

2023年04月13日

居民部门融资情绪终见强劲改善

固定收益研究团队

——2023年3月金融数据点评

陈曦（分析师）

张维凡（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030054

● 3月金融数据中的五个重点信息

第一，社融总量和结构均显著改善，一季度强势收关。3月社融再次放量增长，其中，社融口径信贷是核心贡献项，而政府债、企业股票和债券融资对社融总量起到了一定的拖累。3月信贷依旧强劲，同比多增7211亿，是本月社融的“中流砥柱”，一季度信贷开门红顺利收关；政府债融资6022亿，同比少增1052亿，目前财政发力较为平滑，可能是为下半年预留空间；受信贷持续强劲的影响，银行压票控量的情况在本月依旧存在，未贴现票据同比多增1503亿；企业股票和债券融资均小幅少增，可能主要由于近期贷款利率处在低位，企业通过贷款可以获得较低成本的资金，因此信贷融资对于股票和债券融资存在挤出效应。

第二，信贷延续“靠前发力”的节奏，企业和居民融资分化收敛。3月信贷延续“靠前发力”的节奏，投放规模再次创同期历史记录。企业贷款在延续强势的同时，居民部门融资大幅好转，企业和居民融资分化的格局有所收敛。

第三，企业部门融资延续强势。企业中长期贷款强势趋势从年初延续至今，目前贷款利率处在低位，同时储备项目持续释放、银行竞争性放贷持续、企业未来预期向好，企业新增中长贷2.07万亿，连续三个月录得同期最高水平。

第四，居民部门融资情绪终迎大幅转向。在2月出现回暖迹象后，3月居民部门融资情绪强势转好。随着居民情绪和收入逐步修复，下线服务消费热度居高不下，消费信贷和经营贷需求明显扩张，短贷录得6094亿，同比多增2246亿。虽然不能排除有消费贷等短贷置换长端房贷导致居民短贷被冲高的可能，但可以确定居民部门消费正持续改善。居民长贷实现连续两月同比正增，同比多增2613亿。3月地产持续修复，二手房需求保持高位的同时，新房需求也在快速回暖，近期工行、中信等银行均表示居民按揭贷款需求改善。3月居民存款-贷款增长斜率进一步放缓，居民部门融资情绪转好趋势延续。我们此前多次强调，居民部门是顺周期部门，在经济复苏转好后，不应该低估居民部门的恢复潜力。

第五，M1回落未必一定等价于经济活力走弱。受居民和企业依然有预防性储蓄倾向、3月财政发力以及强劲信贷的信用派生影响，M2录得12.7%。3月M1录得5.1%，环比进一步回落，市场担心企业投资意愿依然较为谨慎，存在资金空转的可能。但是回顾历史，2019年全年M1低位徘徊，但经济活力和韧性远好于2018年；2020年4月也出现过M1与M2剪刀差负向走阔的问题，但2020年4月后经济复苏节奏并未被中断，反而开始快速修复。因此，我们认为M1短时的回落未必一定等价于经济活力走弱。

● 居民端修复趋势有可持续性

4月以来，地产需求端出现回落，市场有担心居民端修复可持续性的问题。对此，我们整体保持乐观。首先，在消费端，目前消费复苏主要集中在线下服务业消费上，耐用品消费依然较弱，目前CPI还较低，随着居民的预期和收入持续改善，消费还有很大改善空间；其次，在地产端，虽然4月以来地产需求有所回落，但是我们认为这很可能是季节性规律，而非居民的需求真的转弱导致，同样的情况在3月初也发生过，地产的修复后续需要持续观察，不宜过早悲观。

展望后市，3月末票据利率快速抬升，表明银行对信贷需求存在压降，这部分需求将在后续逐步释放。同时3月降准和近期部分银行调降存款利率也能为后续信贷投放提供支撑，因此，我们认为后续信贷投放或将更加平滑，但供需依然较强。

● 债市应警惕经济修复的预期差

总而言之，企业和居民自发性融资需求逐渐接棒，虽然有M1回落，CPI低位徘徊等问题，但在复苏初期，数据有瑕疵属于正常情况，此次社融无论总量还是结构都已经超市场预期，我们认为经济的复苏具有持续性。债市目前呈现出对利好敏感，对利空钝化的格局。我们认为，首先，二季度经济持续向好趋势不变；其次，如果地产需求能持续回暖，届时将基本坐实居民部门修复的事实；再次，从4月7日国常会的表态看，政策面有进一步加力的可能。如果居民端或政策面出现利好，届时将对债市产生较大压力，应警惕经济修复的预期差。

● **风险提示：**政策变化超预期、疫情扩散超预期。

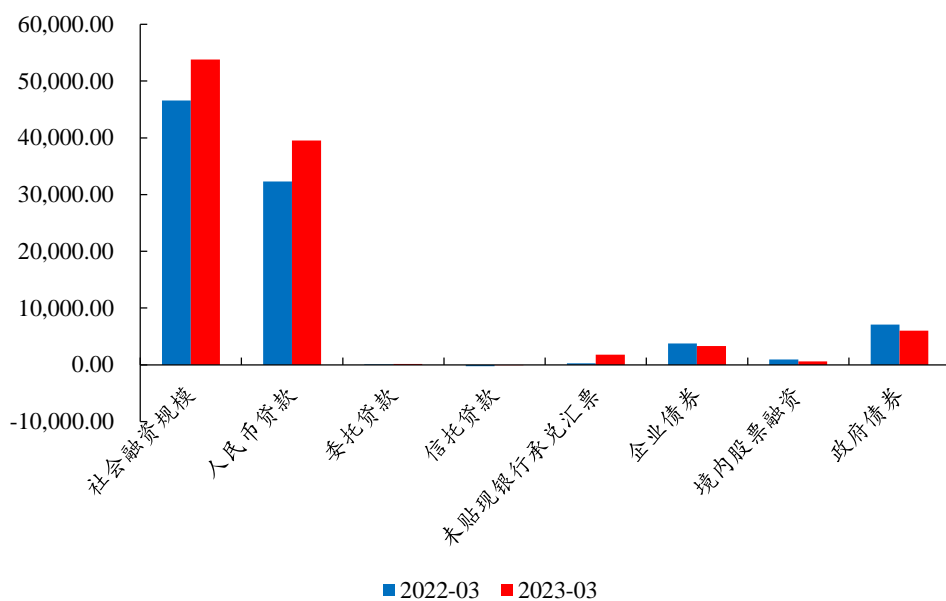
相关研究报告

《通缩局面后续或将缓解——2023年3月通胀数据点评》-2023.4.11

《存款利率下调对债市可能是利好出尽——固收专题》-2023.4.10

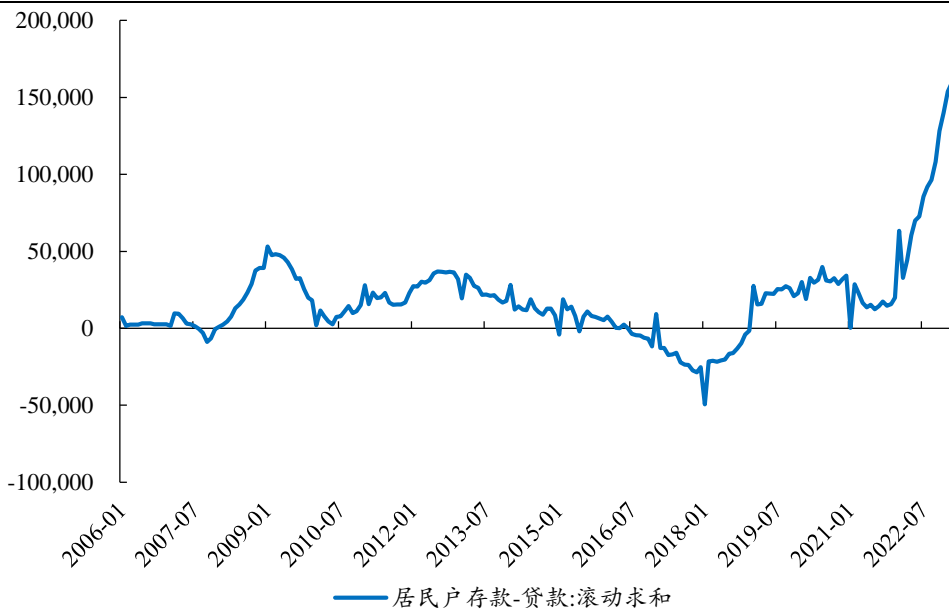
《部分生产指标上升——经济高频周报》-2023.4.9

附图 1: 3月社融总量和结构都显著改善 (亿元)

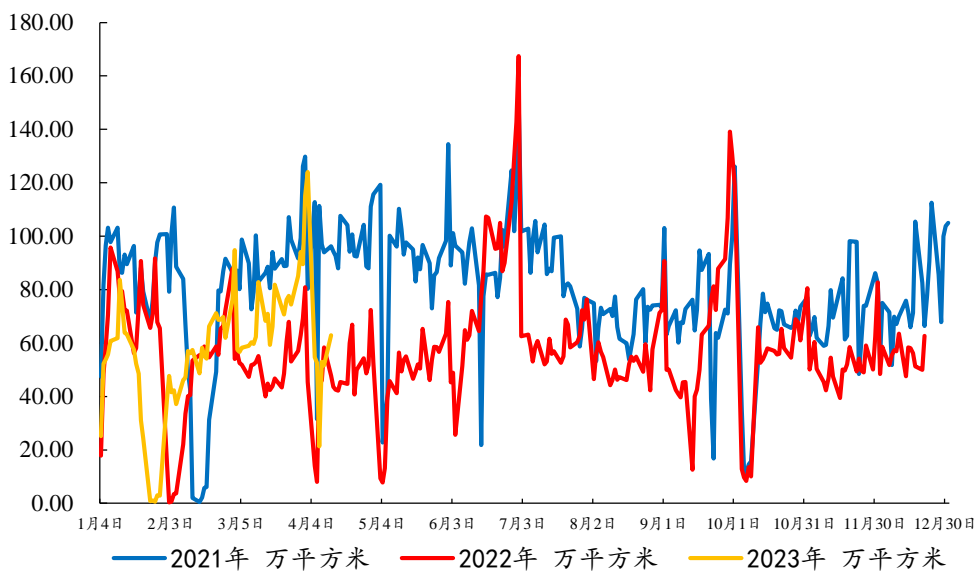


数据来源: Wind、开源证券研究所

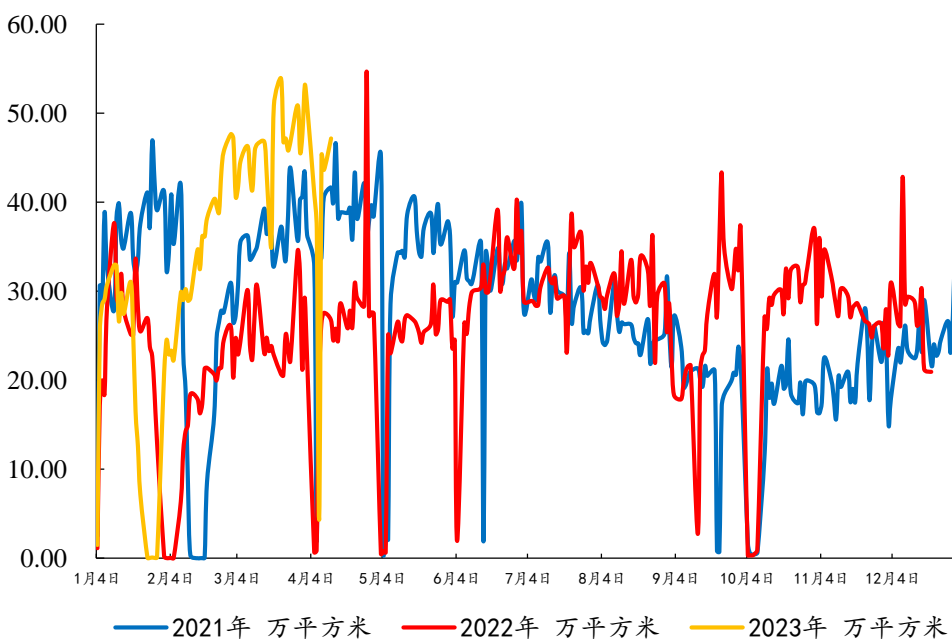
附图 2: 居民存款-贷款增长斜率进一步放缓 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

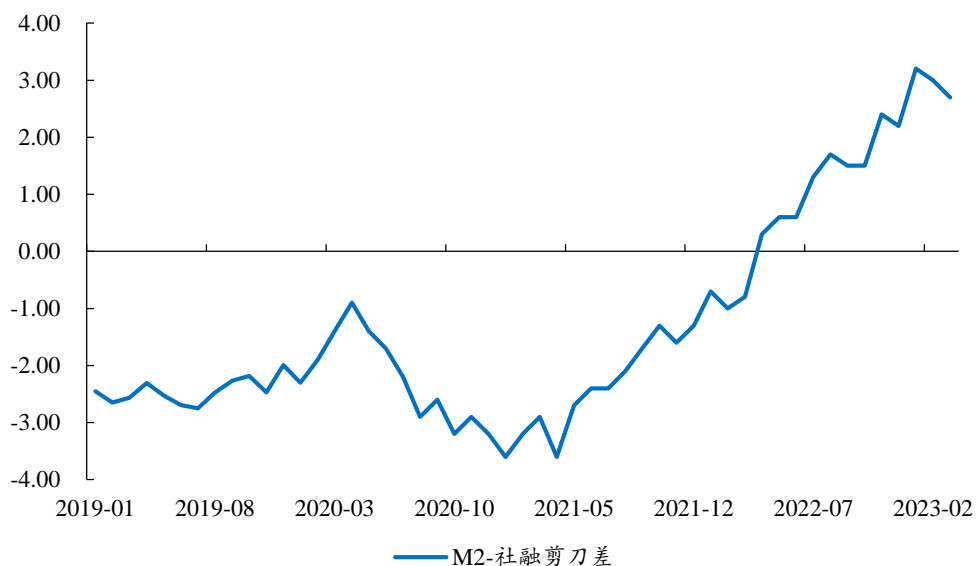
附图 3：30 城新房成交面积在 4 月初有所回落（平方米）


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：17 城二手房成交面积持续保持高位（%）


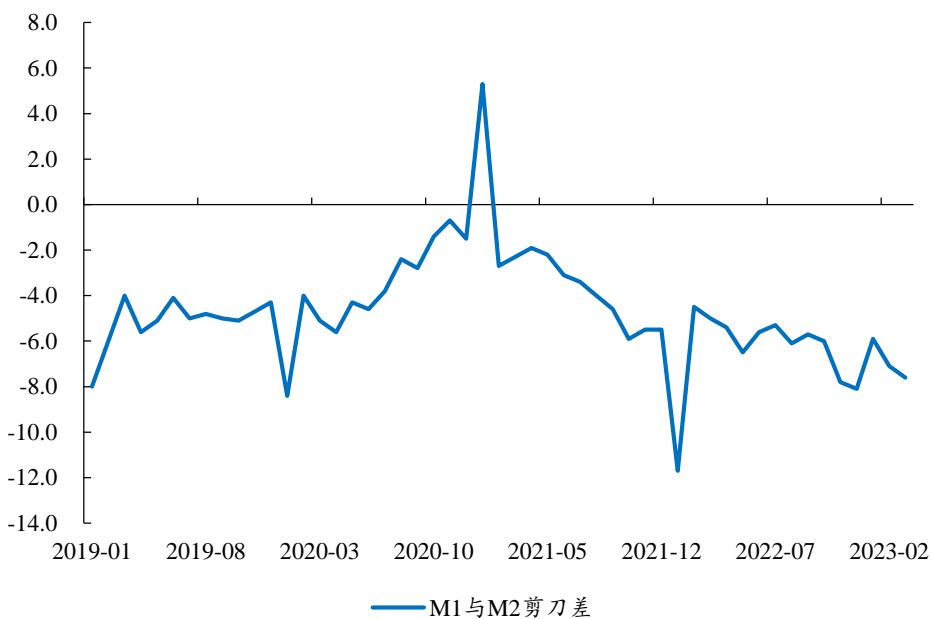
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5: M2 与社融剪刀差收敛 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6: M1 与 M2 剪刀差环比走阔 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn