

新增社融达历史高位，宽货币向实体宽信用的转化率仍需提高

2023年3月金融数据点评

报告摘要

2023年3月，社融存量增速+10.0%，较上月+0.1PCTS，社融增量5.38万亿元，明显超过市场预期的4.42万亿元，同比多增7235亿元。结构上：3月新增人民币贷款（社融口径）3.95万亿元，同比多增7211亿元，是3月社融的主要支撑项。

3月新增人民币贷款3.89万亿元，超过市场预期的3.09万亿元，同比多增7600亿元，其中居民信贷和企业信贷分别同比多增4908亿元和2200亿元，居民信贷表现尤其亮眼，多增额度占信贷多增额度的接近2/3。

3月居民端新增短期和中长期贷款分别同比多增2246亿元和2613亿元。居民短贷的同比多增主要系居民消费边际改善、消费性质的短期贷款需求增加。居民中长期贷款的同比多增，主因3月商品房销售端的进一步改善。

3月企业端信贷新增2.7万亿元，其中中长期贷款新增2.07万亿元，同比多增7252亿元，以短期贷款和票据融资之和表征的企业短期融资合计新增6128亿元，同比少增5148亿元。我们认为，3月企业中长期融资需求同比上升和短期融资需求同比下降，体现了企业预期边际好转和中央层面重点支持制造业、基建方面的中长期融资需求的信贷政策效果。

3月M2增速录得+12.7%，较2月-0.2PCTS。3月M1增速录得+5.1%，较上月-0.7PCTS。

3月M2增速虽较2月略有回落，但继续维持高位，我们认为与信贷环境宽松下实体端贷款量较大和靠前发力的财政有关，二者共同作用，创造了大量的广义货币。从存款自身的结构看，3月金融机构新增人民币存款5.71万亿元，同比多增1.22万亿元，其中，新增居民户存款和非银机构存款的同比多增是3月金融机构新增人民币存款同比多增的主因。居民户存款同比多增，反映出目前虽然居民的消费和购房虽然已有边际改善，但居民整体上的避险情绪仍然相对较强，居民存款向消费和购房的转化，仍需居民预期的进一步改善作为先决条件。

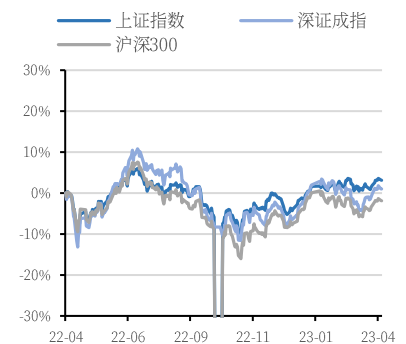
3月M1增速较2月回落0.7PCTS，M1-M2差值由上月的-7.1PCTS进一步下滑为-7.6PCTS。3月M1增速下行以及伴随而来的M1-M2差值下降，一方面反映出居民部门消费和购房活动在目前基础上仍有待进一步恢复、居民存款向企业活期存款的转移仍然较慢，另一方面可能也与企业部门在贷款端相对宽松而经济走势仍存在不确定性的情况下，存在将活期资金转固的行为有关。

总体来看，3月社融增量的高位，一方面反映出我国实体经济融资需求仍在持续恢复，但另一方面，这种融资需求的恢复目前来看仍然较依赖相对宽松的货币政策和信贷条件。从3月M2增速-社融增速差依然较大可以看出，目前经济系统货币扩张速度仍

主要数据

上证指数	3313.5705
沪深300	4100.1479
深证成指	11877.1473

主要指数走势图



作者

符畅 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2023-04-11
债市延续低波动 —2023-04-10
金融市场分析周报 —2023-04-04

