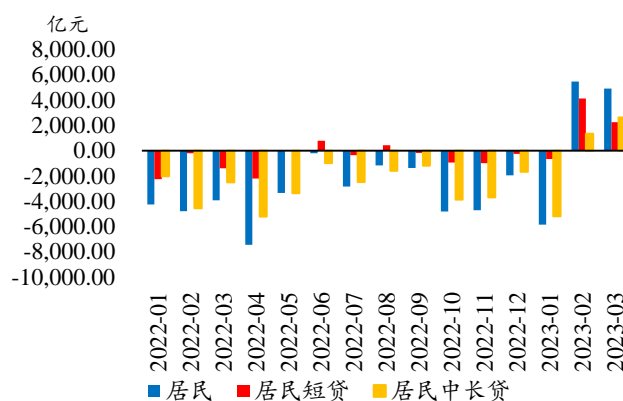
企业贷款连续3个月高增，中长贷依然大幅强于短贷，票据融资同比少增7874亿元。疫后经济修复，叠加两会后稳增长政策逐步落实，企业中长贷持续维持高景气。首先，商业银行基建、制造业中长期贷款的投放继续加强，政策性金融工具对基建的拉动持续，水泥、石油沥青等高频数据显示基建投资保持平稳。其次，经济稳步复苏提振企业需求，表外未承兑汇票的高增也能说明中小企业融资需求较强。近期，多位银行负责人在提到2023年的信贷投放计划时表示2023年信贷投放将主要围绕绿色、基建、制造业和科创等重点领域。企业短贷表现也较好，同比多增2726亿元，同样反映稳增长的逆周期调节政策逐步显效。票据融资方面，由于银行票据冲量现象已大幅减少，因此表内贴现票据也呈现逐月降低的态势。

图1：3月信贷总量超预期、结构好转

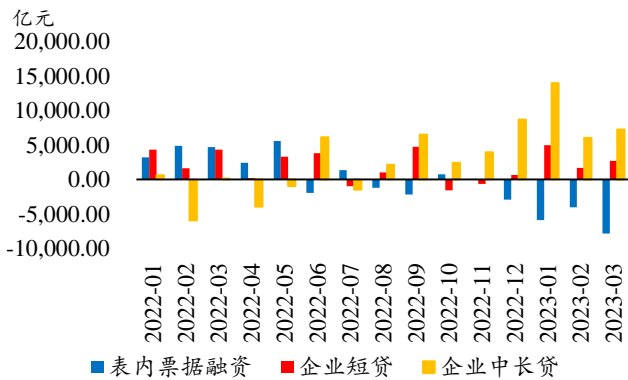


数据来源：Wind、开源证券研究所

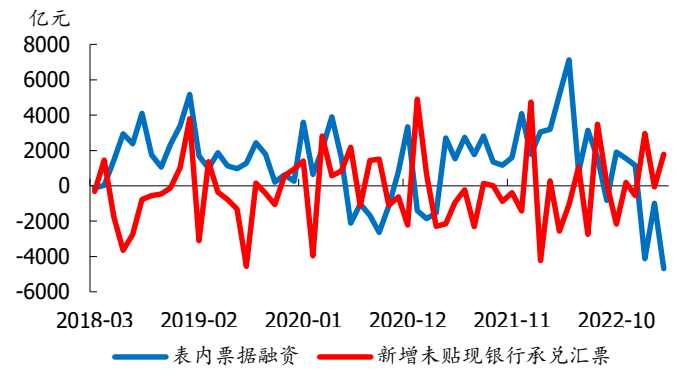
图2：居民中长贷明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所，图中为同比多增量

图3：企业中长贷持续高增


数据来源：Wind、开源证券研究所，图中为同比多增量

图4：表内票据融资大幅减少


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、社融：社融总量结构均优，间接融资是主支撑

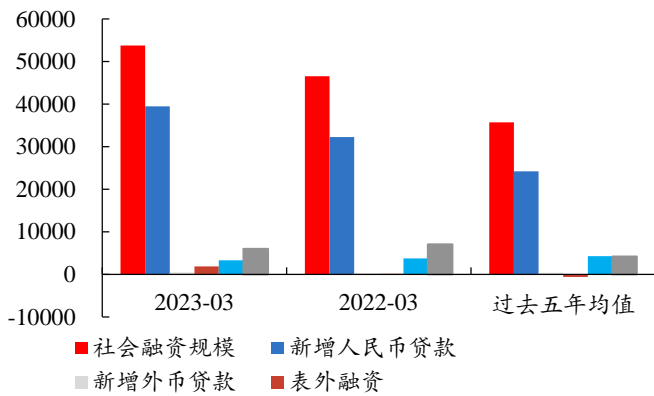
3月人民币信贷高增支撑社融增长，间接融资强于债权融资，企业债券和政府债券少增，中小企业需求推动表外票据增加。3月社融新增5.38万亿，同比多增7235亿元。其中社融口径人民币贷款新增3.95万亿，同比多增7211亿元。社融存量同比较前值回升0.1个百分点至10%。人民币信贷支撑了社融的超预期高增。从社融结构来看，直接融资弱于间接融资，企业债券和政府债券同比少增，表外融资整体多增，表外票据增量较大。

间接融资方面，人民币贷款的高增是3月社融超预期的主要贡献因素，其中大部分为企业中长贷的拉动，居民贷款有明显改善。原因上看，与经济复苏斜率稳固，基建、制造业企稳，地产销售回暖，消费修复等有关。两会后政策落地叠加企业真实融资需求提升、居民信心改善，共同助力社融增长。

直接融资方面，政府债券新增6022亿元，同比少增1052亿元。2022年专项债发行前置基数较高，目前来看新增专项债发行不及2022年。2023年3月地方政府专项债新增4128亿元，2022年同期专项债发行量为4570亿元。企业债券新增3288亿元，同比少增462亿元，或与人民币贷款的强势增长对企业债券融资形成了挤出有关。

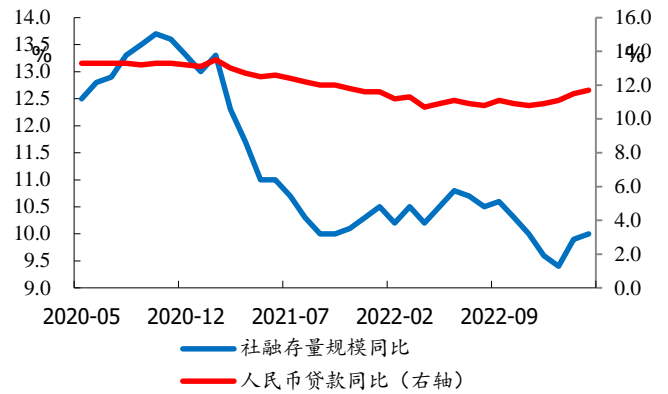
表外融资方面，信托贷款、委托贷款分别同比多增214、67亿元，未承兑汇票同比多增1503亿元。2月以来，未贴现汇票显著增长，体现中小企业需求的持续回升。

图5：人民币信贷仍是社融主拉动项



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：社融存量增速延续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、存款：居民储蓄倾向边际减弱

3月M1、M2同比下行。M1同比由2月的5.8%降至5.1%；M2同比下降0.2个百分点至12.7%。社融-M2剪刀差回升至-2.7%（前值为-3%），信用由供给向需求的传导有效性加强。

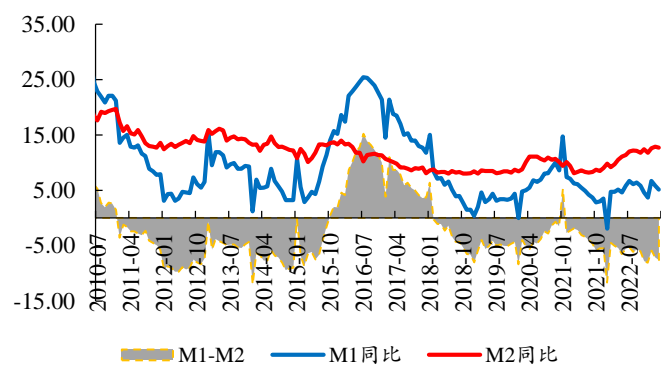
存款方面，居民存款增加29074亿元，同比多增2051亿元。居民存款虽然新增规模仍高，但同比增量已较此前几月有所下降，反映消费场景修复后居民储蓄偏好边际下降，但居民储蓄是否转移至消费仍需观察。企业存款新增26055亿元，同比少增456亿元，2022年企业存款同期基数较高。财政存款减少8412亿元，同比少减13亿元，财政存款的减少主要源于季末财政支出加大，但相对往年同期减少更多（近5年同期平均减少7194亿元），体现2023年财政发力力度仍较为积极。

图7：社融-M2 延续回升

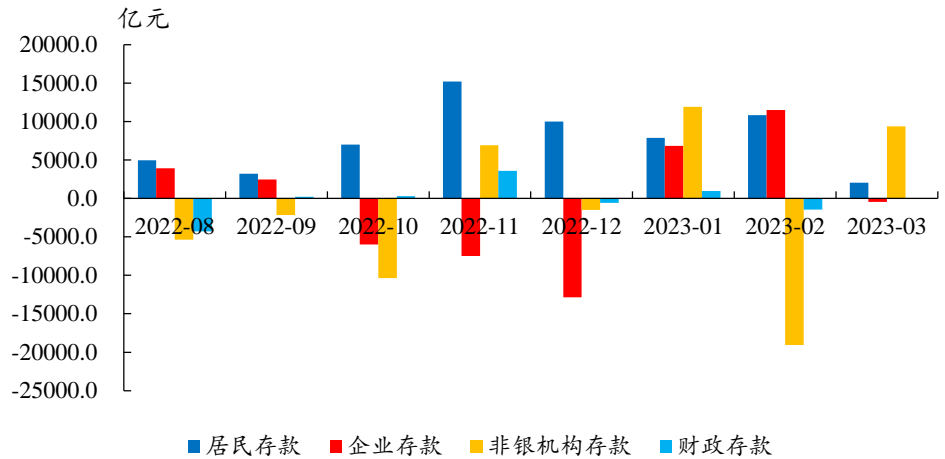


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：M1-M2 同比剪刀差降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：居民存款增加幅度减小


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：图中为同比多增量

4、社融高增背后的几个关注点

3月金融数据总量和结构均强，总体传递出经济积极的复苏信号和实体部门信心的回升。仍需关注几个结构性问题，以观察后续实体经济的修复存在哪些隐忧。其一，3月居民存款同比多增，企业存款同比少增。企业存款虽存在高基数效应，但与居民存款明显改善、企业贷款持续高增相比，企业存款改善程度不足。其二，反映企业现金流活跃程度的M1下降0.7个百分点、M1-M2负剪刀差扩大，这或许反映企业贷款并未体现在活期存款，而可能用于中长期资产负债表的修复。进一步地，居民储蓄的释放并未实际增加企业的现金流，指向可能被理财、股市等分流，从而体现为3月的非银存款同比多增9370亿。居民部门信心的回升还需要持续观察，方向上看，后续政策加码叠加经济复苏企稳，消费需求仍有望逐步改善。此外，居民超额储蓄的释放除投资外，还可能转移至房贷的还款。在存量房贷利率高于增量利率的背景下，理财等投资的财富效应不及利息减少的收益，提前还贷可能挤压居民的消费，也会导致银行盈利受损。向后看，需关注企业信心、居民消费需求的实际改善路径。

5、风险提示

国内疫情反复超预期，政策执行力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn