

宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2023年4月11日

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长
王静文 中国宏观经济研究
张丽云 货币政策与流动性研究
应习文 国际宏观经济研究
孙莹 财政政策研究
李鑫 外汇商品研究
杨美超 外资外贸研究
韩思达 资产配置研究

【数据点评】

3月信贷投放延续“靠前发力”， 信贷结构更加均衡

【内容摘要】

3月新增信贷和社融继续放量增长，再创历史同期新高。其中，人民币贷款增加3.89万亿元，接近4万亿元，同比大幅多增7497亿元，延续靠前发力；3月新增社融5.38万亿元，比上年同期多7079亿元，延续高位。

在实体融资需求持续修复、银行扩表主动性强、稳增长政策延续发力以及低利率贷款环境下，3月信贷供需两旺，一季度信贷投放整体保持了较快节奏，超预期完成“开门红”目标；信贷靠前发力、债券融资总体旺盛，共同推升社融，有助于提振信心、加快宽信用进程。

3月信贷延续放量的同时，信贷扩张的平衡度也在改善，对公与零售、大中小机构、区域间结构更加均衡。

下一步，要保持贷款平稳增长，避免“大开大合”；同时，为避免“大水漫灌”，防止资金空转，提升资金使用效率，也需要后续对信贷投放总量和节奏进行适当控制。预计全年流动性保持合理充裕，信用扩张力度较大，从而为经济稳固运行和持续整体好转创造良好的金融环境。

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

3月信贷投放延续“靠前发力”，信贷结构更加均衡

温彬 张丽云

金融数据

2023年4月11日，央行公布了3月份的金融统计数据：**3月，M2同比增长12.7%**，增速比上月末低0.2个百分点，比上年同期高3个百分点，仍维持高位。**新增人民币贷款3.89万亿元**，同比大幅多增7497亿元，延续靠前发力。**社会融资规模新增5.38万亿元**，比上年同期多7079亿元，增速回升至10%。

3月新增信贷和社融继续放量增长，再创历史同期新高。其中，人民币贷款增加3.89万亿元，接近4万亿元，同比大幅多增7497亿元，延续靠前发力；3月新增社融5.38万亿元，比上年同期多7079亿元，延续高位。

从金融数据可以看出，在实体融资需求持续修复、银行扩表主动性强、稳增长政策延续发力以及低利率贷款环境下，3月信贷供需两旺，一季度信贷投放整体保持了较快节奏，超预期完成“开门红”目标；信贷靠前发力、债券融资总体旺盛，共同推升社融，有助于提振信心、加快宽信用进程。

3月信贷延续放量的同时，信贷扩张的平衡度也在改善，对公与零售、大中小机构、区域间结构更加均衡。

下一步，要保持贷款平稳增长，避免“大开大合”；同时，

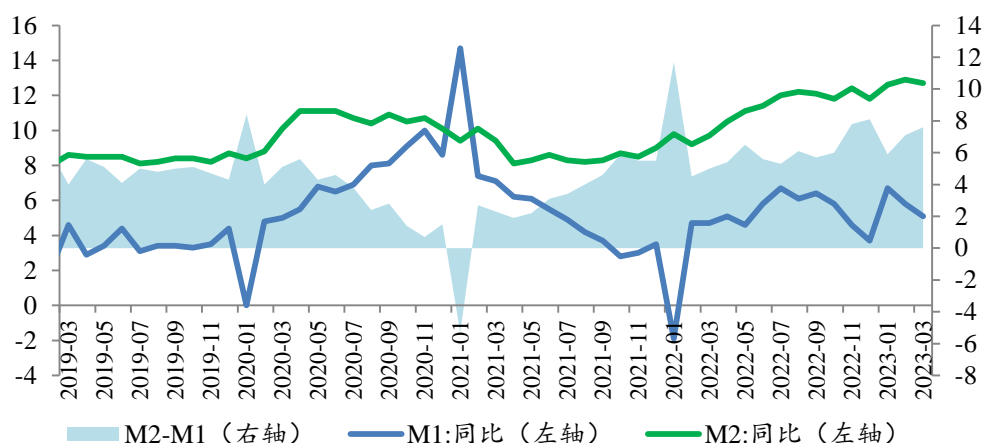
为避免“大水漫灌”，防止资金空转，提升资金使用效率，也需要后续对信贷投放总量和节奏进行适当控制。预计全年流动性保持合理充裕，信用扩张力度较大，从而为经济稳固运行和持续整体好转创造良好的金融环境。

一、M2 增速环比回落，整体维持高位，M2-M1 剪刀差继续扩大

M2 增速延续高位，后续或继续回落。3月 M2 同比增长 12.7%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 3 个百分点，仍维持高位。一方面，3 月信贷维持同比多增，存款派生能力仍强，且财政政策继续前置发力，继续为 M2 高增长提供支撑。3 月住户存款增加 2.91 万亿元，非金融企业存款增加 2.61 万亿元，合计同比多增 1595 亿元。3 月财政存款-8412 亿元，季末财政支出力度较大。另一方面，受去年同期基数相对偏高影响，M2 同比增速环比小幅回落。后续，随着同比基数抬升、信贷投放节奏可能放缓、存款高增和资金空转现象有所改善，M2 增速或将从高位继续回落。

M1 增速仍显低迷，M2-M1 剪刀差扩大。3 月 M1 同比增长 5.1%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点。M2-M1 剪刀差继续环比扩大 0.5 个百分点至 7.60%。表明楼市边际回暖和企业预期改善暂不足以扭转 M1 增速低位运行局面。企业融资大增，但可能并未完全流向投资生产，企业存款定期化倾向仍明显，实体经济活跃度还需政策继续呵护提升。

图 1：M1、M2 同比增速走势（%）



资料来源：Wind

二、3月信贷投放延续放量，信贷结构更加均衡

（一）3月信贷供需两旺，信贷投放继续靠前发力，后续节奏或适当放缓

3月人民币贷款增加3.89万亿元，接近4万亿元，同比大幅多增7497亿元，延续靠前发力。3月末人民币贷款余额225.45万亿元，同比增长11.8%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和0.3个百分点。

在实体信用需求回暖、季末银行信贷自然冲量、地方政府保经济、稳增长政策持续发力等供需因素共振下，全月新增信贷在去年高基数基础上继续维持同比多增。

一季度人民币贷款增加10.6万亿元，超10万亿元大关，同比多增2.27万亿元，信贷投放顺利实现“开门红”。预计一季度新增信贷规模超过全年的40%，达到年内信贷高峰。

一是经济持续修复，实体信用需求延续回暖。3月，中采PMI指数为51.9%，仍处于扩张区间，制造业生产活动继续扩张；非

制造业商务活动指数为 58.2%，较上月上升 1.9 个百分点，非制造业恢复发展步伐加快。其中，建筑业商务活动指数为 65.6%，比上月上升 5.4 个百分点，为 2011 年 8 月以来最高水平；服务业商务活动指数为 56.9%，比上月上升 1.3 个百分点，为 2012 年 4 月以来最高水平。地方政府加大基建支持力度、房地产市场回暖以及服务场景修复下，相关行业反弹力度较大。3 月财新服务业、制造业 PMI 指数分别为 57.8%、50%，维持高景气度。部分中观经济高频数据也显示经济仍处于复苏进程，叠加贷款利率处于低位，对应信用需求延续回暖。

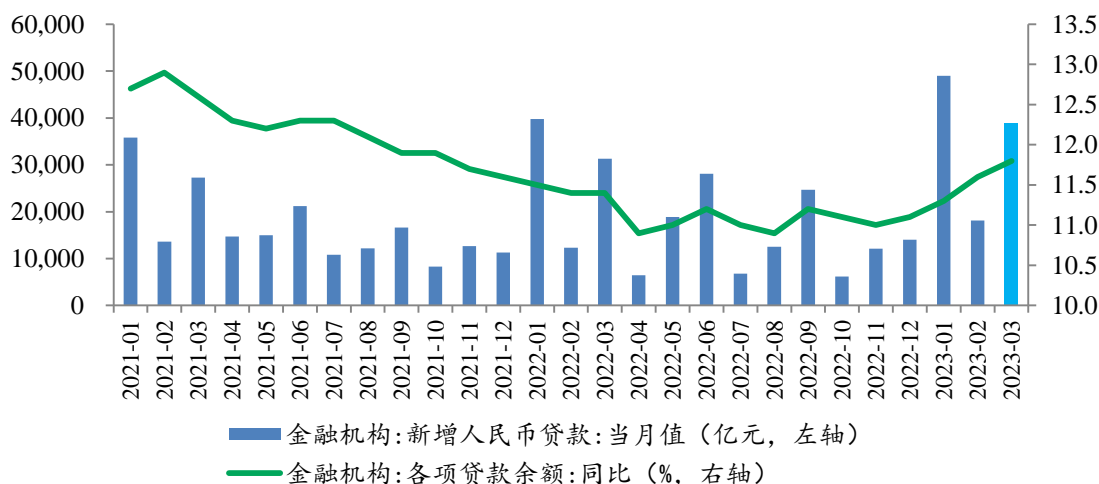
央行调查问卷也显示，一季度贷款总需求指数为 78.4%，为近十年同期新高，比上季上升 19 个百分点，比上年同期上升 6.1 个百分点。分行业看，房地产企业、制造业、批发零售业、基础设施贷款总需求指数分别为 55.3%、73.9%、68%、71%，分别比上季上升 11.6、11.6、10.9、10.4 个百分点。分企业规模看，大型企业、中型企业、小微企业贷款总需求指数分别为 64.9%、68.2%、76.5%，比上季分别上升 10.3、11.8、14 个百分点。

二是信贷“开门红”季末月份，银行自发冲量。今年以来，银行扩表主动性强，尤其是在季报冲规模之际，大部分银行的实际信贷投放均超过了月初计划。观测数据显示，一季末中小银行冲量特征仍较为明显，部分银行甚至强于去年同期，带动全月整体规模高增。

三是地方政府保经济意愿强，引导各地加大信贷投放。为提

振发展信心、进一步稳定市场预期，巩固拓展向好势头，推动经济运行持续整体好转，稳增长政策持续发力，各地政府积极引导区域内银行提高信贷投放力度，增强对当地融资支持，对信贷总量形成拉动。

图 2：各月新增人民币贷款及贷款余额同比增速



资料来源：央行、Wind

表 1：2023 年 3 月新增信贷规模与结构（亿元）

	2023 年 3 月	2023 年 2 月	2023 年 1 月	3 月同比
信贷当月新增	38900	18100	49000	7497
居民信贷新增	12447	2081	2572	4908
其中：短期贷款	6094	1218	341	2246
中长期贷款	6348	863	2231	2613
企业信贷新增	27000	16100	46800	2200
其中：短期贷款	10815	5785	15100	2726
中长期贷款	20700	11100	35000	7252
票据融资	-4687	-989	-4127	-7874
非银贷款新增	-379	173	-585	75

