



2023.04.12

内生融资修复进行时

——2023年3月社融数据点评（20230411）

报告作者



董琦(分析师)



021-38674711



dongqi020832@gtjas.com

证书编号 S0880520110001

相关报告

半导体：通往“芯时代”的“能源”

2023.04.07

人工智能：辅助人、替代人、成为“人”

2023.04.03

扰动因素趋弱，4月流动性中性偏宽

2023.04.02

被低估的煤炭，能否冲破弱复苏的枷锁

2023.03.30

长视角下的黄金：越过山丘

2023.03.29

感谢博士后陈秋羽对本文的贡献。

本报告导读：

社融总量继续超预期，结构上直接融资回落、信贷和表外融资继续回暖。3月人民币贷款多增是支撑社融超预期的核心贡献，但居民和企业存款持续高增意味着扩表意愿仍偏弱，M1增速环比下降，实际购买力弱修复与弱通胀印证。本轮信贷脉冲对后续经济的正向拉动可能较以往或偏弱，经济预期是否扭转有待验证，我们认为未来超额储蓄流出+库存与盈利周期见向上+地产趋势性向上会再度抬升经济预期，观察节点在三季度。

摘要：

- 3月社融延续超预期，同比多增7235亿元，增速抬升0.1个百分点至10.0%，人民币贷款是超预期的主要贡献项。1)表外三项同比多增1784亿元，委托贷款好转，信托受新规影响压降速度有所放缓，未贴现票据同比大幅多增。2)政府发力前置但节奏更趋均衡。3月政府债券新增6022亿元，同比减少1052亿元。3)企业债融下滑拖累社融，3月企业债融资3288亿元，同比减少462亿元。
- 3月总量与结构持续改善，企业中长贷是主力，居民中长贷是助力。1)企业端，复工复产进程带动短贷改善，政策推动下中长贷延续多增趋势。投向上，结构性工具引导和带动资金投向普惠金融、新基建领域。2)居民端，3月居民中长贷持续改善与房市回暖有关，居民中长贷在未来能否再超预期，对于地产周期运行的判断至关重要，居民信贷是否趋势性改善仍需进一步验证。短贷超季节性多增指向疫后居民补偿性消费回暖。此外，高基数作用下，3月M1和M2双双回落，“M2-M1”剪刀差走阔，货币活化程度偏低。结合存款来看，企业和居民存款高增（55.1万亿元），货币投放尚未完全转化为实体经济有效“购买力”，实体扩表意愿仍然谨慎。
- 往后看，信用扩张将逐步由政府托底转向内生融资，但预计回升斜率或偏缓。不可否认的是，疫后补偿性的购房和消费需求是一季度信贷的重要构成。因此，在季节性下，二季度信贷投放将有所放缓。M1和PPI是判断信用扩张是否走强、走远的确认指标，短期来看PPI仍在通缩途中，M1低位震荡。本轮信贷脉冲对后续经济的正向拉动可能较以往偏弱，经济预期是否扭转有待验证。
- 后续政策，存款“降息”仍有空间。一是银行息差压力加剧。2022年以来，实体经济“降成本”，资产端收益率下行速度明显快于负债端，银行息差压力偏大。存款利率调降虽然会影响银行揽储，但银行息差短期增厚，一定程度上增加利润。二是资金杠杆抬升。3月降准以来，资金利率中枢回落。存款利率调降一定程度上可以疏通流动性淤积，支撑宽信用进程。三是实体信心修复仍需政策呵护。2022年的预防性储蓄高增为存款利率下调提供可能，客观上存款利率下调搭配终端贷款利率调降将进一步巩固实体部门扩表意愿，助推宽信用。形式上，除了存款利率上下下调外，对银行协议存款等创新活期存款束以自律机制规范也是可选项。此外，LPR调降窗口仍未关闭。存款降息可以有效降低银行负债端成本，增厚银行息差，叠加前两次降准为银行节约的资金成本，LPR调降空间进一步被打开。
- 风险提示：地产链复苏不及预期，货币政策不及预期。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

一、社融：延续同比多增，直接融资回落、信贷和表外融资维持回暖态势	3
二、信贷：总量与结构持续改善，企业中长贷是主力	5
三、M1 和 M2 双双回落，“M2-M1”剪刀差走阔，货币活化程度偏低	7
四、往后看，信用扩张将逐步由政府托底转向内生融资，但预计回升斜率或偏缓.....	8
五、M1 和 PPI 是判断信用扩张是否走强、走远的确认指标	11
六、存款“降息”有空间，LPR 调降窗口仍未关闭	13
七、风险提示	15

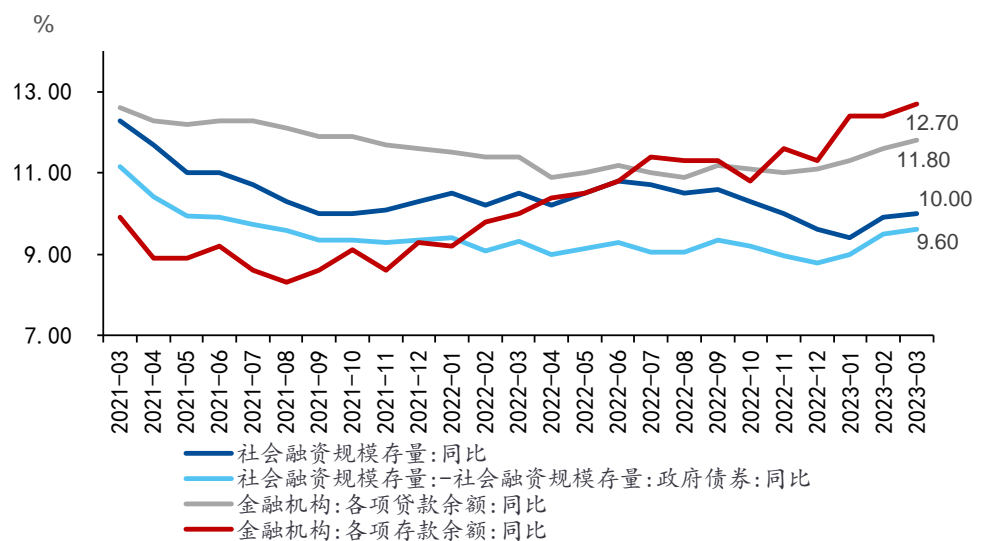
一、社融：延续同比多增，直接融资回落、信贷和表外融资维持回暖态势

总量延续超预期，社融同比多增 7235 亿元，增速抬升 0.1 个百分点至 10.0%。其中，人民币贷款多增规模占社融总量多增的 99.7%，是支撑社融超预期的核心贡献项。表外维持回暖态势，尤其是未贴现票据同比多增 1503 亿元。此外，政府债和企业债融资有所回落，同比减少 1514 亿元。

表外三项同比多增 1784 亿元，委托贷款好转，信托受新规影响压降速度有所放缓，未贴现票据大幅同比多增。3 月信托业务分类新规正式落地，在一定程度上给融资规模带来压力，但在“金融 16 条”提出的支持信托贷款等存量融资合理展期政策支持下，融资类业务压降速度有所放缓，2023 年 3 月信托贷款新增 45 亿元，同比少减 214 亿元。在延续发挥结构性货币政策工具激励引导作用的政策支撑下，3 月委托贷款新增 174 亿元，同比多增 67 亿元。2022 年银行票据冲量导致表外票据规模较小，基数较低，未贴现票据新增 1790 亿元，同比多增 1503 亿元，与票融呈现此消彼长，也指向实体融资需求修复，为社融提供较强支撑。

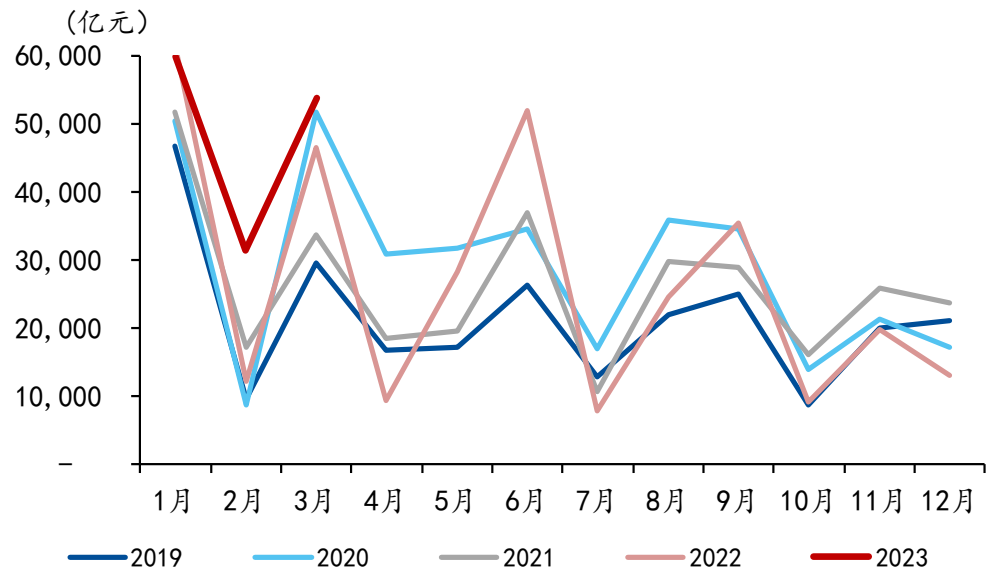
此外，直接融资回落，政府债和企业债构成本月社融的拖累项。政府债方面，3 月政府债券新增 6022 亿元，同比减少 1052 亿元。随着经济内生动能逐步恢复，实体对财政支持的依赖有所缓解，财政发力前置但节奏更趋均衡。截止 3 月 31 日，地方政府债共发行近 1.93 亿元，新增地方政府债 1.49 亿元，其中，新增专项债 12098 亿元，仅达到预算安排的 31.84%（2022 年为 35.63%），政府新增债务有所回落。

图 1：3 月社融再超预期，存量增速抬升 0.1 个百分点至 10.0%



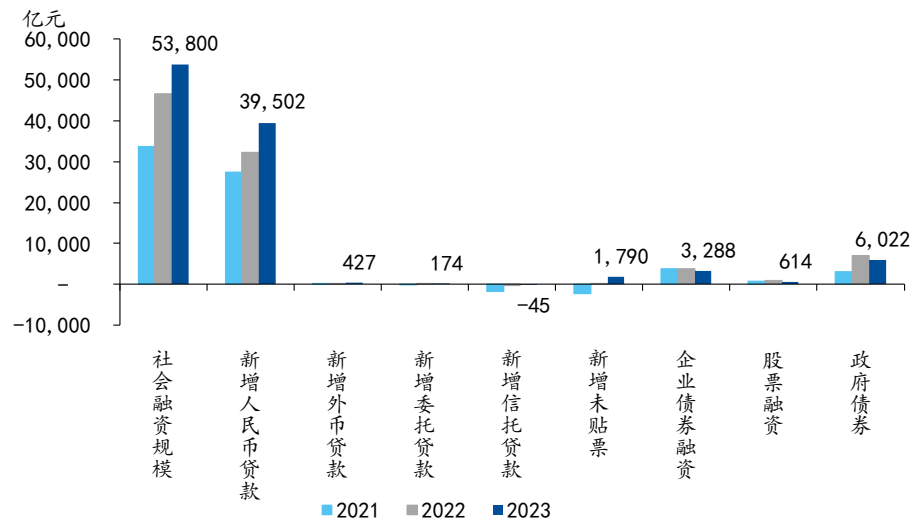
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2: 3月社融新增 5.38 万亿元, 同比多增约 7235 亿元, 环比强于季节性



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

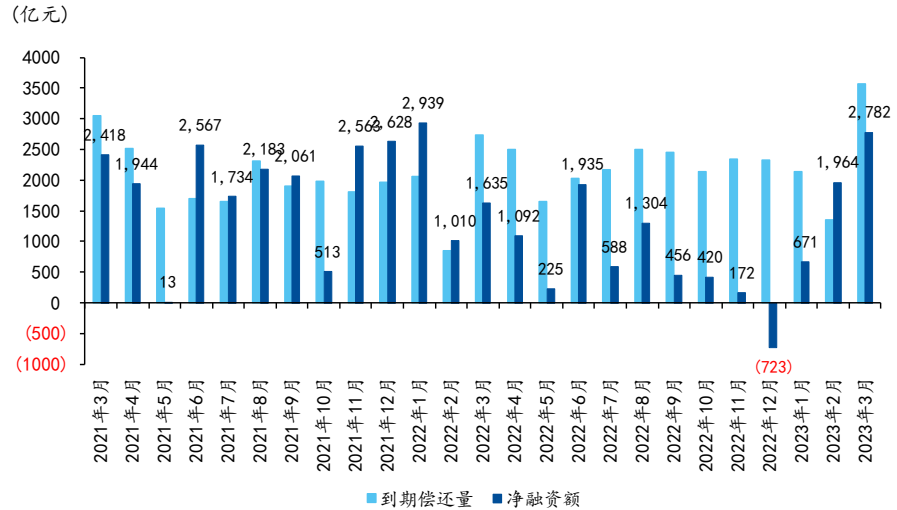
图 3: 3月社融延续多增, 人民币贷款是核心贡献项, 直接融资回落, 表外维持回暖态势。



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

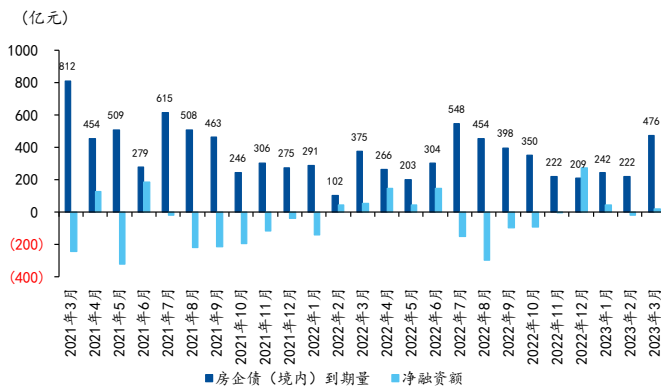
企业债融下滑拖累社融, 3月企业债融资 3288 亿元, 同比减少 462 亿元。由于产业债到期规模较大, 产业债净融资额下降为-885 亿元。在地产政策加码支持下, 房企信用小幅修复, 房企债净融资额为 19 亿元, 城投债融资情况在发挥基础设施建设稳增长作用的指导下持续改善, 城投债 (Wind 口径) 净融资额为 2781.80 亿元。

图 4：3 月城投债融资情况持续改善，净融资额 2781.80 亿元



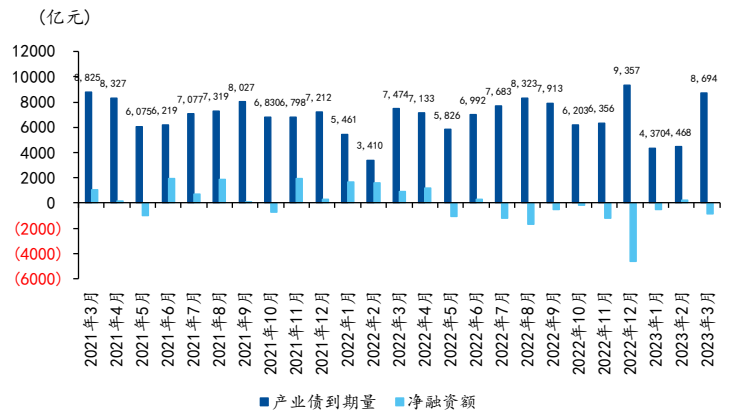
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 5：3 月房企债小幅修复，净融资规模为 19 亿元



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6：3 月产业债到期规模较大，其净融资规模有所下降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

二、信贷：总量与结构持续改善，企业中长贷是主力

3 月信贷新增 3.89 万亿元，同比多增 7600 亿元，总量与结构持续优化，企业端与居民端、中长贷与短贷均有所改善，票据融资延续回落。

✓ 企业端，复工复产进程带动短贷改善，政策推动下中长贷延续多增趋势

2023 年 3 月企业中长贷新增达 20700 亿元，占总体信贷增量的 46.7%，同比多增 7252 亿元，延续多增趋势。从季节性看，在信贷“靠前发力”的政策导向下，银行一季度信贷投放动能较强，延续增长势头，实现“3 月信贷大好”。而票据融资为腾挪信贷额度而持续被压降，同比减少 7874 亿元，延续年初以来的回落态势。

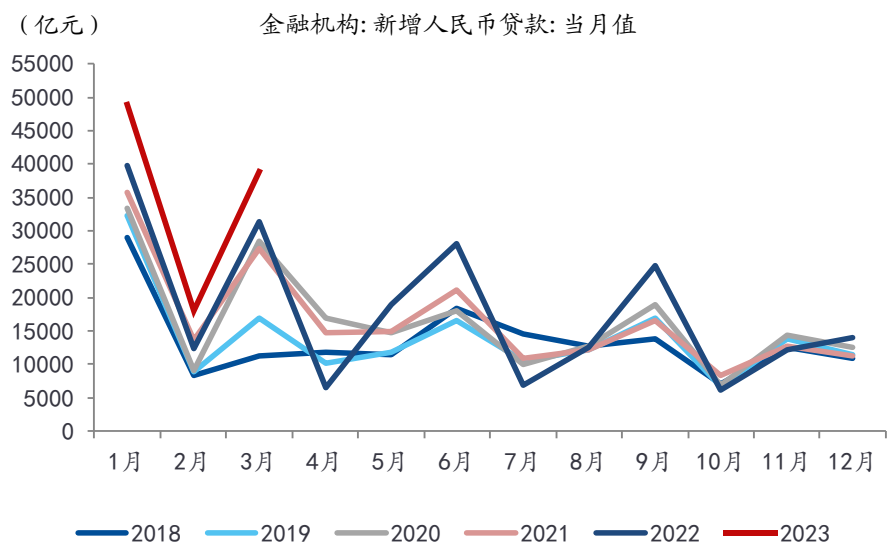
信贷投放整体延续积极态势，从结构上看，一方面，在经济自身修复背景下，企业复工复产进程加速，市场预期好转带动企业资金需求扩张，3 月企业短贷

10815 亿元，同比多增 2726 亿元，支撑信贷延续改善。另一方面，结构性政策支持发力，中长期贷款在政策推动下继续回升。3 月 3 日，国务院办公厅新闻发布会强调结构性货币政策工具所发挥的牵引和带动作用，计划对需要长期支持的重点领域和薄弱环节，如普惠金融领域，给予持续性的结构性货币政策支持。3 月 5 日，政府工作报告指出，坚持实施稳健的货币政策，用好再贷款等政策工具，加大对实体经济的有效支持；同时，报告指出，新基建领域仍是重点，将加大市场准入服务和力度，完善优化投融资环境。在经济复苏基础不牢固的背景下，基建仍是短期的重要抓手，支撑 3 月企业中长期贷款同比多增 7252 亿元，成为信贷延续积极态势的核心支撑。

✓ **居民端,居民中长贷持续改善与房市回暖和政策支持有关,短贷超季节性多增指向居民消费边际升温,但不排除以短贷置换长贷的可能**

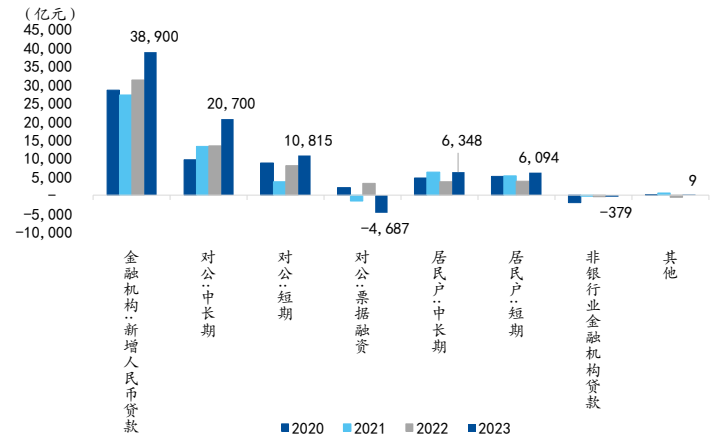
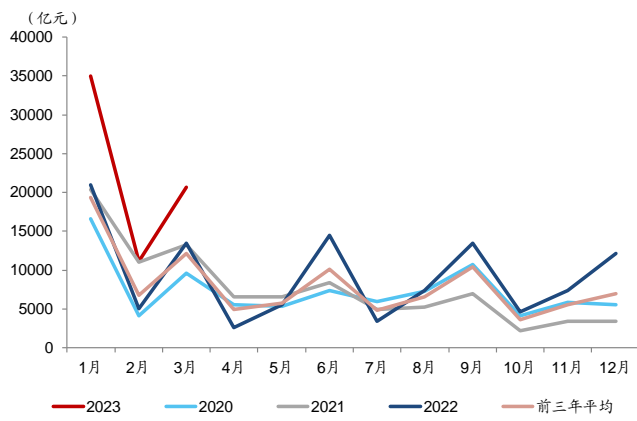
3 月居民中长贷新增 6348 亿元，同比多增 2613 亿元，延续回暖态势。究其原因，在政策驱动和地产持续修复影响下，商品房销售有持续回暖，二手房成交面积明显改善，居民信贷需求持续回暖。降准政策的落地，既利好供给端房企获得资金支持，也在一定程度上促进了需求端贷款，对提振楼市产生积极作用。同时，政府持续释放积极信号，两会政府报告强调支持刚性和改善性住房需求，在房地产行业“防风险、增信心、促需求”的工作重点下，扩大有效需求已是重中之重。数据显示，3 月 31 大中城市商品房成交面积同比增加 45%，实现居民中长贷多增。**3 月居民短贷新增 6094 亿元，同比多增 2246 亿元，超历史同期水平。**疫后补偿性消费是主要贡献，但也不排除居民以低利率短贷置换房贷的可能。**向后看，居民中长贷在未来能否再超预期，对于地产周期运行的判断至关重要，是否趋势性改善需要进一步验证。**

图 7：3 月信贷同比多增 7600 亿元，好于季节性表现



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 8: 3月信贷同比多增 7600 亿元, 好于季节性表现 图 9: 3月企业中长贷延续多增态势



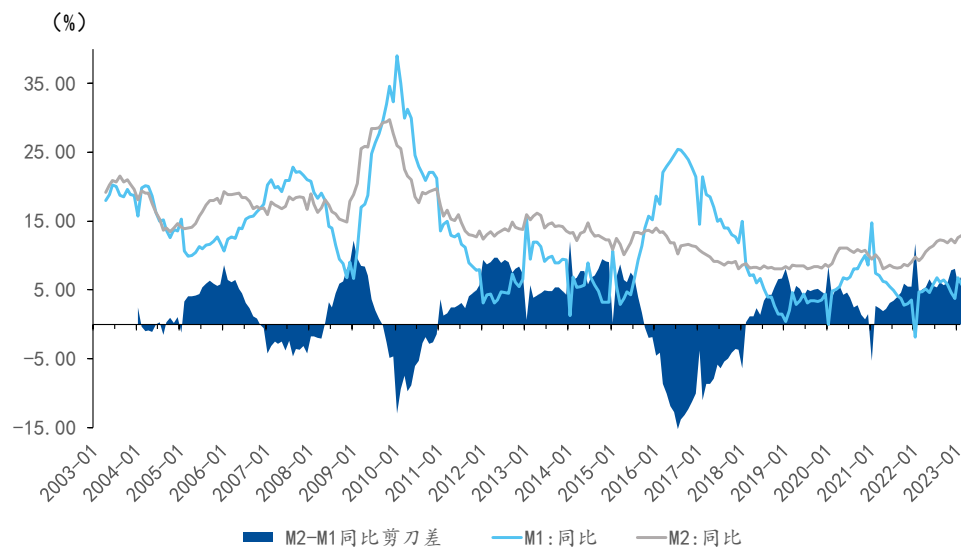
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

三、M1 和 M2 双双回落, “M2-M1”剪刀差走阔, 货币活化程度偏低

2023 年 3 月新增人民币存款 57100 亿元, 同比多增 12200 亿元。其中, 企业存款少增 456 亿元, 居民存款多增 2051 亿元, 非银贷款同比多增 9370 亿元。M1 和 M2 双双回落, 3 月 M1 同比 5.1%, 环比下降 0.7 个百分点; 受 2022 年央行上缴利润下的高基数影响, M2 同比 12.7%, 环比下降 0.2 个百分点。M1 和 M2 双双回落, “M2-M1”剪刀差为 7.6%, 较 1 月的 7.1%走阔 0.5 个百分点, 货币活化程度偏低。企业和居民存款高增, 货币投放尚未完全转化实体经济的有效“购买力”, 实体扩表意愿仍然相对谨慎。

图 10: “M2-M1”剪刀差小幅走阔 0.5 个百分点至 7.6%

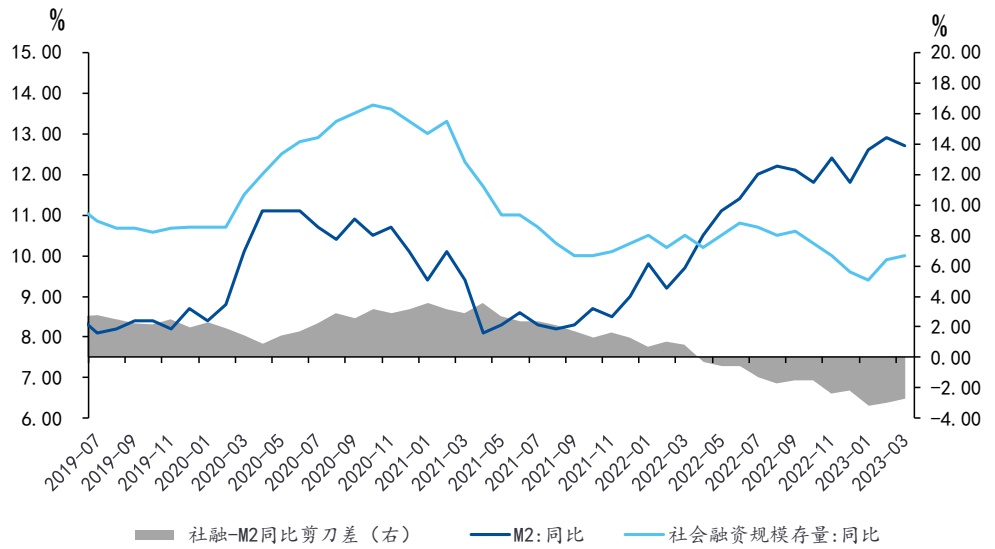


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2023 年 3 月, “社融-M2”剪刀差倒挂小幅收窄 (-2.7%), 货币流动性与融资

信贷之间的错配持续改善。从流动性看，在经济复苏基础不牢固、信贷延续强势修复和居民端信用边际改善背景下，央行增量续作 MLF，叠加全面降准 25bp 落地，补充长期资金，呵护狭义流动性。另一方面，政府债总体发行退坡叠加财政支出发力的作用下，财政存款大幅下滑，支撑 3 月流动性。整体流动性紧张态势缓解，资金利率中枢回落，资金平稳跨季无虞。从信贷看，节后企业生产经营活动逐渐恢复，基建、地产销售在多项政策支持下不断好转，购房交易成交面积明显提高。由此，货币流动性与融资信贷的错配程度有所下降。

图 11: “社融-M2”剪刀差倒挂小幅收窄

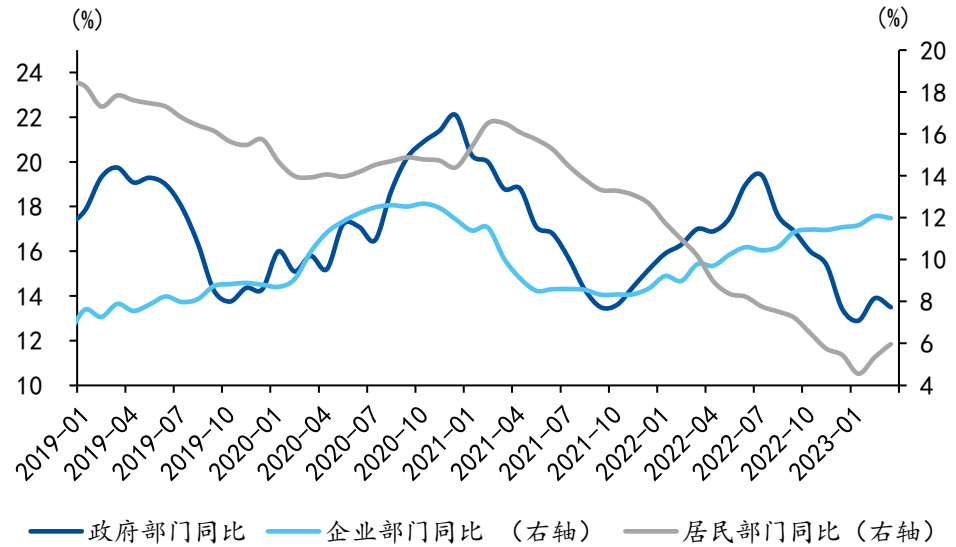


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

四、往后看,信用扩张将逐步由政府托底转向内生融资,但预计回升斜率或偏缓

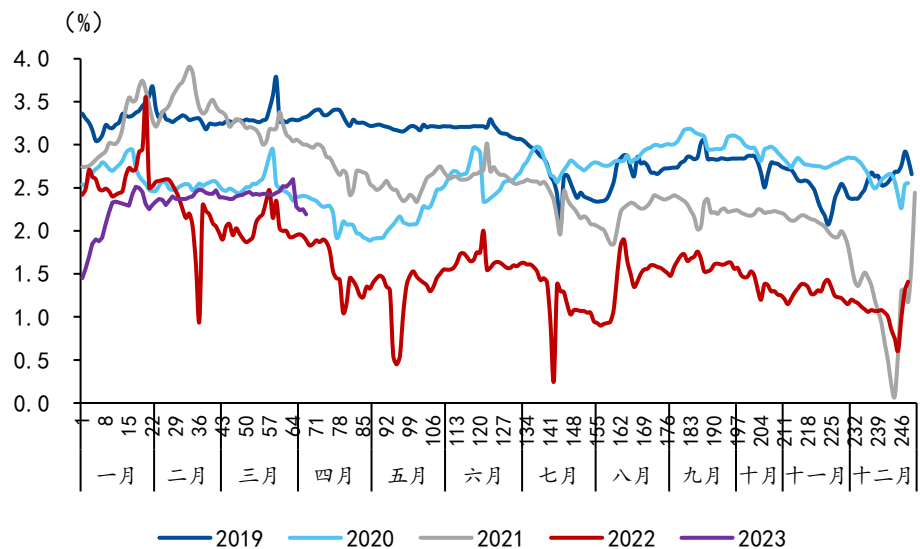
信用脉冲延续回升态势,实体部门内生融资需求反弹,信用扩张由政府加杠杆托底逐步转向内生动能修复。2022 年疫情频发冲击下,实体部门内生融资需求疲弱,信用扩张更多是政府引导性质的资金先行,并非传统经济自发形成的内生资金投放。一季度以来,随着疫情影响大幅消退,居民企业信心有所修复,内生融资需求边际改善,信贷总量和结构明显好转。但不可否认的是,疫后补偿性的购房和消费需求是一季度信贷的重要构成。因此,在季节性作用下,二季度信贷投放或有所放缓。

图 12: 社融中各部门信用扩张同比增速



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

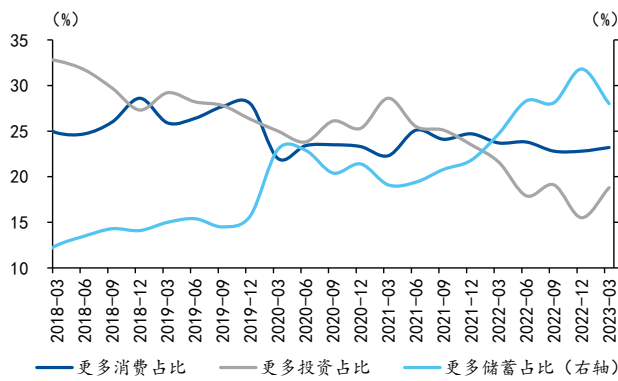
图 13: 4 月以来票据利率出现回落，信贷投放放缓，主要受季节性因素影响



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

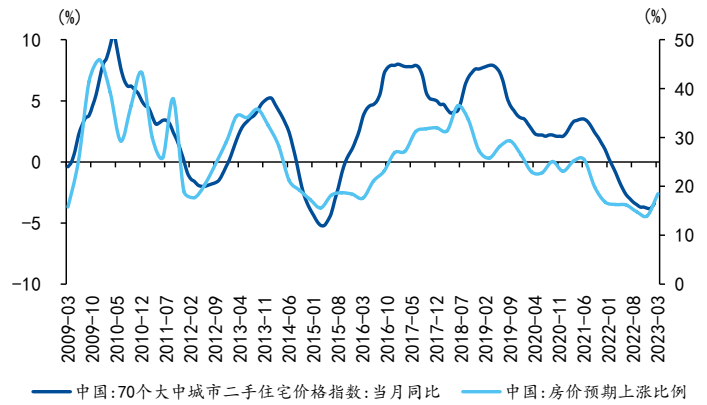
居民端，购房意愿低位回升，储蓄意愿明显减弱，但消费意愿并未增强。回顾 2011-12 年、2014-15 年以及 2018-2019 年三轮稳增长期间，居民部门杠杆率均出现明显抬升，增速回暖，贷款增速同比上行。由此，宽信用需要居民加杠杆配合，且反弹幅度有赖于居民信心修复。根据一季度央行调查问卷，收入与就业的感受和信心均明显改善，其中就业感受指数抬升 6.8 个百分点，收入感受指数抬升 6.9 个百分点，未来收入信心指数也较上季度抬升 5.5 个百分点。对应居民储蓄意愿回落 3.8 个百分点，但储蓄更多用于投资（投资意愿上升 3.3 个百分点），而非消费（消费意愿边际上升 0.4 个百分点）。居民信心明显修复叠加 2022 年低基数，3 月地产销售较 2019 年的 70%-90% 左右，居民端加杠杆意愿边际回升。进入 4 月后，地产销售超季节性回落，居民信心尚需进一步稳固。

图 14: 居民储蓄意愿减弱, 但更多转向投资而非消费



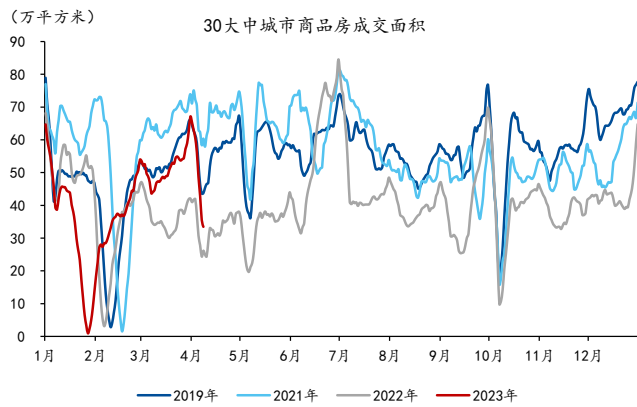
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 15: 房价预期底部回升



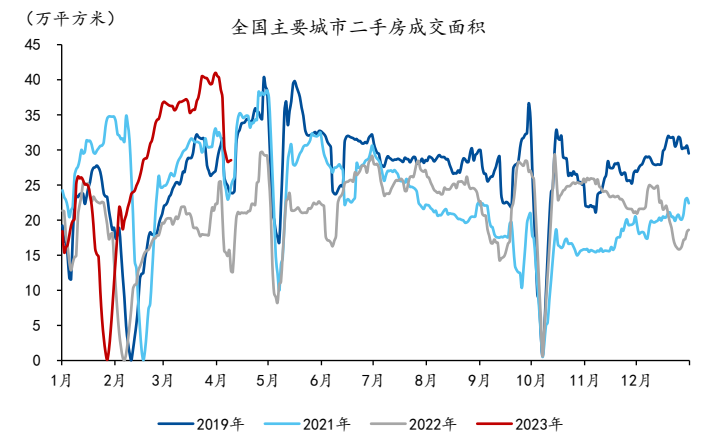
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 春节后, 地产销售明显回暖



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

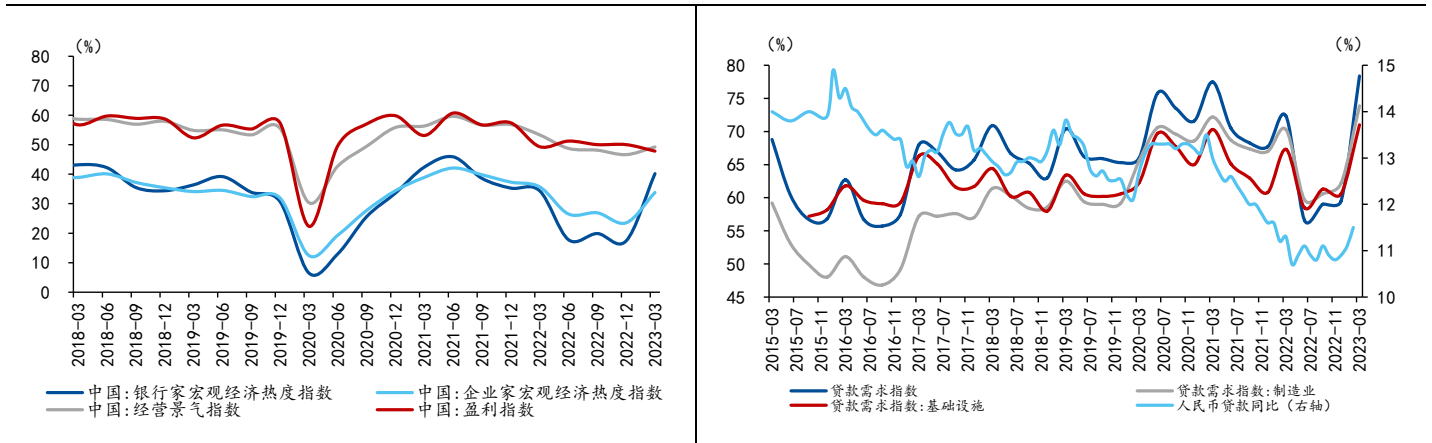
图 17: 1月以来, 二手房销售明显提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

企业端, 经济热度明显回暖, 景气程度略有好转, 信贷需求改善, 但利润持续萎缩。一季度央行调查问卷显示, 企业家宏观经济热度指数上升 10.3 个百分点, 经营景气度也抬升 2.6 个百分点。对应贷款需求大幅好转, 基建、制造业、房地产信贷需求全面走强。但是在去库后周期下, 内外需承压, 3月企业利润持续萎缩, 企业盈利指数明显回落。

图 18: 经济热度持续抬升, 企业经营景气度边际回暖, 图 19: 贷款需求大幅改善, 内生融资需求有所修复
 但企业盈利尚未改善



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

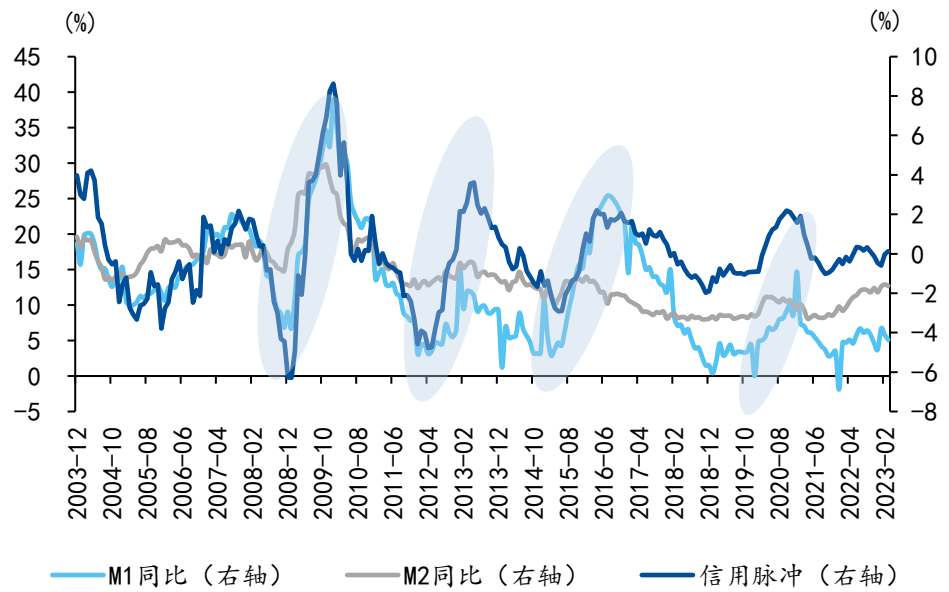
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

五、M1 和 PPI 是判断信用扩张是否走强、走远的确认指标

如何判断信用扩张是否已经走强、走远? M1 和 PPI 是很好的“确认”指标。一方面, M1 反应企业和居民经营活动, 是经济周期波动的先行指标。从过去四轮信用周期看, 信用扩张走稳、走强由内生融资需求驱动, 同期 M1 也呈现走强。另一方面, 在信用扩张期, 融资需求稳步抬升, 总需求增加。由于供需变化是通胀动因之一, 信贷扩张通胀带来原材料价格通胀, 即 PPI 的抬升。

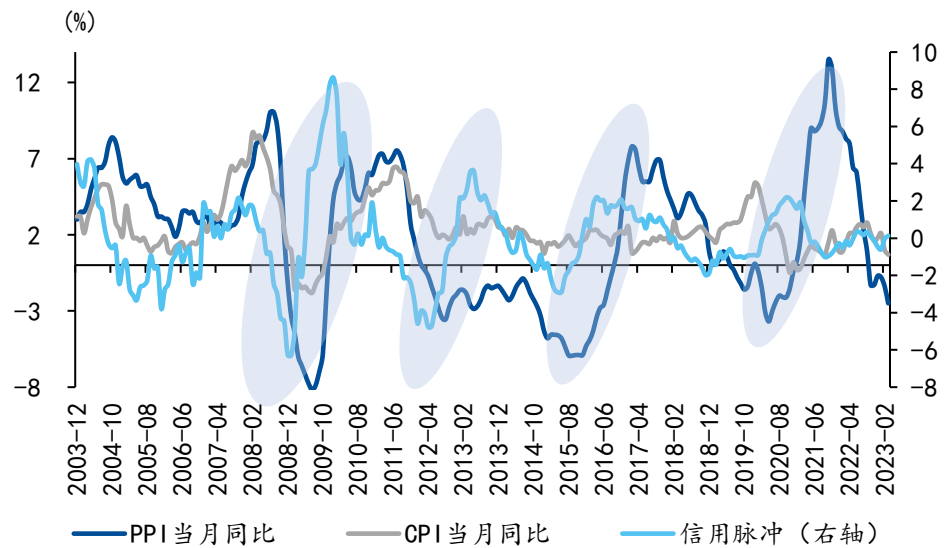
短期来看 PPI 仍在通缩途中, M1 低位震荡。本轮信贷脉冲对后续经济的正向拉动可能较以往偏弱, 经济预期是否扭转有待验证。对比居民企业存款和贷款数据, 一季度企业居民存款、贷款超季节性高增, 货币投放尚未完全转化为实体经济的有效“购买力”。

图 20: M1 是经济周期波动先行指标，可以作为判断整体信用扩张趋势的确认指标



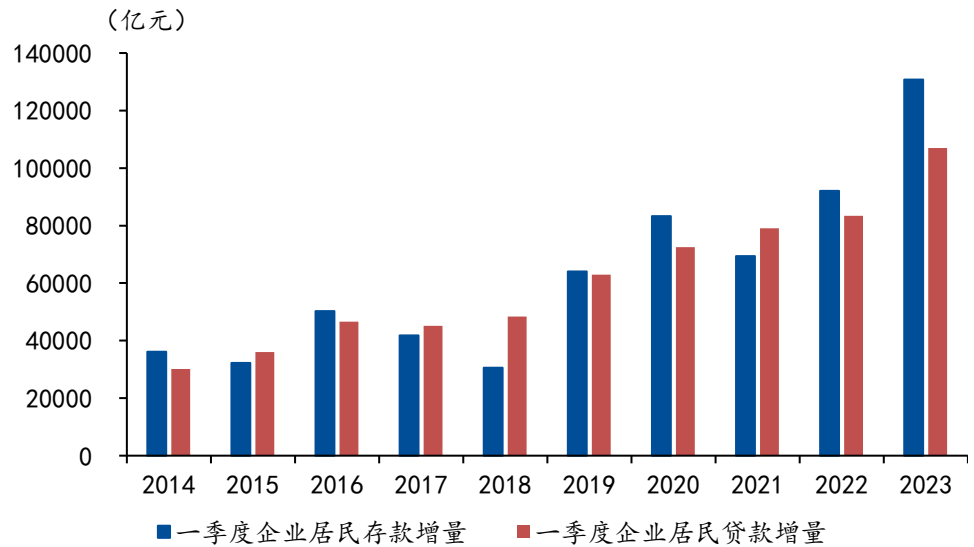
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 21: PPI 抬升是信贷扩张的结果，因而可以作为“确认”指标



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 22: 一季度，企业居民存款高增



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

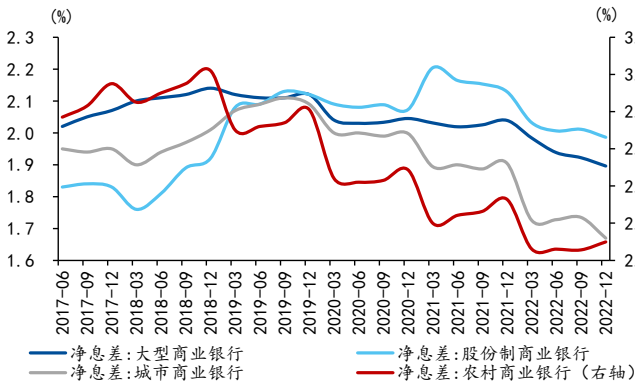
六、存款“降息”有空间，LPR 调降窗口仍未关闭

我国存款利率于 2013 年 9 月 24 日开启市场化进程，2015 年 10 月放开管制，银行可以自主在存款基准利率的基础上规定实际存款利率。2021 年 6 月存款利率上限发生重要变革，由“基准×上浮倍数”转变为“基准+加点”，利率自律机制不断完善。

存款利率是否会下调？存款降息有空间，银行息差压力加剧、资金杠杆抬升、实体信心修复仍需政策呵护三方因素增加存款利率调降的可能性。其一，银行息差压力加剧。2021 年以来，央行引导银行让利，帮助实体经济“降成本”，资产端收益率下行速度明显快于负债端，银行息差压力较大。存款利率调降虽然会影响银行揽储，但银行息差短期增厚，一定程度上增加利润。**其二，资金杠杆抬升。**3 月降准以来，资金利率中枢回落，资金杠杆明显抬升。存款利率调降一定程度上可以疏通流动性淤积，支撑宽信用进程。**其三，实体信心修复仍需政策呵护。**2022 年实体部门储蓄意愿偏高，储蓄存款高增，流动性未能有效循环，M2 与社融倒挂不断加深。高储蓄存款为存款利率下调提供可能，客观上若搭配终端贷款利率下调将进一步巩固实体部门扩表意愿，同样助推宽信用。

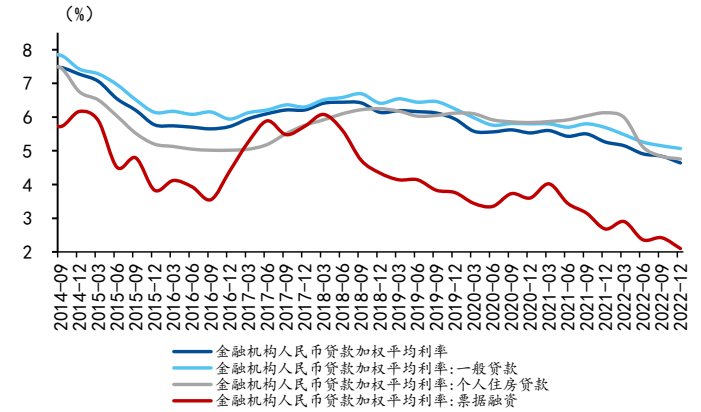
存款降息形式上，除了存款利率上限下调外，对银行协议存款等创新活期存款束以自律机制规范也是可选项。一方面，存款基准利率下调的可能性较小。存款是银行重要的负债来源，直接降低存款基准利率影响范围过大。央行自 2015 年 10 月以来未调整存款基准利率，1 年期存款基准利率维持在 1.5%。另一方面，后续银行协议存款等创新活期存款也可能进一步受自律机制的规范。协议存款是银行对保险、社保、养老保险等特定资金开设的存款，期限较长。银行尝尝会通过“高吸揽储”来吸引客户，使得该存款利率多次突破上限。

图 23: 商业银行净息差处历史低位, 息差压力大



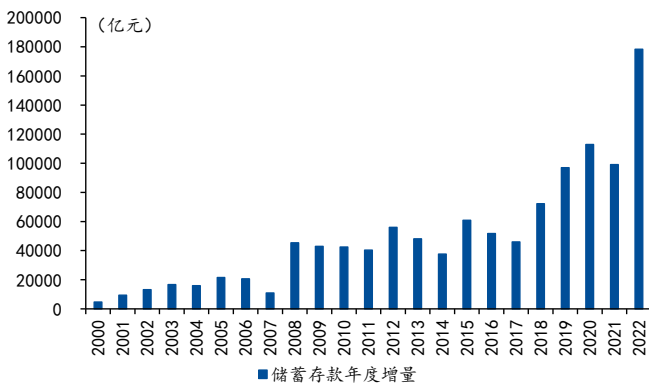
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 24: 人民币贷款加权平均利率持续下行, 处于历史低位



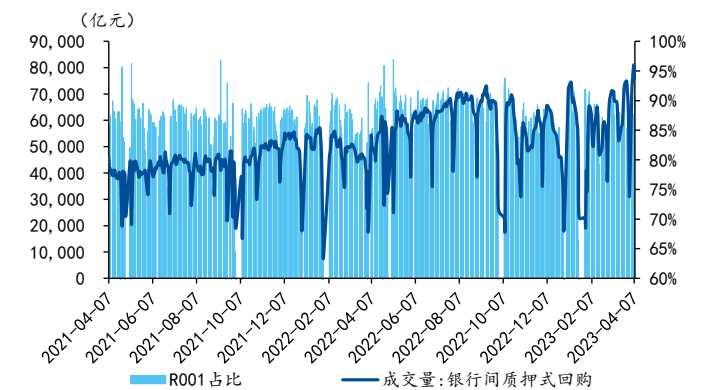
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 25: 2022 年预防性储蓄大量积累



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

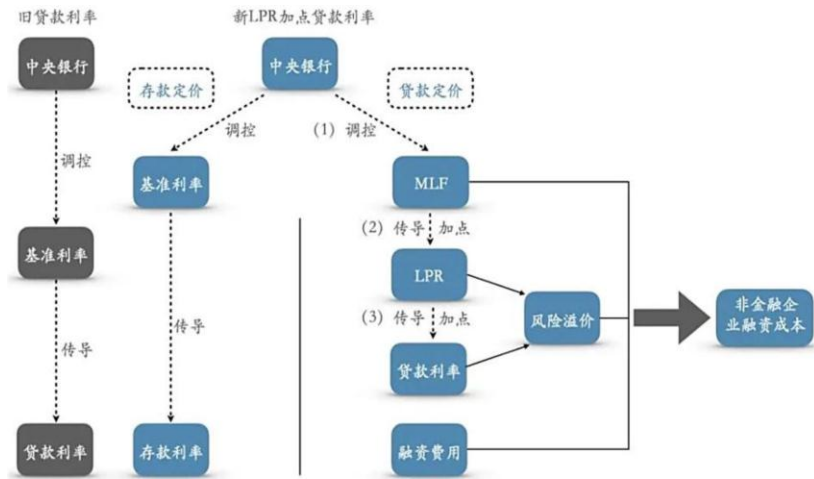
图 26: 4 月 6 日, 回购成交量破 8 亿元, 隔夜回购占比超 90%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

是否会降息? LPR 调降窗口仍未关闭。存款降息可以有效降低银行负债端成本, 增厚银行息差, 叠加前两次降准为银行节约的资金成本, 进一步打开 LPR 调降空间。

图 27: 银行负债端对 LPR 调降存在掣肘



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

七、风险提示

地产链复苏不及预期，货币政策不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		