

政策呵护下居民贷款回升，企业端继续改善 ——3月社融数据点评

摘要

- **新增社融、人民币贷款继续超市场预期。**从社融存量看，3月末，社融存量同比增长10%，增速较上月扩大0.1个百分点。从社融增量看，3月社会融资规模增量为5.38万亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加3.95万亿元。3月为传统的信贷大月，另外降准在一定程度上提升了市场信心，支持实体经济复苏，后续预计短期新增社融及人民币或仍保持较高水平。
- **直接融资占比较上月回落，政府债券发行仍快。**在新增贷款量较多下，直接融资占比较上月回落，政府债券仍是直接融资的主要贡献项，2月和3月政府债券的发行速度都较快，3月新增政府债券融资6022亿元。从今年地方新增专项债发行进度看，与2022年同期类似，一季度地方政府债发行节奏较快一方面与财政政策适当靠前发力有关，另一方面也与地方债到期量同比明显增加有关，企业债券和股票融资较稳。表外融资回升，未贴现银行承兑汇票明显多增。
- **企业贷款结构继续改善，居民贷款大幅回升。**一季度人民币贷款增加10.6万亿元，其中企业贷款增加8.99万亿元。3月贷款增加规模继续扩大，企业短期贷款增加10815亿元，一方面受到季节性因素影响，另一方面企业经营情况逐渐回暖，企业中长期贷款增加2.07万亿元，根据一季度银行家问卷调查报告，主要行业 and 不同规模企业贷款需求较之前都有明显提高。一季度住户贷款增加1.71万亿元，3月住户贷款增加1.24万亿元，其中居民短期贷款增加6094亿元，一方面与清明节等假期临近有关，另一方面也与多地出台促消费政策、消费信心有所恢复有关；居民中长期贷款增加6348亿元，主要受房地产市场回暖影响。一季度城镇储户问卷调查显示，居民投资和消费的倾向有所提高。
- **M2增速略回落，居民存款同比多增幅度下降。**3月，M2同比增长12.7%，增速比上月末回落0.2个百分点。3月份人民币存款增加5.71万亿元，同比多增1.22亿元，居民存款同比多增，但多增规模下降，非金融性企业存款同比少增。M1同比增长5.1%，增速比上月末低0.7个百分点，M1与M2剪刀差较上个月扩大0.5个百分点，后续在经济稳健复苏及市场信心修复下，再加上基数效应，M2增速或逐渐回落。
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 关注弱通胀中的闪光点——3月通胀数据点评 (2023-04-12)
2. 央行问卷显示情绪回暖，油价波动引关注 (2023-04-09)
3. 周期轮动下，出口将如何表现？——基于对中美库存周期的研究 (2023-04-06)
4. 景气维持扩张，但结构有所分化——3月PMI数据点评 (2023-04-02)
5. 人民币国际化机遇至，欧美银行风波暂缓 (2023-04-02)
6. 国内多领域布局发展，海外美联储如期加息 (2023-03-24)
7. 高质量发展组合拳蓄力，海外流动性风波不断 (2023-03-19)
8. 年后第一份成绩单，投资端表现更优 (2023-03-16)
9. 复苏进行时，数据透暖意——2月社融数据点评 (2023-03-11)
10. 国内统筹经济和社会发展，海外市场承压 (2023-03-10)

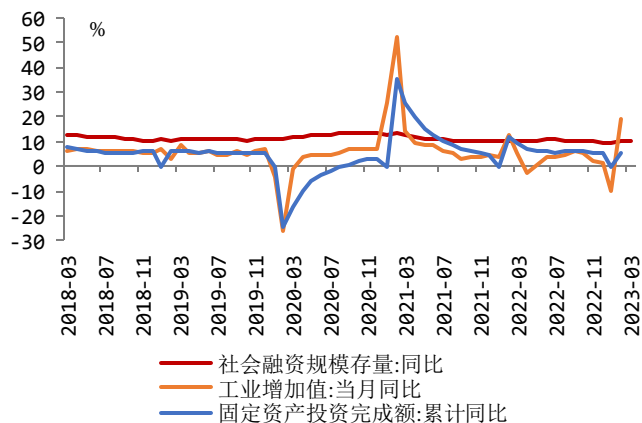
3月，社融增量同比多增，人民币贷款同比多增明显。直接融资占比在新增人民币贷款超预期下有所回落，其中政府债券融资仍占主导。企业部门贷款结构继续好转，居民部门短期贷款及中长期贷款同比都多增，消费复苏、房地产边际回暖继续体现。后续稳增长政策将继续发力，积极的财政政策加力提效，市场信心明显提振，企业和居民融资需求将继续改善。

1 新增社融、人民币贷款继续超市场预期

社融存款同比回升，新增社融和人民币贷款均超预期。从社融存量看，3月末，社会融资规模存量为359.02万亿元，同比增长10%，增速较上月扩大0.1个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为233.96万亿元，同比增长11.7%，增速较前值增加0.2个百分点。从结构看，3月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.4%，同比高1个百分点。从社融增量看，2023年一季度社会融资规模增量累计为14.53万亿元，比上年同期多2.47万亿元，其中，对实体经济发放的人民币贷款增加10.7万亿元，同比多增2.63万亿元，一季度对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的73.6%，同比高4.5个百分点。单月来看，3月份，社会融资规模增量为5.38万亿元，比上年同期多7079亿元，其中，对实体经济发放的人民币贷款增加3.95万亿元，同比多增7211亿元。另外，对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加427亿元，同比少增188亿元。3月对实体经济发放的人民币贷款是新增社融的主要支撑，3月为传统的信贷大月，另外3月17日央行决定于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，降准在一定程度上提升了市场信心，支持实体经济复苏。

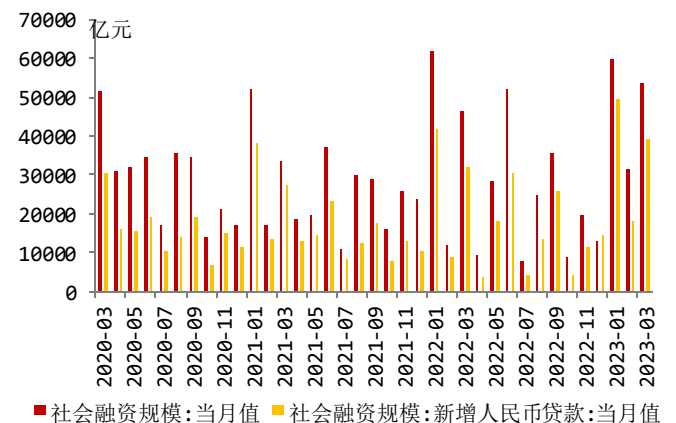
4月3日，中国人民银行发布2023年第一季度企业家问卷调查报告、城镇储户问卷调查报告和银行家问卷调查报告。调查结果显示，今年以来，企业家、银行家和城镇储户群体对经济发展预期的回暖。银行家问卷调查报告显示，一季度，我国制造业贷款需求指数、基础设施贷款需求指数、批发零售业贷款需求指数、房地产企业贷款需求指数均比上季有所提升。银行家宏观经济热度指数为40.2%，比上季大幅上升22.8个百分点。分项指数中，除了货币政策感受指数、银行贷款审批指数较上季度有所回落外，其余指数均呈上升态势。3月制造业PMI录得51.9%，较2月回落0.7个百分点。从需求端看，受外需偏弱压制，国内需求改善尚不稳固，3月新订单指数为53.6%，低于2月0.5个百分点，预计海外流动性收紧和高库存将继续对我国外需形成抑制，内需有望保持韧性。随着国内经济持续恢复，金融机构对实体经济让利规模仍将较大，短期新增社融及人民币或仍保持较高水平。

图 1：社融存量同比增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增人民币贷款量较大

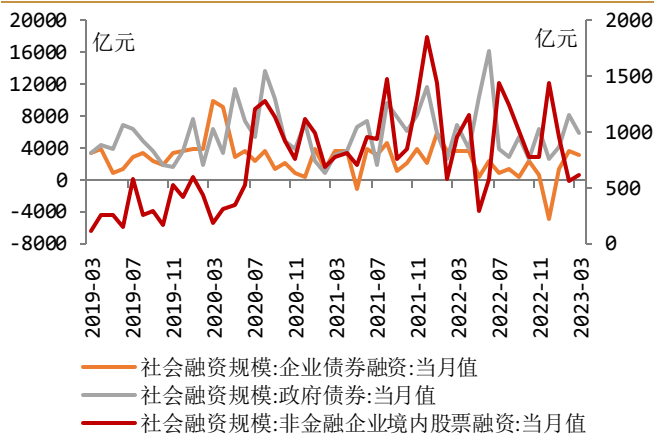


数据来源：wind、西南证券整理

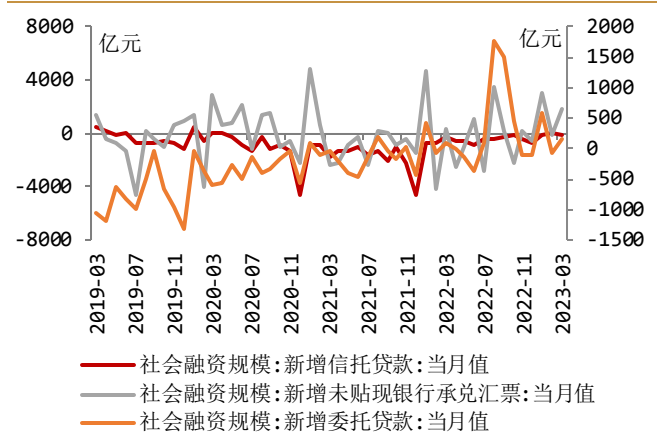
2 直接融资占比较上月回落，政府债券发行仍快

从社融结构看，3月直接融资占比回落明显，政府债券仍为主要贡献项。一季度，新增直接融资 2.89 万亿元，占新增社融的 19.91%，其中企业债券净融资 8480 亿元，同比少 4718 亿元；政府债券净融资 1.83 万亿元，同比多 2470 亿元；非金融企业境内股票融资 2149 亿元，同比少 833 亿元。单月来看，3月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为 73.42%，较上月明显回升 15.8 个百分点；在新增贷款量较多的背景下，直接融资占比较上月回落，3月新增直接融资 9924 亿元，同比少增 1959 亿元，环比少增 2429 亿元，3月新增直接融资占同期社会融资规模增量的 18.45%，较 2月回落 20.7 个百分点。从分项看，政府债券仍是直接融资的主要贡献项，2月和 3月政府债券的发行速度都较快，3月新增政府债券融资 6022 亿元，同比少增 1052 亿元，但较 2021 年同期多增 2891 亿元。3月地方债发行 8900.42 亿元，明显高于 2022 年同期的 6186.67 亿元，其中新增债券约为 6300 亿元，再融资债券约为 2600 亿元；新增债券中，专项债券发行规模为 5438 亿元。从发行进度看，2023 年 1-3 月新增债发行节奏较快，专项债发行进度与 2022 年同期类似，2023 年 1-3 月，新增一般债/新增专项债发行占全年限额的 43.4%/35.7%（2022 年同期分别为 37.8%/35.6%）。从专项债券投向来看，城乡基础设施建设、交通基础设施建设、棚户区改造、农林水利、园区建设、民生事业等为主要投向。值得注意的是，3月份，黑龙江省、广西壮族自治区、内蒙古自治区还披露了中小银行专项债进展。一季度地方政府债发行节奏较快一方面与财政政策适当靠前发力有关，另一方面也与地方债到期量同比明显增加有关。2023 年地方政府债到期规模预计较 2022 年增加超过 10%，加之隐性债务化解，后续再融资债券发行规模或将持续可观。**企业债券方面**，3月企业债券融资增加 3288 亿元，同比少增 462 亿元，环比少增 356 亿元，企业债券融资在上月明显好转后表现较稳定，后续随着实体经济逐渐恢复，市场情绪好转，企业债券融资或稳重有升。3月，非金融企业境内股票融资 614 亿元，同比少增 344 亿元，环比多增 43 亿元。

