

数据超预期背后的隐忧

2023年3月金融数据点评

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆事件：2023年4月11日，中国人民银行公布2023年3月份金融数据显示：2023年3月新增人民币贷款3.89万亿元，预期3.09万亿元，去年同期3.13万亿元；新增社融5.38万亿元，预期4.42万亿元，去年同期4.66万亿元；社融增速10%，前值9.9%；M2同比12.7%，前值12.9%；M1同比5.1%，前值5.8%。

◆对此，我们点评如下：

今年以来信贷、社融已连续3个月大超预期、结构也延续好转。受益于稳增长政策支持，企业贷款需求延续高增，居民信贷的回温也是值得关注的亮点。

然而，社融数据连续超预期的背后，市场对于信贷脉冲的持续性仍待观察，一方面，居民存款多增，“超额储蓄”还在进一步累积，M1增速持续回落，均指向经济复苏的内生动能存疑。另一方面，金融数据的超预期与近期经济数据的背离也一定程度上反应出复苏进程尚不稳固。企业信贷的持续改善更多受益于稳增长政策发力的基建与地产，居民信贷的回温也与地产的复苏相关，但是同期低迷的通胀数据显示出消费需求复苏偏慢，企业去库慢、盈利下滑意味着“生产—就业—收入”的复苏传导路径依然待改善。

展望未来，在经济弱复苏的预期背景下，货币政策端仍需发力，以此来巩固对实体经济的支持和当前来之不易的经济回升势头。市场信心的进一步回升则需要看到企业库存的去化、民间投资以及居民消费等经济内生增长动能的持续改善。

◆风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断

事件：

2023年4月11日，中国人民银行公布2023年3月份金融数据显示：

2023年3月新增人民币贷款3.89万亿元，预期3.09万亿元，去年同期3.13万亿元；

新增社融5.38万亿元，预期4.42万亿元，去年同期4.66万亿元；

社融增速10%，前值9.9%；M2同比12.7%，前值12.9%；M1同比5.1%，前值5.8%。

对此，我们的点评如下：

1. 居民信贷继续改善

3月信贷保持同比多增势头，也明显好于季节性，结构也延续改善。在企业贷款延续高增的同时，3月居民贷款也实现较大幅度多增，但市场对此反应较为钝化，主要是依然存在一些结构性的隐忧。

总量来看，3月新增信贷3.89万亿元，同比多增7600亿元，高于预期的3.09万亿元，也明显好于季节性（近三年同期均值2.2万亿元）。其中，居民贷款新增1.24万亿元，同比多增4908亿元；企业贷款新增2.7万亿元，同比多增2200亿元。

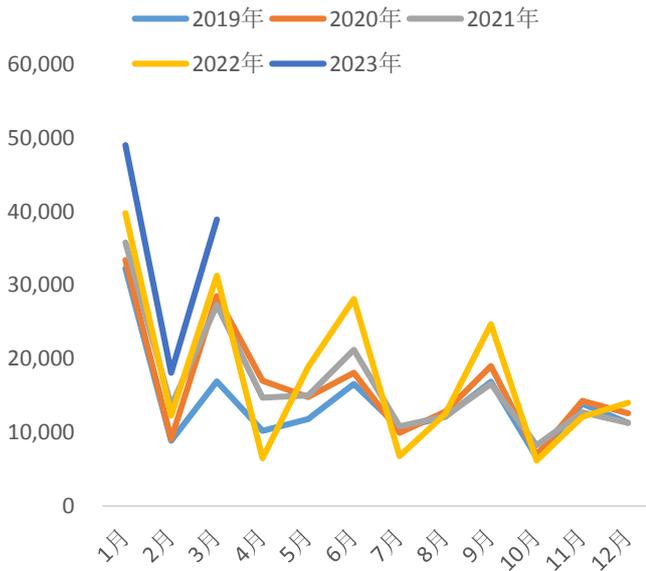
分项来看，**数据延续了年初以来企业融资改善的势头，企业中长期贷款继续走强。**3月企业中长期贷款新增2.07万亿元，同比多增7252亿元，受基建投资和制造业投资保持较快增长的带动，继续成为推动信贷高增的主力。企业短贷增加1.08万亿元，亦同比多增2726亿元。从央行一季度调查问卷中显示出贷款需求指数大幅抬升，基建、制造业、房地产信贷需求均有所走强，指向投资意愿的好转。

同时在基本面改善带动贷款需求回升的背景下，票据冲量现象持续降温，3月票据融资减少4687亿元，同比大幅多减7874亿元。

居民贷款也实现较大幅度同比多增，**但市场的焦点更侧重于居民部门贷款的回暖是暂时性因素还是趋势性回升。**3月居民短贷新增6094亿元，同比多增2246亿元，连续两月同比多增，但与同期通胀数据继续回落以及汽车销售偏缓修复的情况有所背离，我们认为居民短贷的大幅改善或有两方面原因：一是，线下场景打开后，居民服务需求增多一定程度上提振消费贷款，与CPI服务分项价格增速最快也相互印证；二是，居民短贷连续两个月超预期高增更可能指向与贷款置换有关，通过借低息贷款还高息房贷，导致短贷冲量。

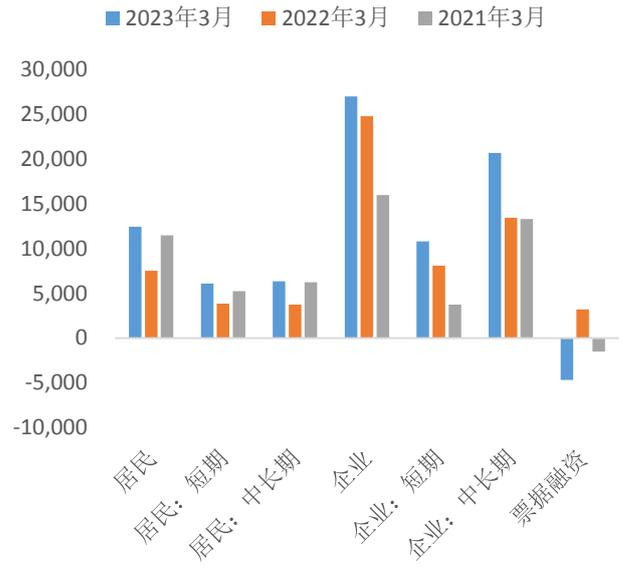
居民中长期贷款新增6348亿元，同比多增2613亿元、也是连续两月同比多增，主要与同期房地产修复有关。从房地产销售高频数据来看，3月30城商品房销售面积已恢复疫情前同期水平左右。但持续性仍有待观察，一方面，本次销售的快速改善，与去年6月积压需求的集中释放有一定的相似性；另一方面，4月份以来地产销售环比超季节性走弱以及改善过程中的结构分化（二手房、高能级城市改善更明显）都令当前市场对未来地产改善的可持续性存疑。

图 1：3 月新增信贷继续高增（亿元）



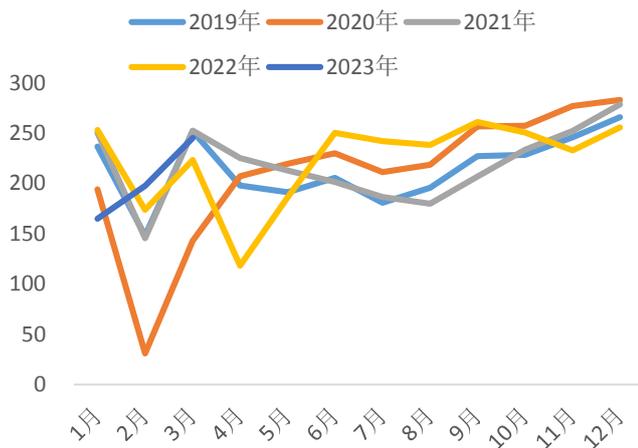
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 2：3 月新增信贷分项情况（亿元）



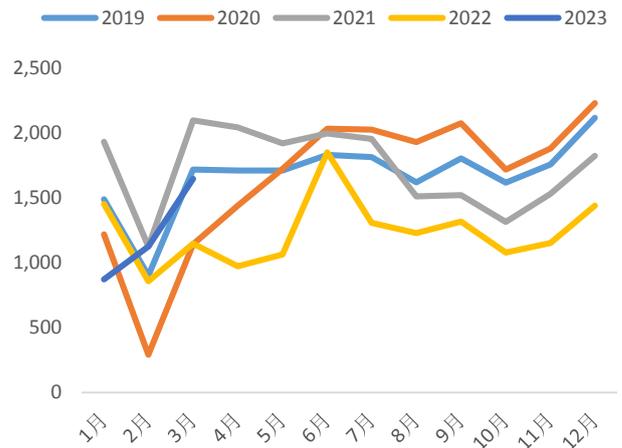
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 3：3 月汽车销售情况（万辆）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 4：3 月 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

