

## 创记录信贷效果待观察，价格工具可能推迟至下半年

### 2023年3月金融数据分析

#### 核心内容：

- **贷款上行带动社融超预期走高** 2023年1季度社融总体数量和同比均大幅走高，表内贷款、表外融资、政府债券融资共同拉动社会融资上行，直接融资则出现同比明显下滑。整体来说社会融资和信贷在1季度均表现超预期，实现了开门红。经济恢复和政府政策的支持同时发力，融资市场表现火热。
- **本年度贷款和社融仍然正增长** 央行对经济增长的支持以及我国2023年预计在5%左右的经济增长，2023年全年新增社融预计在33万亿以上，即新增社融同比增速约在4.6%左右，社融存量规模同比增速约在9.8%，新增信贷在23万亿左右，新增信贷增速约在8%左右。
- **企业贷款和居民信贷环比均上行，信号较为积极** 2023年3月份新增信贷增速继续上行，居民信贷环比大幅上升，房地产消费回升较为明显，短期消费和经营贷预计同步回升，但居民长贷回升需要再观察1-2个月。企业短贷和长贷额度继续上行，基建、制造业投资以及房地产资金需求均推动信贷上行。贷款的上行会在未来稳定经济增速。
- **M1、M2增速小幅回落** 3月份M1、M2增速环比均回落，M1回落幅度更大。M1显示企业资金紧张程度，虽然M1有所下滑，但3月份除了企业资金进入定期存款外，也显示了企业投资活跃度的恢复。3月M2总体增量5.94万亿，居民存款、企业存款和非银行金融机构存款基本与M2增量持平。宽信用仍然持续，实体经济的资金虽然比2月份略差，但是仍然处于较宽松的状态。
- **社融和信贷高增速难以持续** 3月份新增社融和信贷增速均出现高位回落，与经济增速相匹配的稳定的货币政策下，社融和信贷增速再向上的空间较为有限。预计信贷全年超过23万亿，增速达到8%左右，社融增量达到33.5万亿，预计社融存量增速在9.8%左右。1季度的信贷占了全年信贷额度的43%，社融占了全年的39%，挤占之后3个季度的信贷和社融额度。
- **货币数量创新高，价格工具使用推后** 3月的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会中中央强调具体的政策工具怎么使用，要综合考虑，相机抉择。3月份居民信贷大幅恢复，企业信贷创出新高，而信贷的上行对经济的影响需要时间。2季度如经济恢复不顺，例如五一和六一八消费不及预期，央行会考虑使用价格工具。1季度创新高的信贷规模使得央行在等待其对经济推动的效果，这意味着价格工具使用时间更可能在下半年到来。

#### 分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

**风险提示：**社融增速不及预期

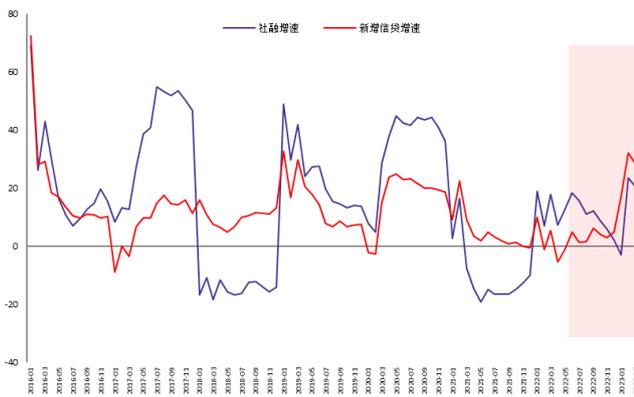
## 一、贷款上行带动社融走高

2023年3月份社会融资规模5.38万亿超出市场预期(预期4.42万亿),同比增加7235亿。3月份社会融资规模的同比上行主要由于新增贷款超预期上行带动(同比+7211亿),3月份新增贷款3.89万亿超出市场预期(预期3.09万亿)。未贴现银行承兑汇票的上行(同比+1503亿)和政府债券融资的下行(同比-1052亿)基本相抵。外币贷款继续回升,企业寻求外资贷款。3月份外币贷款融资同比增加188亿元。影子银行各项同比增加,未贴现银行承兑汇票同比去年大幅走高。信托贷款3月份实现-45亿元(同比+214亿元),信托贷款更多的是面向房地产市场。

2023年1季度社会融资规模合计14.52万亿,同比增加2.47万亿。2023年1季度社融总体数量和同比均大幅走高,主要拉动因素是表内贷款。1季度新增贷款合计10.6万亿,同比增加2.26万亿。未贴现银行承兑汇票(同比+3891亿)、政府债券融资(同比+2478亿)和信托贷款(同比+1649)共同拉动社会融资上行。直接融资同比下滑较大,企业债券融资同比减少4718亿,非金融企业境内股票融资同比减少833亿。

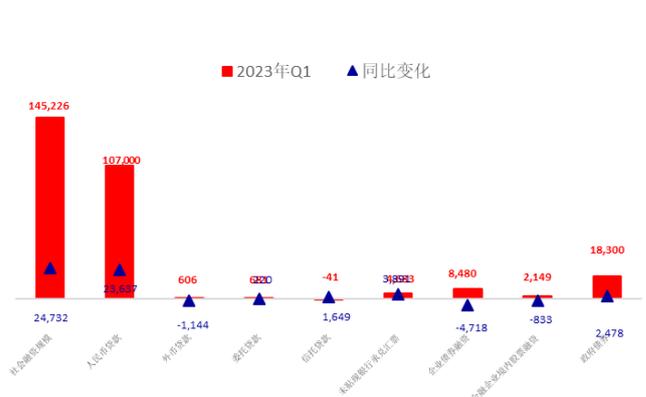
从贷款来看,3月贷款依然大幅上行,体现了稳增长措施的不变。实体经济活动回升,贷款需求大幅上行。

图1:社融增速小幅回落(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图2:社融各部门变化(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

整体来说社会融资和信贷在1季度均表现超预期,1季度社会融资和信贷实现了开门红。经济恢复和政府政策的支持同时发力,融资市场表现火热,但直接融资同比下行。

信托贷款上行侧面印证了房地产市场的修复上行,未贴现银行承兑汇票也会随着企业经营活动展开而上行,委托贷款保持平稳。预计未来政府债券融资稳步推进。

二季度新增社融一般会出现季节性下滑,预计在8.3万亿左右。鉴于央行对经济增长的支持,2023年全年新增社融预计在33万亿以上,社融存量规模同比增速约在9.8%,新增信贷在23万亿左右,新增信贷增速约在8%左右。

图3:企业债融资同比负增长(%)

图4:影子银行贷款增速回升(%)

企业债券融资



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

影子银行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、企业贷款和居民信贷环比均上行，释放积极信号

2023年3月份新增信贷增速继续上行，居民信贷环比大幅上升，企业长期贷款继续上行。企业贷款结构继续改善，企业中长期贷款继续上行，说明：(1)稳增长措施下企业借贷难度减弱；(2)稳信贷措施在逐步起作用。

从居民信贷来看，3月份居民贷款12447亿元，创两年来新高，居民短期贷款和长期贷款均出现环比大幅回升。其中，居民短期贷款6094亿元，同比去年增长2246亿元，长期贷款6348亿元，同比增长2613亿元。居民短期消费延续回升态势，汽车、手机的消费可能回升。居民长期贷款环比同比均出现大幅增长，侧面印证3月房地产市场高频数据销售端的复苏，去年房地产政策三支箭齐发的效果逐步显现。

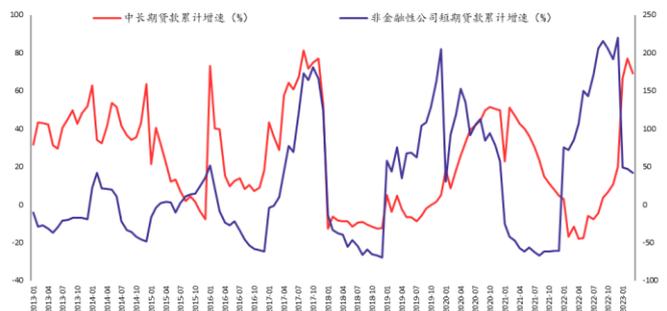
从企业信贷来看，3月份企业信贷增速小幅回落但仍在高位。3月份企业实现了1.08万亿短期贷款和2.07万亿长期贷款。银行贷款仍然宽松，基建项目下放带来了信贷需求的火热。

图5：居民长期贷款快速回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图6：企业贷款回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 三、M1、M2 增速小幅回落

3 月份 M1、M2 增速环比均回落，M1 回落幅度更大。3 月份 M1 同比增速 5.1%，比上月减少 0.7 个百分点。M1 显示企业资金紧张程度，虽然 M1 有所下滑，但 3 月份除了企业资金进入定期存款外，也显示了企业投资活跃度的恢复。

3 月份 M2 增速 12.7%，比上月减少 0.2 个百分点。3 月 M2 总体增量 5.94 万亿，其中居民存款 2.9 万亿元，企业存款约 2.6 万亿，非银行金融机构存款 3050 亿元，基本与 M2 增量持平。宽信用仍然持续，实体经济的资金虽然比 2 月份略差，但是仍然处于较宽松的状态。

图 7：M1、M2 增速环比均回落（%）

图 8：社融/M2 小幅上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 四、社融增速难以持续和货币数量价格的悖论

2023 年 1 季度货币信贷和社会融资实现了开门红，表内信贷和表外信贷共同拉动。1 季度信贷和社融总量也创出历史新高，但这种高速增长在 3 月份开始回落，预计信贷和社融的增速会在接下来的 3 个季度持续回落。

4 月 4 日央行行长易纲在金融论坛发言称金融服务中国现代化的首要任务就是维护币值稳定，首先在国内货币用量方面保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模年均增速在 10% 左右，与年均 8% 的名义 GDP 增速基本匹配。3 月份 10% 的社融存量增速和 12.7% 的 M2 增速基本与 GDP 增速相匹配，再向上行的空间较为有限，我们预计信贷全年超过 23 万亿，增速达到 8% 左右，社融增量达到 33.5 万亿，预计社融存量增速在 9.8% 左右。1 季度的信贷占了全年信贷额度的 43%，社融占了全年的 39%，挤占之后 3 个季度的信贷和社融额度。

另一个关注的问题在于，3 月份居民信贷大幅恢复，企业信贷创出新高，而信贷的上行对经济的影响需要时间。2 季度物价较为低迷，显示终端需求的疲软。2 季度如经济恢复不顺，例如五一和六一八消费不及预期，央行在大量信贷投放的情况下是否会动用价格工具。2023 年 3 月的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会中，强调在精准有力实施好稳健的货币政策这一总的取向的同时，更强调具体的政策工具怎么使用，要综合考虑，相机抉择。这就意味着，央行价格工具的使用需要等待经济运行情况，即价格工具使用时间推后。综合考虑经济增长情况和物价水平，这一时间更可能在下半年到来。

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观经济分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

**许冬石：**宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**唐璐：**宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tanganmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tanganmanling_bj@chinastock.com.cn)