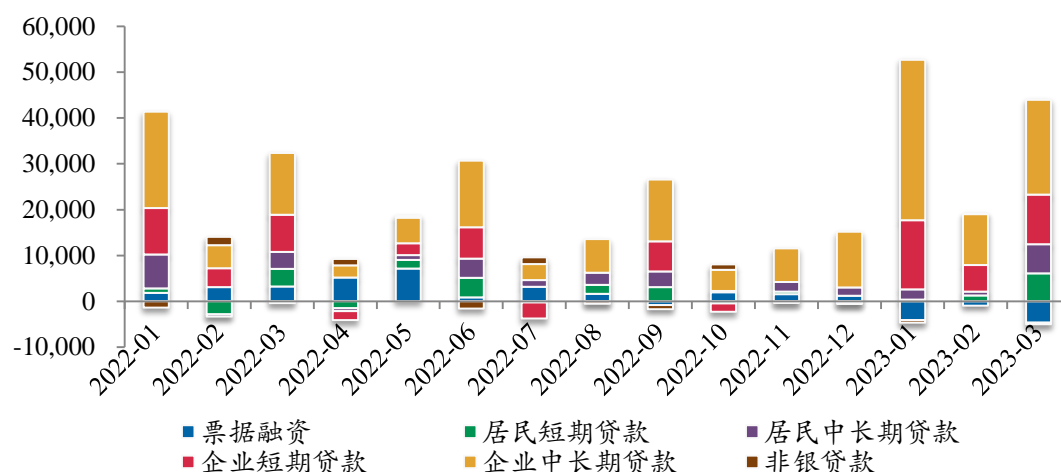
资料来源：央行，wind

（二）信贷结构更加均衡，部门、机构、区域间均有改善

从信贷结构看，3 月信贷扩张的平衡度进一步改善，主要表现在三个维度：

一是分部门看，对公贷款仍占主导，但零售贷款亦明显改善。3月零售贷款在新增信贷中的占比显著提升，去年以来对公与零售严重失衡的状况得到优化。3月对公贷款、居民贷款分别新增2.70万亿元和1.24万亿元，同比分别增加2200、4908亿元。企业融资需求回升、政策驱动和银行加力下，企业贷款维持高位；房地产销售回暖、按揭早偿扰动减弱和消费类信用扩张强度提升下，居民贷款明显改善。

图 3：各月新增信贷结构（亿元）



资料来源：央行、Wind

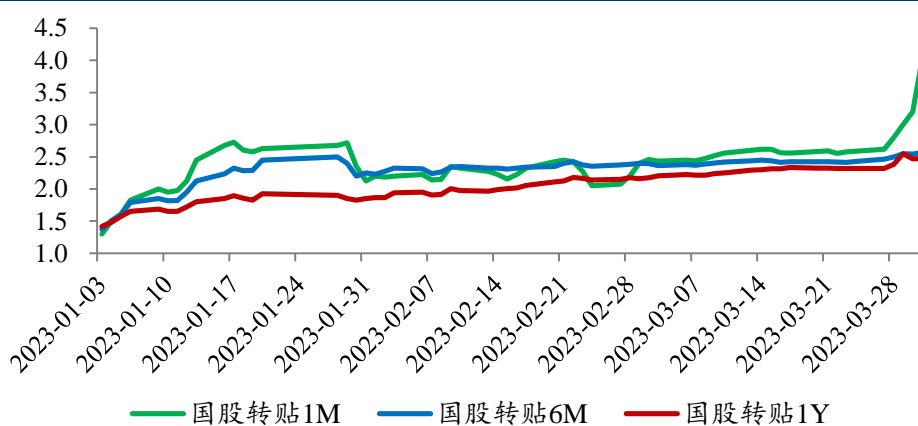
企业中长期贷款延续高增，票据融资继续回落。3月企（事）业单位贷款增加2.70万亿元，同比多增2200亿元；企业中长期贷款增加2.07万亿元，同比多增7252亿元；票据融资减少4687亿元，同比少增7874亿元，延续年初以来的回落态势。

在经济自身修复和信贷积极投放下，企业复工复产进程加速，工业生产延续回暖，3月制造业PMI虽较上月回落0.7个百分点至51.9%，但仍处于荣枯线以上；叠加专项债发行提速、降准资金落地，基建配套融资、制造业贷款等领域维持高景气度，企业

贷款尤其是企业中长期贷款，仍为当前新增信贷的主要拉动力量。一季度企业中长期贷款增加**6.68**万亿元，同比多增**2.73**万亿元，为有数据以来的最高值。

在信贷维持高景气度情况下，部分银行仍需通过压降票据资产来腾挪信贷额度，票据融资维持少增格局。3月票据利率延续高位运行，尤其是**1M**国股票据转贴现利率于月末快速冲高至**4%**水平，也表明当月信贷投放延续向好。

图 4：3月票据利率延续高位运行，1M 国股票据转贴现利率月末快速冲高（%）



资料来源：Wind

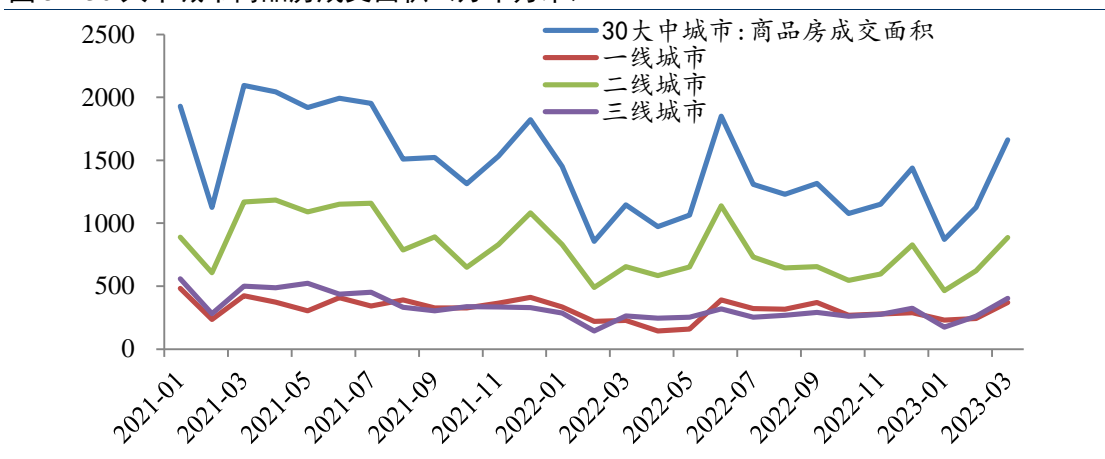
居民端贷款明显改善，短期与中长期表现均亮眼。3月住户贷款增加**1.24**万亿元，同比多增**4908**亿元，居民端信用扩张继续向好改善。

其中，居民短贷增加**6094**亿元，同比多增**2246**亿元，处于历史高位。在宏观经济景气度提升、消费场景和需求恢复，以及零售贷款价格下行拉动下，消费类信用扩张强度继续提升，同时经营贷也成为居民端信用扩张的重要支撑。

居民中长期贷款增加**6348**亿元，回到**2021**年同期水平，同

比大幅增多 2613 亿元。伴随疫情以来的累积需求加快释放、房地产销售收入由负转正，居民按揭贷款呈现明显的回暖迹象；3 月以来监管展开对不法贷款中介的专项治理行动，规范贷款市场秩序，也有助于按揭市场稳定，带动居民中长期贷款整体反弹力度较大。

图 5：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind

二是分机构看，中小银行明显发力，机构间信贷分化有所收敛。年初以来，在有效信贷需求尚待修复背景下，融资需求主要源自传统基建、制造业等行业，大型银行项目储备较多，并借助相对更低的融资成本，扩表力度明显，进而导致超储率快速下降，资金融出减少，银行间流动性加快收敛。在此背景下，大行加力信贷投放、小行加速买债，机构间信贷分化加剧。数据显示，1-2 月，中资全国性大型银行新增人民币贷款 3.75 万亿元，占银行业金融机构的 56%，较上年同期提升 3.9 个百分点。3 月以来，伴随经济持续修复，实体内生融资需求增强，大行压票腾挪信贷额度，中小银行季末加大冲量力度，机构间信贷投放分化态势边

际收敛。

三是分区域看，地区间信贷投放有望更加均衡。开年以来信贷投放区域分化也较为明显。截至2月末，长三角及成渝等区域信贷投放延续较高景气度，安徽、浙江、江苏、四川等省份贷款较年初分别增长5.1%、4.5%、4.4%、4.4%，而西南、东北地区信用扩张相对乏力，增速多在0-2%区间。3月以来，监管引导区域性银行提高信贷投放力度，增强对当地的融资支持，信用扩张偏弱地区的信贷投放有所加速，与高景气度区域的信贷增速差有所收敛。

三、3月新增社融延续高位，增速回升至10%水平

3月新增社融**5.38**万亿元，比上年同期多**7079**亿元，延续高位。3月末社会融资规模存量为**359.02**万亿元，同比增长10%，增速比上月高0.1个百分点。

从新增结构看，表内信贷、政府债和企业债融资维持较高规模，成为当月社融新增的主要支撑。

从同比变动看，同比多增核心来自信贷，未贴现银行承兑汇票、信托贷款及外币贷款也有小幅贡献；而政府债券、企业债券、股票融资同比少增。

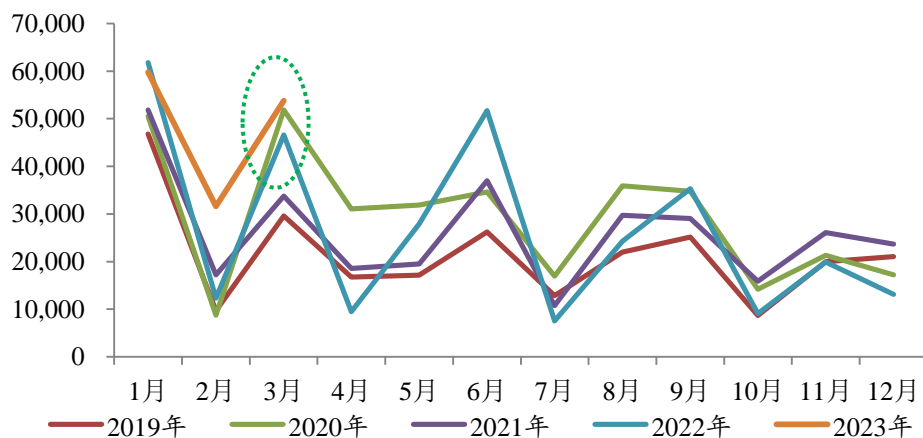
表2：2023年3月新增社融及结构（亿元）

	2023年3月	2023年2月	2023年1月	3月同比
社融当月新增	53800	31600	59800	7079
其中：人民币贷款	39502	18200	49300	7211
外币贷款	427	310	-131	188
委托贷款	174	-77	584	67

信托贷款	-45	66	-62	214
未贴现票据	1790	-70	2963	1503
企业债券融资	3288	3644	1486	-462
企业股票融资	614	571	964	-344
政府债券	6022	8138	4140	-1052

资料来源：央行，wind

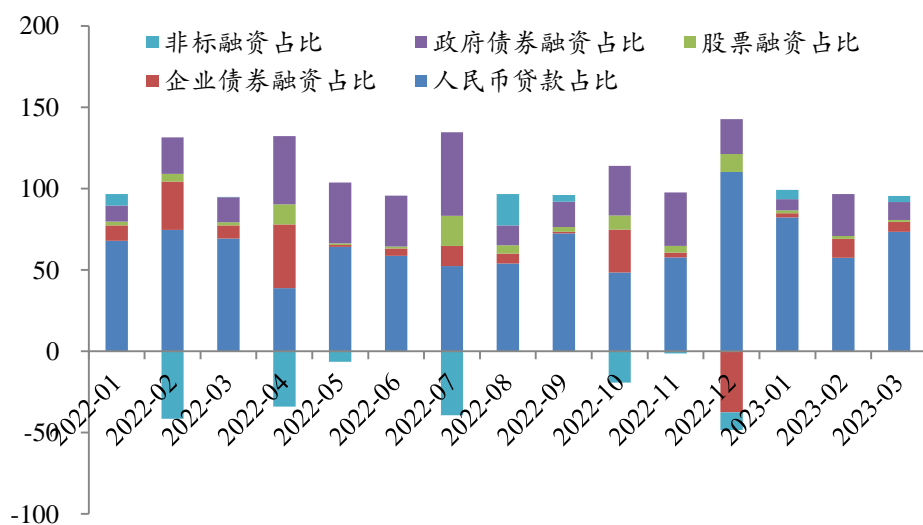
图 6：各年新增社融规模变化（亿元）



资料来源：央行、Wind

表内信贷接近 4 万亿元，仍为新增社融主要支撑。3 月表内人民币贷款新增 3.95 万亿元，在社融中占比高达 73.4%，为社融新增的主要贡献项。政府债券、企业债券、非标融资、股票融资占比分别为 11.2%、6.1%、3.6% 和 1.1%。

图 7：新增社融分项占比变化（%）



资料来源：央行、Wind

政府债发行维持高位，高基数和到期量偏高下，净融资同比减少。3月政府债净融资6022亿元，较去年同期减少1052亿元。财政政策继续前置发力下，3月政府债发行维持高位。Wind数据显示，3月全国共发行地方政府债券8900亿元，规模较去年同期增加2713亿元，较上月增加3139亿元。但上年同期也处于专项债发行前置阶段，基数较高，加之3月政府债到期量偏高，导致净融资为负。

企业债发行规模多增，但受到到期量较大影响，同比和环比均小幅回落。3月企业债净融资3288亿元，同比、环比分别小幅缩量462、356亿元。伴随理财赎回潮接近尾声，市场信心恢复，债券市场波动趋缓，企业债发行逐步恢复常态。3月企业债发行规模多增，但受到到期量较大影响，同比和环比均小幅回落。Wind数据显示，3月信用债（企业债、公司债、中票、短融、定向工具）总发行1.58万亿元，规模较去年同期增加2964亿元，较上月增加7363亿元。

非标融资延续改善，对社融同比形成支撑。3月信托贷款减少45亿元，委托贷款增加174亿元，新增未贴现承兑汇票大幅增加1790亿元。3月20日信托业务分类新规正式落地，监管趋严下融资类业务持续压降，考虑到3月信托到期规模较2月有所上升，信托贷款新增规模为负，但同比少减214亿元；监管强调对重点领域给予持续的结构性的政策支持，新增委托贷款较同期提升67亿元；3月表内票据融资规模小，贴现量少，新增未贴现

承兑汇票同比多增 1503 亿元，为社融同比多增的第二大贡献项。

四、前瞻：保持贷款平稳增长，避免“大开大合”，也要避免“大水漫灌”

从金融数据可以看出，在实体融资需求持续修复、银行扩表主动性强、稳增长政策延续发力以及低利率贷款环境下，3月信贷供需两旺，一季度信贷投放整体保持了较快节奏，超预期完成“开门红”目标；信贷靠前发力、债券融资总体旺盛，有助于提振信心、加快宽信用进程。

在信贷总量延续扩张的同时，信贷扩张的平衡度也在改善。一方面，3月零售贷款在新增信贷中的占比显著提升，去年以来对公与零售严重失衡的状况得到优化；另一方面，在监管引导和经济修复平衡下，区域间信贷投放更加均衡，机构间信贷分化也有所收敛。

但同时，考虑到外需回落、国内消费和内需尚处于恢复阶段，仍需要适度的货币环境支持和继续落实好一揽子纾困与稳增长政策，引导金融机构继续加大对薄弱环节和重点新兴领域支持，进一步激发微观主体活力。

下一步，要保持贷款平稳增长，避免“大开大合”；同时，为避免“大水漫灌”，防止资金空转，提升资金使用效率，也需要后续对信贷投放总量和节奏进行适当控制。预计全年流动性保持合理充裕，信用扩张力度较大，从而为经济稳固运行和持续整体好转创造良好的金融环境。

近期研究成果

1. 对当前经济形势的几个判断（2023年3月1日）
2. 地方债发行迎“开门红”（2023年3月2日）
3. 今年《政府工作报告》有哪些新看点？（2023年3月5日）
4. 出口降幅超预期收窄——1-2月进出口数据点评（2023年3月8日）
5. 美国就业通胀数据频超预期，全球汇市震荡延续——外汇市场回顾与展望（2023年3月8日）
6. 怎么看通胀超预期回落？——2月CPI、PPI点评（2023年3月10日）
7. 经济如期复苏，关注三大短板（2023年3月15日）
8. 3月MLF延续“加量平价”续作，短期降准降息迫切性不高（2023年3月15日）
9. 经济如期复苏，关注三大短板（2023年3月15日）
10. 降准加快落地，有何考量、影响几何？（2023年3月18日）
11. 财政收入负增，财政支出加快——1-2月财政数据点评（2023年3月20日）
12. 控通胀依然是首要目标，银行危机增加政策复杂性（2023年3月23日）
13. 经济进入温和复苏时段（2023年3月31日）
14. 地方债发行节奏明显加快——3月地方债发行数据点评（2023年4月3日）
15. 如何看待当前偏弱的通胀形势？——3月CPI、PPI点评（2023年4月11日）

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：yjy@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

