



研究所

分析师:袁野

SAC 登记编号:S1340523010002

Email:yuanye@cnpsec.com

研究助理:魏冉

SAC 登记编号:S1340123020012

Email:weiran@cnpsec.com

研究助理:崔超

SAC 登记编号:S1340121120032

Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《表观数据回暖，政策还需趁热打铁》 - 2023.04.09

宏观研究

需求端信贷偏弱，有必要适时降息

● 核心观点

3月通胀及金融数据公布，新增信贷总量及结构维持较好水平，居民贷款边际改善幅度大。CPI同比超预期放缓，反映信贷扩张处于初期阶段，传导至实体经济尚需时日。3月社融同比增长10%，连续两个月上行，但仍不能确认社融增长的趋势性拐点。实体经济反馈仍不明显。一季度以来的信贷高增受到供给端的影响可能更大，整体需求端仍然偏弱。二季度本身由于低基数，各项经济数据表观读数均有望看到大幅反弹，但是从宽信用向实体经济的转化、消费能力的支撑来看，未来能否实现持续好转，二季度应是全年稳增长的重要窗口期。2022年以来居民收入增长与贷款利率持续倒挂，对居民实际消费能力形成了明显挤压，贷款利率有待下调，通过下调存款利率浮动上限，推动LPR下调即是一种方式。我们继续看好基建、房地产相关产业链投资，同时看好数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、军工领域的投资机会。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

3月通胀及金融数据公布，基本验证了报告《表观数据回暖，政策还需趁热打铁》的观点，整体来看信贷扩张处于初期阶段，传导至实体经济尚需时日。二季度有低基数助力，是政策趁热打铁的窗口期。具体如下：

3月新增信贷总量及结构维持较好水平，居民贷款边际改善幅度大。3月新增信贷3.89万亿，续创历史同期新高，同比多增7600亿，增幅维持高位。企业中长贷新增2万亿，维持历史同期最高投放量，同比多增7252亿。一季度基建投资维持高增，并且工业生产持续扩张，基建以及制造业领域的融资需求保持活跃。但是房企融资仍然低迷，根据克尔瑞统计，2023年3月80家典型房企的融资总量为608.93亿元，环比增加43.4%，同比减少31.3%。其中，房企境内债权融资525.91亿元，环比增加36.1%，同比减少13.5%。虽然当前优质房企及白名单房企融资开闸，但行业面融资仍未有全面回暖，融资规模虽然环比回升但长期来看仍处于较低水平。这与土地市场的点状回暖是一致的。

——3月新增居民中长贷6348亿元，创下历史同期最高，为2021年11月以来首次，同比多增2613亿元。3月作为信贷投放大月，居民中长贷增长仍然创历史新高，反映数据含金量高。一季度百强房企实现销售操盘金额累计同比转正，增长3.1%，是推动居民中长贷高增的动力所在。但是进入4月，这种动能转冷，根据克尔瑞新房周报，4月第一周，各能级城市新房成交指数显著回落。具体来说，一线4城成交均回落，上海、广州环比腰斩；二线10个重点监测城市成交表现均不及上周，青岛、长沙等半数城市环比降幅超过50%；三四线成交指数环比下降96.10点至87.69。因此，居民中长贷能否延续3月改善幅度有待观察。

——3月新增居民短贷6094亿元，创历史新高，同比多增2246亿。从汽车销售情况来看，3月消费整体复苏节奏仍然温和，居民短贷的增长可能与银行增加消费贷供给有关。2月15日，求是网发布《习近平：当前经济工作的几个重大问题》，提到要合理增加消费信贷，支持住房改善、新能源汽车、养老服务、教育医疗文化体育服务等消费。消费贷的供给端有望保持较大支持力度。

3月CPI同比超预期放缓，也反映信贷扩张处于初期阶段，传导至实体经济尚需时日。CPI同比0.7%，低于预期及前值。核心CPI同比反弹至0.7%，食品CPI同比略降至2.4%，能源CPI同比转负至-6.4%，油价去年的高基数是3月通胀最大拖累，核心CPI同比小幅反弹反映经济整体温和复苏。从新涨价因素看，

CPI 环比-0.3%，处于历史同期偏低水平，核心 CPI 环比为 0，在 2 月弱于季节性后 3 月来到季节性上沿，指向经济复苏；而食品 CPI 环比-1.4%，在 2 月起季节性下跌后降幅收敛，基本符合季节性，反映经济复苏的程度较弱。

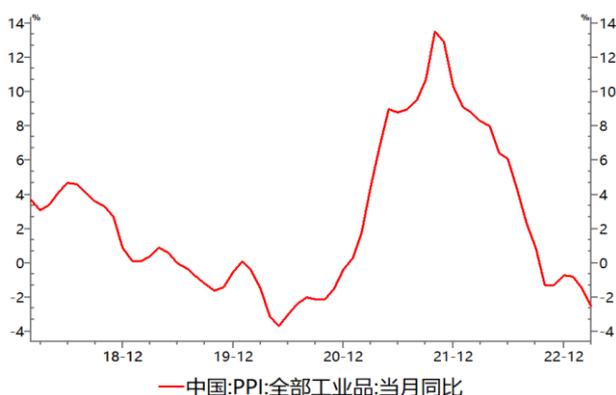
地方政府将维持靠前发力。3 月社融 5.38 万亿，同比多增 7235 亿元。除信贷高增外，未贴现银行承兑汇票回到 1790 亿元较高水平，同时表内票据融资净减少 4687 亿元，压缩表内票据为其他信贷品种腾挪额度，带动了表外未贴现票据的高增。另外，3 月政府债券融资额 6022 亿，略低于去年同期。3 月新增地方政府专项债发行 4128 亿元，虽然略低于去年同期，但维持了较快进度。在“巩固拓展向好势头，推动经济运行持续整体好转”的政策导向下，预计上半年有望保持较快发行，地方政府维持靠前发力。

企业活跃度仍有待提升，居民超额储蓄意愿明显下降。存款方面，3 月新增存款 5.71 万亿，M2 同比略降至 12.7%，M1 同比降至 5.1%，M1 与 M2 剪刀差扩大至 7.6%，反映虽然信贷投放量较大，但资金活化程度尚未明显改观，企业活跃度提升仍在初期阶段。值得关注的是，3 月居民存款新增 2.9 万亿，同比多增 2051 亿元，增幅为 2022 年以来最低，反映居民储蓄意愿下降。央行城镇储户问卷调查显示，一季度居民储蓄意愿下降，消费、投资意愿上升。居民储蓄意愿逐步回归常态，是经济复苏过程的应有结果，但是未来储蓄能力能否及时提升，匹配储蓄意愿，才是消费向常态靠拢的关键因素。如果居民收入不能获得有效提振，当前储蓄意愿的下降只会以透支未来的消费能力为代价。因此，我们继续强调投资率先发力——居民收入加速——居民消费恢复的稳增长政策传导链条。

二季度恰是政策趁热打铁的窗口期。3 月社融同比增长 10%，连续两个月上行，但仍不能确认社融增长的趋势性拐点。实体经济反馈仍不明显，一方面是一季度企业中长贷合计投放规模达到 6.68 万亿元，为历史最高，主要投向应为基建、制造业等领域，但是工业板块开工率整体水平处于低位爬升状态，并未达到高位。从 PPI 观察，工业品领域亦有通缩压力。3 月 PPI 同比-2.5%，降幅继续扩大，PPI 环比连续两个月 0 增长，二季度因原油高基数，以及宽信用向总需求扩张的传导仍在转化期，PPI 压力可能持续存在。另一方面，居民贷款近两个月刚刚出现改善，居民中长贷增长的不确定性仍然较大，消费贷则受益于供给端推动。因此，一季度以来的信贷高增受到供给端的影响可能更大，整体需求端仍然偏弱。

二季度本身由于低基数，各项经济数据表观读数均有望看到大幅反弹，但是从宽信用向实体经济的转化、消费能力的支撑来看，未来能否实现持续好转，二季度应是全年稳增长的重要窗口期。2022年以来居民收入增长与贷款利率持续倒挂，对居民实际消费能力形成了明显挤压，贷款利率有待下调，通过下调存款利率浮动上限，推动LPR下调即是一种方式。我们继续看好基建、房地产相关产业链投资，同时看好数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、军工领域的投资机会。

图表1：工业领域通缩压力仍在



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：居民收入与贷款利率倒挂



资料来源：Wind，中邮证券研究所

风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048