2. 社融延续高增长

3 月新增社融规模高于预期、也明显好于季节性（近三年均值 4.41 万亿元）。信贷、表外票据的大幅多增是主要拉动项；但债券融资偏弱，政府债券和企业债券融资同比均为少增。

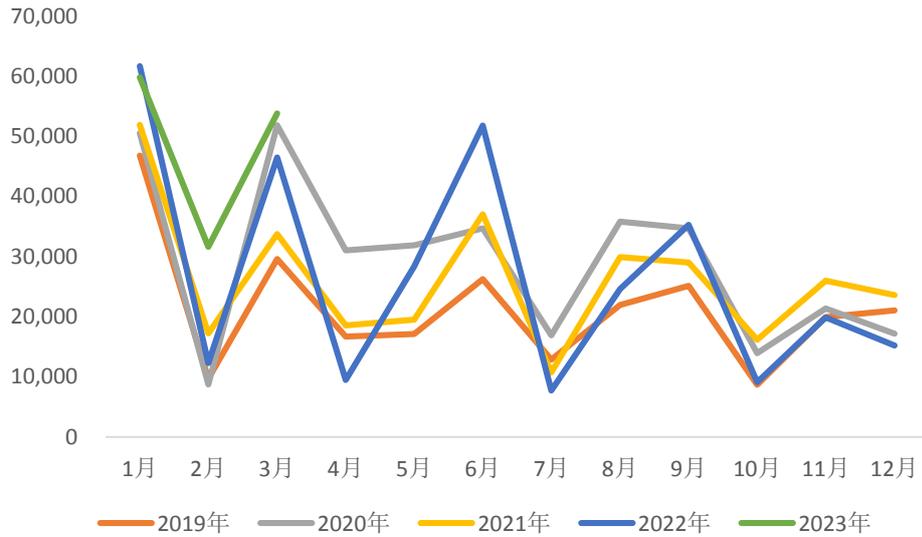
3 月新增社融 5.38 万亿元，同比多增 7079 亿元，带动月末社融存量增速较上月末加快 0.1 个百分点至 10.0%。具体来看，3 月社融口径的新增人民币贷款 3.95 万亿元，同比多增 7211 亿元；表外融资增加 1919 亿元，同比多增 1784 亿元；政府债券新增 6022 亿元，同比少增 1052 亿元；企业债券融资新增 3288 亿元，同比少增 462 亿元。

表外融资同比多增，主要源于未贴现银行承兑汇票呈现多增。3 月表外票据融资同比多增 1503 亿元，一方面与去年同期基数偏低有关，另一方面也因实体融资需求回暖背景下，银行以票冲贷现象明显缓解。此外，3 月委托贷款和信托贷款也处同比多增状态，但增量有限对整体社融数据影响不大。

3月社融增量主要拖累项是债券融资。财政偏前置的情况下，3月地方政府新增专项债发行规模依然较大，但上年同期也处专项债发行前置阶段，基数较高，加之3月国债发行量偏低，而到期量偏高，导致净融资为负。

企业债融资新增3288亿元，同比少增462亿元，企业债融资在经历年初信用市场改善后，节奏仍在恢复中。加之，开年以来企业信贷持续呈现大幅多增趋势，主要在于企业贷款平均利率达到历史低位，加之银行放贷意愿较强，导致部分企业倾向于用银行贷款替代债券融资，一定程度上也挤压企业债券融资的需求。

图 5：社融增量超预期（亿元）



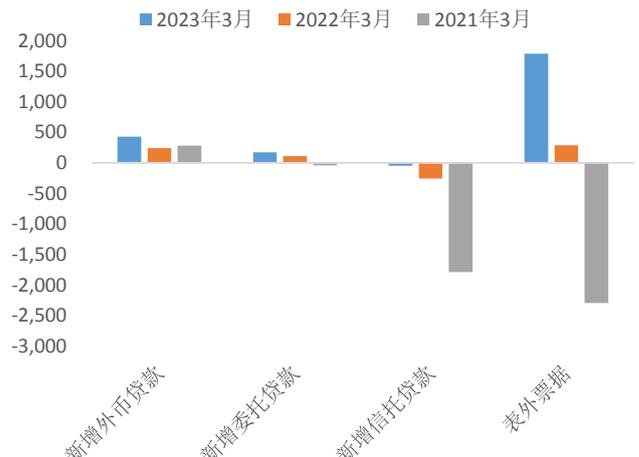
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 6：社融存量规模情况（%）



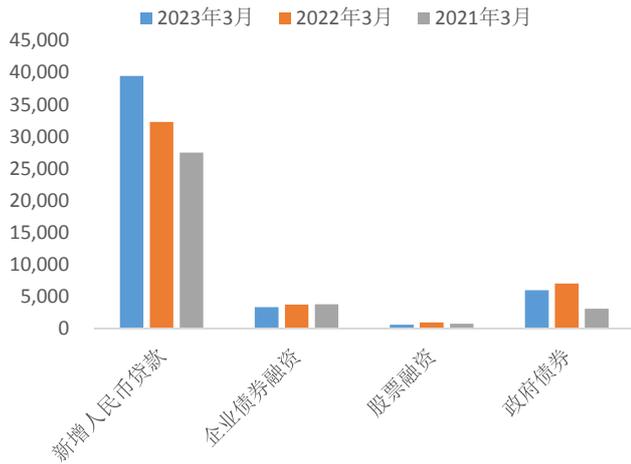
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 7：社融结构情况（亿元）



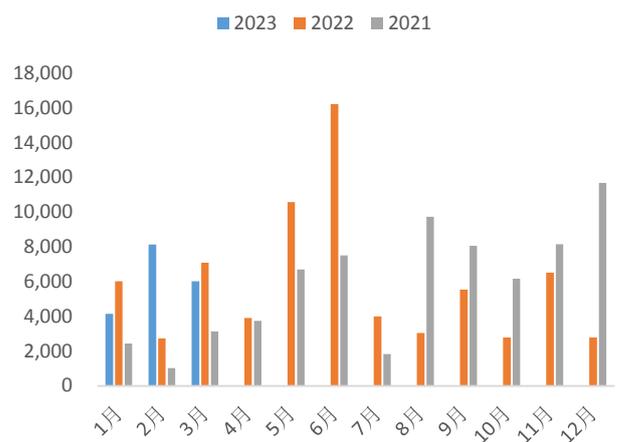
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 8：社融结构情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 9：政府债券延续前置发力（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

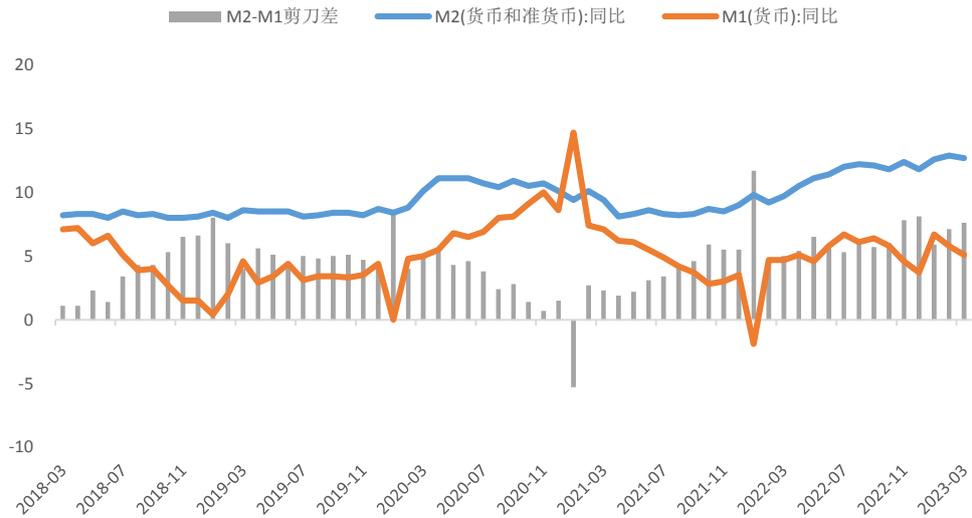
3. M2-M1 剪刀差继续走阔

居民存款和企业存款贡献新增存款主要增量。3月人民币存款新增5.71万亿元，同比多增1.22万亿元，其中居民存款新增2.91亿元，同比多增2051亿元；企业存款新增2.61万亿元，同比少增456亿元；财政存款减少8412亿元，同比少减13亿元；非银存款增加3050亿元，同比多增9370亿元。非银存款大幅同比多增，或指向企业及居民认购基金或理财产品数额大幅增加。

3月末，M2同比为12.7%，增速比上月末小幅放慢0.2个百分点，主要源于上年同期基数抬升。不过，受信贷扩张与积极财政投放支撑，当月M2增速仍处于近7年以来的高位附近。

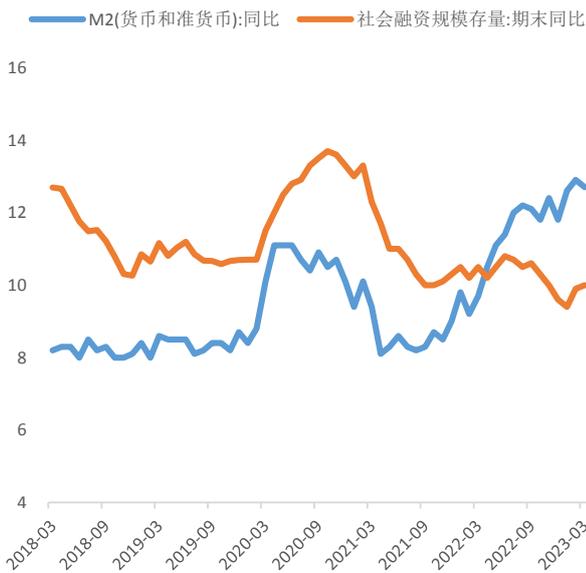
但形成鲜明对比的是，在企业信贷投放扩张强劲以及去年同期基数相对稳定的背景下，M1增速不升反降，同比增速放缓0.8个百分点至5.1%，两者的剪刀差扩大至7.6%，意味着企业资金活化可能不及预期，增量资金落地效果有待观察。同时，非银存款高增或指向企业可能将贷款融资投资于大额存单等产品的情况，一定程度上体现出企业资金空转的可能性。

图 10: M2-M1 剪刀差大幅走阔 (%)



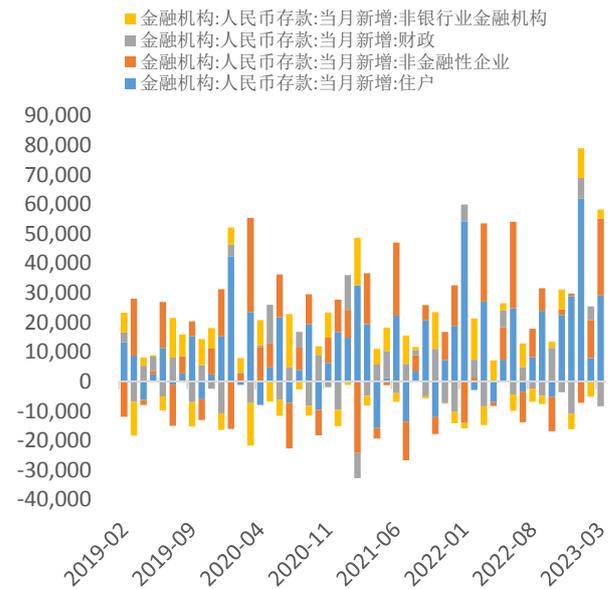
资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 11: M2 与社融存量增速情况 (%)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 12: 非银、企业和居民部门存款情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

4. 总结

今年以来信贷、社融已连续 3 个月大超预期、结构也延续好转。受益于稳增长政策支持，企业贷款需求延续高增，居民信贷的回温也是值得关注的亮点。

然而，社融数据连续超预期的背后，市场对于信贷脉冲的持续性仍待观察，一方面，居民存款多增，“超额储蓄”还在进一步累积，M1 增速持续回落，均指向经济复苏的内生动能存疑。另一方面，金融数据的超预期与近期经济数据的背离也一定程度上反应出复苏进程尚不稳固。企业信贷的持续改善更多受益于稳增长政策发力的基建与地产，居民信贷的回温也与地产的复苏相关，但是同期低迷的通胀数据显示出消费需求复苏偏慢，企业去库慢、盈利下滑意味着“生产—就业—收入”的复苏传导路径依然待改善。

展望未来，在经济弱复苏的预期背景下，货币政策端仍需发力，以此来巩固对实体经济的支持和当前来之不易的经济回升势头。市场信心的进一步回升则需要看到企业库存的去化、民间投资以及居民消费等经济内生增长动能的持续改善。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。