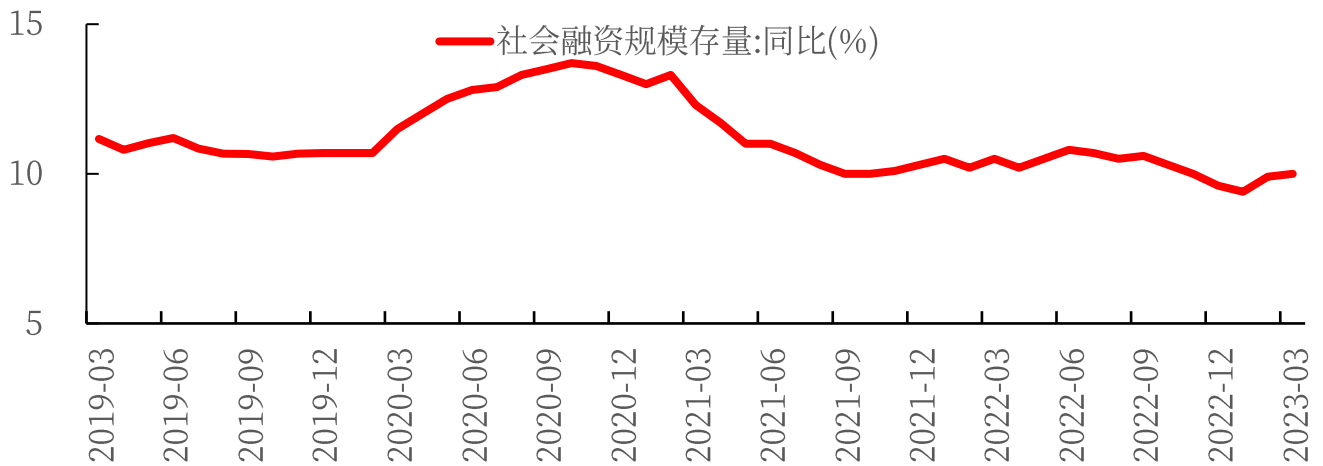
强于实体经济“自发”的信贷需求，“资金空转”、货币在金融系统内淤积的现象依然明显，宽货币进一步向实体宽信用的转化仍需更精准的政策支撑。

一、3月社融超预期扩张，单月社融增量录得历年3月最高值

2023年3月，社融存量增速+10.0%，较上月+0.1PCTS，为连续第2个月社融增速回升。3月社融增量5.38万亿元，明显超过市场预期的4.42万亿元，同比多增7235亿元。今年3月社融增量录得历年3月最高值，金融体系向实体经济的信用投放力度已超过因疫情爆发而采取信贷刺激的2020年3月。

结构上：3月新增人民币贷款（社融口径）3.95万亿元，同比多增7211亿元，是3月社融的主要支撑项。除信贷外，表外的未贴现票据同比多增1503亿元，对3月的社融亦有支撑。3月，政府债券和企业债券分别同比少增1052亿元和462亿元，少增幅度不大，对3月社融略有拖累。

图1 社融存量增速继续下降（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 2023年3月社融分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2023年3月同比	2023年3月环比	2022年3月环比	2021年3月环比	2020年3月环比	2023年3月	2022年3月	2021年3月	2020年3月
总	当月新增社会融资规模	7,235.0	22240.0	34,395.0	16,519.0	43,101.0	53,800.0	46,565.0	33,762.0	51,838.0
表内	新增人民币贷款	7,211.0	21318.0	23,207.0	14,098.0	23,188.0	39,502.0	32,291.0	27,511.0	30,390.0
	新增外币贷款	188.0	117.0	-241.0	-182.0	893.0	427.0	239.0	282.0	1,145.0
表外	新增委托贷款	67.0	251.0	181.0	58.0	-232.0	174.0	107.0	-42.0	-588.0
	新增信托贷款	214.0	-111.0	492.0	-855.0	519.0	-45.0	-259.0	-1,791.0	-21.0
	新增未贴现银行承兑汇票	1,503.0	1860.0	4,515.0	-2,935.0	6,779.0	1,790.0	287.0	-2,296.0	2,818.0
直接	企业债券融资	-462.0	-356.0	140.0	2,451.0	6,037.0	3,288.0	3,750.0	3,807.0	9,931.0
	非金融企业境内股票融资	-344.0	43.0	373.0	90.0	-251.0	614.0	958.0	783.0	198.0
其他	政府债券	-1,052.0	-2116.0	4,352.0	2,114.0	4,520.0	6,022.0	7,074.0	3,131.0	6,344.0

资料来源：wind，中航证券研究所

图3 近 12 个月各月新增社融分项同比变化 (亿元)

	项目	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
总	当月新增社会融资规模	7,235.00	19,390.00	-1,893.00	-10,522.00	-6,146.00	-7,042.00	6,385.00	5,181.00	-2,967.00	14,909.00	8,893.00	-9,243.00
表内	新增人民币贷款	7,211.00	9,100.00	7,326.00	4,051.00	-1,573.00	-3,321.00	7,931.00	681.00	-4,303.00	7,358.00	3,936.00	-9,224.00
	新增外币贷款	188.00	-170.00	-1,162.00	-1,016.00	-514.00	-691.00	-694.00	-1,173.00	-1,059.00	-992.00	-247.00	-488.00
表外	新增委托贷款	67.00	3.00	156.00	315.00	-123.00	643.00	1,530.00	1,578.00	240.00	94.00	276.00	211.00
	新增信托贷款	214.00	817.00	618.00	3,789.00	1,825.00	1,900.00	1,907.00	890.00	1,173.00	218.00	676.00	713.00
	新增未贴现银行承兑汇票	1,503.00	4,158.00	-1,770.00	865.00	574.00	-1,270.00	118.00	3,359.00	-428.00	1,287.00	-142.00	-405.00
直接	企业债券融资	-462.00	34.00	-1,290.00	-7,054.00	-3,402.00	152.00	-792.00	-3,137.00	-2,131.00	-1,581.00	1,443.00	28.00
	非金融企业境内股票融资	-344.00	-14.00	-475.00	-408.00	-506.00	-58.00	250.00	-227.00	499.00	-367.00	-425.00	352.00
其他	政府债券	-1,052.00	5,416.00	-1,886.00	-8,865.00	-1,638.00	-3,376.00	-2,533.00	-6,693.00	2,178.00	8,708.00	3,881.00	173.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

二、企业长期资金需求继续同比上升, 居民信贷同比改善更亮眼

3月新增人民币贷款 3.89 万亿元, 超过市场预期的 3.09 万亿元, 同比多增 7600 亿元, 其中居民信贷和企业信贷分别同比多增 4908 亿元和 2200 亿元, 居民信贷表现尤其亮眼, 多增额度占信贷多增额度的接近 2/3。

3月居民端新增短期和中长期贷款分别为 6094 亿元和 6348 亿元, 均实现同比多增, 分别同比多增 2246 亿元和 2613 亿元。居民短贷的同比多增主要系居民消费边际改善、消费性质的短期贷款需求增加。3月服务业景气度较高, 官方服务业 PMI 录得 56.9%, 在历年 3 月中排在第 2 位, 财新服务业 PMI 录得 57.8%, 较 2 月+2.8PCTS, 创 28 个月新高。在居民出行明显恢复的情况下, 居民聚集、购物及商旅等需求得到释放, 带动了居民消费贷款需求的边际改善。居民中长期贷款的同比多增, 主因 3 月商品房销售端的进一步改善。我们统计的 45 个大中城市中, 有 30 个以上城市 3 月商品房销售面积同比为正, 同时, 3 月 45 个大中城市商品房销售面积加总值同比录得 30% 以上。

3月企业端信贷新增 2.7 万亿元, 其中中长期贷款新增 2.07 万亿元, 同比多增 7252 亿元。3月短期贷款和票据融资分别新增 1.08 万亿元和减少 4687 亿元, 分别同比多增 2726 亿元和同比多减 7874 亿元。3月, 以短期贷款和票据融资之和表征的企业短期融资合计新增 6128 亿元, 同比少增 5148 亿元, 结合 3 月企业中长期贷款的同比多增超 7000 亿元, 表明企业在 3 月对中长期融资的需求同比走强而对短期融资的需求同比走弱。我们认为, 这种现象一方面从信贷需求层面折射出企业预期有所好转, 另一方面也体现出中央重点支持制造业、基建方面的中长期融资需求的信贷政策倾向。此外, 在重点支持房企加快完工的政策下, 3 月房企开发贷可能对 3 月企业中长期贷款亦有一定贡献。

图4 历年3月信贷分项情况（亿元）

	项目	2023年3月	2022年3月	2021年3月	2020年3月	2019年3月	2018年3月
总	新增人民币贷款	38,900.0	31,300.0	27,300.0	28,500.0	16,900.0	11,200.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	12,222.0	15,124.0	7,465.0	15,971.0	8,373.0	2,742.0
	新增人民币贷款:中长期	27,048.0	17,183.0	19,539.0	14,381.0	11,178.0	8,385.0
居民	新增人民币贷款:居民户	12,447.0	7,539.0	11,479.0	9,865.0	8,908.0	5,733.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	6,094.0	3,848.0	5,242.0	5,144.0	4,294.0	2,032.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	6,348.0	3,735.0	6,239.0	4,738.0	4,605.0	3,770.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	27,000.0	24,800.0	16,000.0	20,500.0	10,659.0	5,653.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	10,815.0	8,089.0	3,748.0	8,752.0	3,101.0	829.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	20,700.0	13,448.0	13,300.0	9,643.0	6,573.0	4,615.0
	新增人民币贷款:票据融资	-4,687.0	3,187.0	-1,525.0	2,075.0	978.0	-118.8

资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 近12个月各月新增信贷分项同比变化（亿元）

	项目	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
总	新增人民币贷款	7,600.00	5800	9200	2700	-600	-2110	8100	300	-4010	6900	3900	-3246
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	2902	1762	-580	2573	699	-748	2380	232	42	2645.87	8911	415.13
	新增人民币贷款:中长期	9865	7370	8807	7024	232	-456	5329	537	-966	5140.72	-4356	-9134.72
居民	新增人民币贷款:居民户	4,908.00	5450	-858	8963	710	-827	-383	-1175	-2842	-203	-3344	-7453
	新增人民币贷款:居民户:短期	2246	4129	-665	-270	-992	-938	-181	426	-354	781.87	84	-2220.87
	新增人民币贷款:居民户:中长期	2613	1322	-193	-693	718	-889	-211	-601	-488	-989.28	-3379	5231.72
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	2,200.00	3700	13200	6017	3858	1525	9370	1787	-457	7525	7243	-1768
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	2726	1574	5000	638	-651	-555	4741	1028	969	3815	3286	199
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	7252	6048	14000	8717	3950	2433	6540	2338	-478	6130	-977	-3953
	新增人民币贷款:票据融资	-7874.00	-4041	-915	-2941	-56	745	-180	-1222	1365	-951	5591	2837

资料来源: wind, 中航证券研究所

三、M2 与 M1 均降速，货币活性化下降，实体宽信用或仍需更精准的政策支撑

3月M2增速录得+12.7%，较2月-0.2PCTS。3月M1增速录得+5.1%，较上月-0.7PCTS。

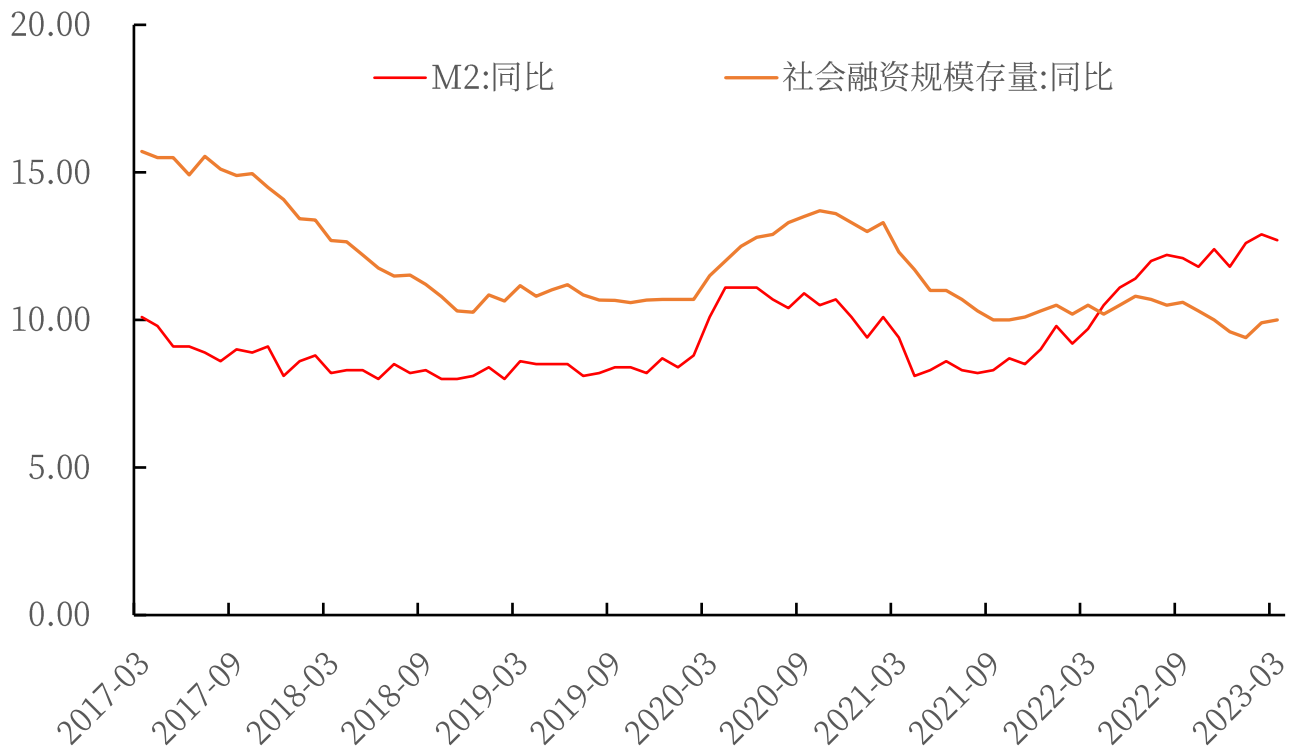
3月M2增速虽较2月略有回落，但继续维持高位，我们认为与信贷环境宽松下实体端贷款量较大和靠前发力的财政有关，二者共同作用，创造了大量的广义货币。从存款自身的结构看，3月金融机构新增人民币存款5.71万亿元，同比多增1.22万亿元。从新增存款同比变化的角度，分存款主体看，3月新增非金融企业存款和财政存款同比变化较小，新增居民户存款和非银机构存款分别同比多增2051亿元和9370亿元，二者的同比多增是3月金融机构新增人民币存款同比多增的主因。其中，居民户存款同比多增，反映出目前虽然居民的消费和购房已有边际改善，但居民整体上的

避险情绪仍然相对较强，居民存款向消费和购房的转化，仍需居民预期的进一步改善作为先决条件。

3月 M1 增速较 2 月回落 0.7PCTS，M1-M2 差值由上月的-7.1PCTS 进一步下滑为-7.6PCTS。3 月 M1 增速下行以及伴随而来的 M1-M2 差值下降，一方面反映出居民部门消费和购房活动在目前基础上仍有待进一步恢复、居民存款向企业活期存款的转移仍然较慢，另一方面可能也与企业部门在贷款端相对宽松而经济走势仍存在不确定性的情况下，存在将活期资金转固的行为有关。

3 月 M2 增速-社融增速差依然较大，显示经济系统货币扩张速度仍强于实体经济信贷需求，“资金空转”、货币在金融系统内淤积的现象依然明显，宽货币进一步向实体宽信用的转化仍需更精准的政策支撑。

图6 M2 与社融之间增速差仍然较大，实体经济信用扩张落后货币增速 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637