表外融资回升，未贴现银行承兑汇票明显多增。一季度，新增表外融资 5323 亿元，其中委托贷款增加 681 亿元，同比多增 221 亿元；信托贷款减少 41 亿元，同比少减 1649 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 4683 亿元，同比多增 3892 亿元。单月来看，3月，表外融资增加 1919 亿元，同比多增 1784 亿元，环比多增 2000 亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为 3.6%，较上月回落 3.8 个百分点。3月未贴现银行承兑汇票增多 1790 亿元，同比多增 1503 亿元，环比多增 1860 亿元，3月未贴现银行承兑汇票的增多一方面与季末季节性因素有关，另一方面也与融资需求回升等因素有关；3月，委托贷款增加 174 亿元，同比多增 67 亿元，环比多增 251 亿元；信托贷款减少 45 亿元，环比多减 111 亿元，同比少减 214 亿元。

图 3：3 月直接融资各分项表现


数据来源：wind、西南证券整理

图 4：3 月表外融资分项表现


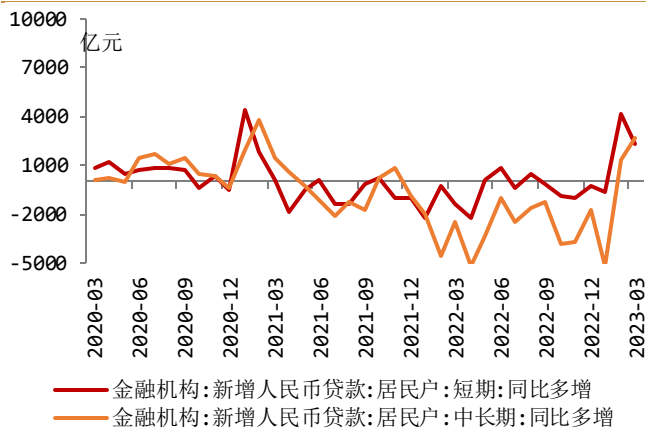
数据来源：wind、西南证券整理

3 企业贷款结构继续改善，居民贷款大幅回升

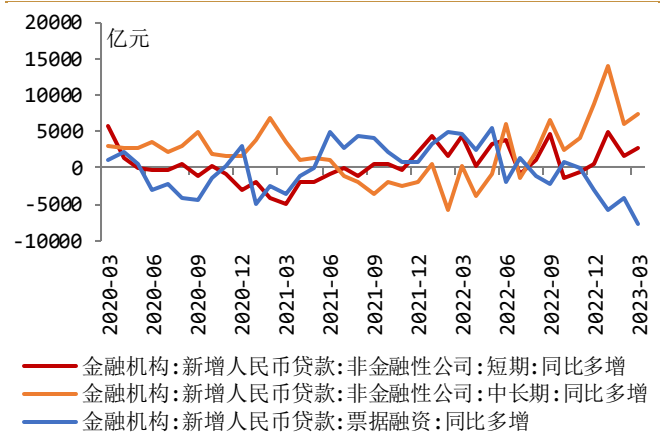
企业贷款引领新增贷款超预期，短期贷款和中长期贷款继续回升，贷款结构继续改善。一季度人民币贷款增加 10.6 万亿元，同比多增 2.27 万亿元；分部门看，企（事）业单位贷款增加 8.99 万亿元，其中，短期贷款增加 3.17 万亿元，中长期贷款增加 6.68 万亿元，票据融资减少 9803 亿元；非银行业金融机构贷款减少 791 亿元。单月来看，3 月，人民币贷款增加 3.89 万亿元，同比多增 7497 亿元，贷款增加规模继续扩大。其中企（事）业单位贷款增加 2.68 万亿元，同比多增 2104 亿元。从贷款结构来看，企业短期贷款增加 10815 亿元，同比多增 2726 亿元，环比 2 月多增 5030 亿元，一方面受到季节性因素影响，另一方面企业经营情况随着复苏持续进行逐渐回暖，贷款表现较好。3 月，企业中长期贷款增加 2.07 万亿元，环比 2 月多增 9600 亿元，同比多增 7252 亿元。根据央行 4 月发布的一季度银行家问卷调查报告，贷款总体需求指数为 78.4%，比上季上升 19.0 个百分点，比上年同期上升 6.1 个百分点，分行业看，制造业贷款需求指数为 73.9%，比上季上升 11.6 个百分点；基础设施贷款需求指数为 71.0%，比上季上升 10.4 个百分点；批发零售业贷款需求指数为 68.0%，比上季上升 10.9 个百分点；房地产企业贷款需求指数为 55.3%，比上季上升 11.6 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为 64.9%，比上季上升 10.3 个百分点；中型企业为 68.2%，比上季上升 11.8 个百分点；小微企业为 76.5%，比上季上升 14.0 个百分点。主要行业 and 不同规模企业贷款需求较之前都有明显提高。随着国内经济稳健复苏，企业信心继续加强，预计企业贷款结构将继续改善，中长期贷款仍将保持较高增长。

住户短期贷款同比多增较多，中长期贷款也有所回暖。一季度住户贷款增加 1.71 万亿元，其中短期贷款增加 7653 亿元，中长期贷款增加 9442 亿元。单月来看，3 月住户贷款增加 1.24 万亿元，同比多增 4859 亿元。其中，居民短期贷款增加 6094 亿元，同比多增 2246 亿元。居民短期贷款明显提高，一方面与清明节等假期临近有关，另一方面也与多地出台促消费政策、消费信心有所恢复有关。3 月初，在国新办举行的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会上，商务部介绍三个方面恢复和扩大消费：一是开展“消费提振年”系列活动，具体安排是“6+12+52+N”，其中定位 3 月为全国消费促进月；二是稳定和提升重点消费，巩固消费基础；三是推进国际消费中心城市培育和建设，创新载体场景，多地出台消费刺激政策，北京市商务局面向每位在京消费者发放 600 多元的“京彩·绿色”消费

券，用于购买空调、洗衣机、手机、笔记本电脑、无人机等 55 类绿色智能商品；郑州、大连、临沂、宁波、成都等地陆续发放汽车消费券，根据汽车消费的价格，消费者可获得千元至万元不等的消费补贴；山东省今年上半年将发放 2 亿元汽车消费券；浙江等地推出一系列创新旅游产品。3 月，居民中长期贷款增加 6348 亿元，环比多增 5485 亿元，同比多增 2613 亿元，与近期房地产市场回暖有关。根据中指研究院数据，3 月，一线城市、二线、三四线城市商品住宅成交同比增幅均超三成，2023 年一季度，重点 50 城商品住宅月均供应规模同比小幅回升，同比增长约 10%，但绝对规模仍为 2016 年以来同期低位。今年房地产市场仍以稳为主，预计在此背景下，居民中长期贷款也较稳健。根据一季度城镇储户问卷调查，倾向于“更多消费”的居民占 23.2%，比上季增加 0.5 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 58.0%，比上季减少 3.8 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 18.8%，比上季增加 3.3 个百分点。

图 5：居民部门贷款仍同比多增


数据来源: wind、西南证券整理

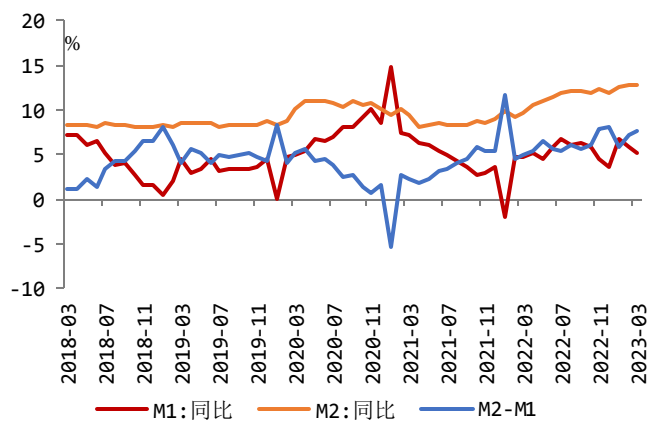
图 6：企（事）业单位中长期贷款同比多增


数据来源: wind、西南证券整理

4 M2 增速略回落，居民存款同比多增幅度下降

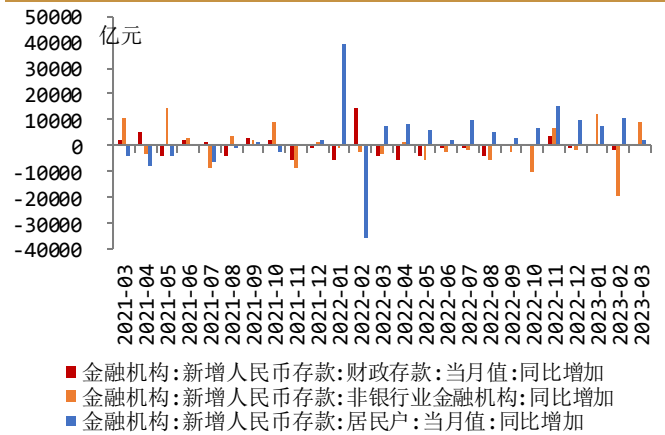
剪刀差扩大，M2 增速高位回落。3 月末，广义货币(M2)余额 281.46 万亿元，同比增长 12.7%，符合市场预期，增速分别比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 3 个百分点。3 月末，本外币存款余额 230.66 万亿元，同比增长 11.1%；月末人民币存款余额 225.45 万亿元，同比增长 11.8%，增速分别比上月末上年同期高 0.2 个和 0.3 个百分点。3 月份人民币存款增加 5.71 万亿元，同比多增 1.22 亿元。其中，居民存款同比多增，但多增规模下降，非金融性企业存款同比少增。住户存款增加 2.91 万亿元，同比多增 2051 亿元，但较 2 月多增的 1.08 万亿元，多增规模明显减少，继去年 9 月存款利率“降息潮”之后，近期，又有多地中小银行加入调降队伍，4 月陕西、河南、内蒙古、湖北、广东、山西等多地中小银行相继调整了整存整取定期存款利率，部分银行降幅超过 30 个基点，居民存款新增量或有所回落；非金融企业存款增加 2.61 万亿元，同比少增 456 亿元，随着企业基本面好转，投资有所增加；在政府债券发行加速下，财政性存款减少 8412 亿元，同比少减 13 亿元；非银行业金融机构存款增加 3050 亿元，同比多增 9370 亿元。狭义货币(M1)余额 67.81 万亿元，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 与 M2 剪刀差为 7.6 个百分点，较上个月扩大 0.5 个百分点，后续在财政政策发力、经济稳健复苏及市场信心修复下，再加上基数效应，M2 增速或逐渐回落。

图 7：3 月 M2 增速回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：3 月居民存款同比多增规模下降



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn