

研报精选

2023年4月23日 第118期

宏观专栏

“非典型”复苏第一步——2023年3月经济数据点评

一季度经济数据显示，生产方面，前期受疫情影响最大的服务业当前复苏最为强劲；需求方面，服务消费增长强于商品消费。此外，出口数据超预期或因供给改善带动疫情期间积压的存量订单集中释放。报告认为，未来经济复苏的驱动力将逐步由政策引导转为内生动能，前景较为乐观。

海外加密货币市场监管加强——数字经济月报

近期美国Silvergate和Signature银行结束加密货币相关业务，引发市场情绪波动，给加密资产价格和流动性带来负面影响。报告认为，加密货币市场波动大、杠杆率高，加之监管逐渐加强，或面临较大的调整。

专题聚焦

利益与公益的权衡——企业社会责任发展的经济学逻辑

报告认为，完善公司治理制度或是一国发展企业社会责任时的理想政策落脚点。结合国际经验，中国可进一步增强公司内外部治理的有效性，促进企业利益与社会公益的同向并进，从而不断提振广大企业家的信心。

超预期信贷投向哪里？

报告认为，一季度信贷需求已出现恢复迹象，特别是基建、高新制造业、绿色等领域投放情况较好。随着二三季度银行信贷扩张节奏边际放缓、需求继续恢复，资金供需关系将更为平衡，贷款利率有望企稳。

宏观专栏

“非典型”复苏第一步——2023年3月经济数据点评

我们在去年11月展望今年经济形势的报告中，对2023年经济比较乐观，并指出2023年经济将呈现“非典型”复苏态势。所谓的“非典型”可以从两个方面理解，一是疫情这个“非典型”影响大幅减弱，经济复苏的路径跟传统的复苏不一样，二是宏观政策方面大财政（财政和准财政）力度加大，对货币的贡献上升。2023年一季度经济数据基本上可以理解为“非典型”复苏的第一步。从复苏路径来看，前期受疫情影响更大的接触型服务业恢复状况要好于工业，需求端消费中也看到服务好于商品。出口数据超预期的主因也可能是疫情期间积压的存量订单集中出口释放。从金融数据来看，一季度货币增速超预期，也源于准财政继续发力的带动。后续随着政策引导逐步迈向内生驱动，经济复苏前景比较乐观。

一季度数据表明复苏在路上，或不会步入“通缩”。一季度GDP同比+4.5%，较2022年四季度+2.9%的同比增速改善，季调环比为2.2%。一季度GDP的四年复合增速为4.9%，较2022年四季度的三年复合增速（4.5%）也有改善。价格指数同步改善，一季度GDP平减指数同比+0.5%，高于2022年四季度的0%，显示经济并未处于通缩过程中。

从复苏顺序来看，疫情期间受影响最大的服务业复苏最为强劲。从生产端来看，一季度第一产业GDP同比+3.7%，第二产业GDP同比+3.3%，第三产业GDP同比+5.4%。3月服务业中住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长29.9%、12.0%、11.9%，比1-2月份分别加快18.3、2.7、7.7个百分点；工业中汽车、通用设备、金属制品同比+13.5%、+4.6%、+4.8%，较1-2月分别加快14.5、5.9、5.6个百分点。从需求端来看，也能够对应体现出疫情后复苏早期的结构性特征。

一是消费中服务好于商品。最终消费支出对经济增长贡献率达到66.6%，是一季度GDP增长的主要贡献项。3月，社会消费品零售总额同比增长10.6%，好于市场预期。高增速部分反映基数效应，以2019年为基期的社零4年复合增

速为4.8%，较1-2月的4.1%也改善明显，显示出整体的商品消费继续回暖。而部分服务消费增速反弹更强，比如居民消费支出中，医疗保健、教育文娱当季分别实现14.6%和9.3%的同比高速增长。二是出口数据超预期，或主因供给改善带动存量订单集中出口释放。3月以美元计价出口同比+14.8%（1-2月为-6.8%），超市场预期（Bloomberg出口市场预期为-7.1%）。即使考虑了基数效应，3月出口同比增速改善仍大幅超过Bloomberg市场预期。这或也能从3月海关出口金额与规模以上工业企业出口交货值同比增速之间的背离中得到部分印证，3月规上工业企业出口交货值同比-5.4%（1-2月为-4.9%），低于人民币计价的海关出口同比增速（23.4%）。一个可能的原因是工业统计的出口交货值为本期生产、本期交给外贸经营部门或自营出口的产品价值，而海关统计的出口总值为本期出口的产品总值，不一定是本期生产的。

前期挤压赶工需求释放，房地产开工、施工、投资增速放缓，开发投资同比增速从1-2月的-5.7%走阔至-7.2%，新开工面积同比从1-2月的-9.4%大幅下滑至-29.0%，施工同比从-8.75进一步放缓至-17.8%，但竣工面积同比从8.0%大幅回升至32.0%。新房销售面积同比与1-2月基本持平于-3.5%，住宅销售面积同比由-0.5%小幅转正为0.2%，新建住宅销售额同比从1-2月的3.5%进一步提升至8.8%。开发资金来源持续改善，同比降幅从-15%转正为2.8%，其中国内贷款同比大幅回暖由1-2月的-15.0%到6.0%，境外融资比例从1-2月的-34.5%回暖至4.7%。同时销售改善带动定金预收款和个人按揭贷款同比增速从1-2月的-11.4%和-15.3%提升至3月的13.5%和20.0%，但民企融资环境仍待改善，民企在3月新发信用债规模中只占2.7%，与2019年同期的36%、2020年同期的36%和2021年同期的22%相比仍有较大差距。但拿地依然谨慎，百城宅地成交建筑面积同比从1-2月的-22%进一步放缓至3月的-55%，近期钢材消费和水泥出货放缓或部分显示地产施工偏弱。

前3月广义基建投资同比增速10.8%，3月单月同比9.9%，较前2月增速小幅回落。从分项看，公用事业、交通运输、水利环境和公共设施管理同比增速分别为22.3%、8.9%和7.8%，均较前2月有一定放缓。年初通常为政府项目新开工大月，资金强度相对较高，但今年前2月固定资产新开工项目的计划投资额

基本持平去年同期，或与部分重大项目新开工前移至去年4季度有关。但这更多是资金在月间的摆布差异，而项目落地仍支持今年的实物施工，3月道路沥青表观消费量增速超过40%，我们认为这或显示了实物施工量逐步显现，并有望在年内延续。

制造业投资受前期出口下行影响有所回落，但是高技术制造业仍然体现出结构性支撑。一季度制造业投资同比+7%，较1-2月回落1.1个百分点，对应3月制造业投资同比+6.2%。制造业投资增速的回落或主要由于前期出口增速回落的滞后拉动效应，但是结构中仍然体现出高技术制造业投资的支撑。一季度高技术制造业投资同比+15.2%，高于整体制造业投资。其中，电气机械及器材制造业、汽车制造业、电子设备制造业一季度投资同比增速分别为43.1%、19%、14.5%。

我们对未来经济保持比较乐观的态度。展望未来，虽然随着5月后基数的抬升以及海外金融风险带动的外需边际走弱，使得出口同比增速或有所回落，但是随着整体经济循环的改善，以消费和投资为代表的内需仍有进一步恢复空间，一季度超预期的金融数据也预示着未来经济增长仍有一定驱动力。**金融数据显示，近期内生性融资出现改善，政策引导的复苏将逐步往内生动能改善转换。**

以上观点来自：2023年4月18日中金公司研究部已发布的《“非典型”复苏第一步——2023年3月经济数据点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

宏观专栏

海外加密货币市场监管加强——数字经济月报

3月8日，美国加密货币银行Silvergate Bank宣布将结束其银行业务并启动自愿破产程序，而在仅仅五日后另一家与加密货币关系紧密的银行Signature Bank也被纽约州联邦存款保险公司接管。随着美联储加息，加密资产价格波动下行，储户从加密资产市场撤出，使得此类银行承受了较大的提现压力，面临流动性危机。在短期来看，Silvergate与Signature银行结束其加密货币相关业务加剧了加密货币市场的恐慌情绪，也短暂影响了加密货币的价格与流动性；长期来看，加密货币市场波动大、杠杆率高，加之监管机构逐渐加强监管，或面临较大的调整。

为加密货币提供交易业务的银行是加密生态和传统金融的重要桥梁之一，也使得更多机构投资者参与到加密生态中。在此类银行出现以前，加密生态中的交易所、对冲基金、资产管理公司等机构需要依赖相对低效的交易系统，来实现加密货币和法币的转换。传统的交易结算方式对于加密企业所需的大额资金移转需要在银行的营业时间进行¹，并不是7×24小时营业，而且通常需要较长的时间完成结算，难以适应7×24小时开放、价格快速变化的加密货币市场。因此，Silvergate于2017年利用区块链技术推出了新的结算支付网络Silvergate Exchange Network (SEN)，任何在Silvergate有存款的机构用户均可以利用该平台在全天任意时段完成实时转账，且无需手续费。2019年，Signature Bank也推出了类似的交易平台Signet。与加密货币交易有关的银行金融中介出现也进一步使得包括对冲基金和其他资产管理公司在内更多的机构投资者进入到加密生态中，成为加密生态中主要的利润来源²。机构投资者利用这一平台可以快速在交易所买卖加密货币来赚取差价并扩大流动性。

宽松流动性环境下，Silvergate银行存款增长迅速。便利的交易结算平台吸引了大量涉足加密生态的机构在该银行开设账户，随着前两年加密货币市场

¹ 部分银行有提供实时到账的转账汇款服务，但存在转账限额

² Auer, Raphael, et al. Banking in the shadow of Bitcoin? The institutional adoption of cryptocurrencies. No. 1013. Bank for International Settlements, 2022.

的景气度提升，Silvergate银行获得了大量低成本的存款。根据Silvergate的年报显示³，截至2021年末，该银行共有143亿美元存款，较2020年末52亿美元的存款上涨了172.3%，其中141亿美元来自参与加密生态的机构客户，占比超过98%，前十大的储户就为该银行提供了65亿美元，占比约45.3%的存款。由于这些客户更多将该银行作为资金中转的平台，无息存款的占比达到了99.5%。类似的，Signature银行⁴中与加密生态有关的存款数量达到了287.3亿美元，占全部存款的27.1%，较2020年的近90亿美元增长了200%以上，涨幅明显超过其总存款规模的增长⁵（其总存款规模2020年末为633亿美元，2021年末为1,061亿美元）。由于存款增加的幅度较大，短期内难以找到合适的贷款投向，两家银行均选择购买了较多长久期美国国债与抵押贷款支持证券（MBS）。

Silvergate银行负债端短久期，资产端长久期，是其破产的主要原因。2022年加密市场事件频发，7月，Three Arrow Capital、Voyager、Celsius Network等重要的加密行业投资机构相继宣告破产，引发资金流出加密市场。随后，在11月全球第四大加密货币交易所FTX破产。作为Silvergate的主要客户，FTX占据Silvergate的存款规模接近10%⁶，对Silvergate造成比较大的流动性压力。另一方面，美联储加息使得Silvergate的存款规模在第四季度减少了52.4%，约69亿美元，加密货币相关的存款规模由9月末的119亿美元降至12月末的38亿美元。为了应对流动性压力，Silvergate被迫亏本出售长久期资产。到2022年3季度，Silvergate持有的债券公允价值损失超过10亿美元。另一方面，由于FTX创始人违规利用Silvergate旗下的SEN平台将其平台客户的资金转移到自身成立的另一家加密投资公司，Silvergate也因此遭到诉讼，美国司法部⁷、国会⁸、金融监

³ Silvergate Bank. (2022). Annual Report 2021.

https://s23.q4cdn.com/615058218/files/doc_financials/2021/ar/SLVR.AR_3.24_w10k.pdf

⁴ Signature Bank. (2022). Annual Report 2021.

https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReports/PDF/NASDAQ_SBNY_2021.pdf

⁵ Signature Bank 2020年末的存款总额为633亿美元，2021年末为1,061亿美元。

⁶ <https://ir.silvergate.com/news/news-details/2022/Silvergate-Provides-Statement-on-FTX-Exposure/default.aspx>

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-02/silvergate-faces-doj-fraud-probe-over-ftx-and-alameda-dealings>

⁸ <https://www.warren.senate.gov/oversight/letters/warren-marshall-kennedy-call-on-silvergate-bank-that-handled-bankrupt-crypto-firm-ftxs-funds-to-release-all-records-on-improper-transfer>

管部门⁹等也针对Silvergate是否正确履行其对加密客户的风险控制和尽职调查职责展开了调查。双重压力下，Silvergate最终于3月8日决定结束其银行业务并启动自愿破产程序。随后在3月10日，硅谷银行因面临流动性危机被监管部门接管，监管机构于3月12日接管了同样涉及加密业务的Signature银行。

短期来看，两家银行的危机对加密市场的影响有限。在Silvergate Bank宣布结束业务的同时，其交易平台SEN也随之关闭，尽管Signet平台还得以存续，但是由于担心受到该负面消息影响，包括Coinbase、币安、Circle在内的多家主流加密市场参与者均宣布不再使用该平台的服务，同时市场也担心危机进一步蔓延至与两家银行有业务往来的其他加密公司。短期来看，两家银行的危机造成了市场情绪的波动，影响了加密资产的价格，自3月1日至3月9日，单枚比特币的价格由23,631美元跌至20,358美元，跌幅达到13.85%，以太坊等其他加密货币的价格也经历了类似的下跌。但短期的影响并未持续，由于比特币价格前期下跌较多、美联储加息放缓等因素，加密货币的价格在三月末止跌回升至3万美元左右。

长期来看，本次危机暴露出加密货币市场风险可能传染到传统金融市场，影响金融稳定。包括SEC¹⁰、CFTC、OCC等部门在本次事件后进一步警告投资者谨慎对待加密资产，同时也加快建立加密市场的监管制度。白宫于3月9日颁布行政令¹¹，将通过金融稳定监督委员会识别和减轻数字资产带来的系统性金融风险。针对加密货币市场长期不透明的问题，监管机构将进一步提升对银行“了解其客户”（Know Your Consumer, KYC）程序的监管要求，银行为加密公司提供服务的意愿或下降，加密市场流动性收紧。根据数据服务商Kaiko的数据和分析表明¹²，在Silvergate出现危机后，加密货币市场出现深度（在特定价格区间内等待交易的订单数量）下降、滑点（期望交易价格和成交价格之差）上升等现象，整体的流动性减少且暂未见到改善的迹象¹³。整体而言，当前加

⁹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20230103a1.pdf>

¹⁰ <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/exercise-caution-crypto-asset-securities-investor-alert>

¹¹ <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/03/09/fact-sheet-president-biden-to-sign-executive-order-on-ensuring-responsible-innovation-in-digital-assets/>

¹² <https://blog.kaiko.com/the-state-of-liquidity-in-crypto-markets-b6649b37061c>

¹³ <https://www.reuters.com/technology/cryptoverse-buoyant-bitcoins-losing-its-liquidity-2023-03-28/>

密资产在很多国家可以高效、匿名、跨境交易的同时，也为金融稳定和监管带来新的挑战¹⁴。



以上观点来自：2023年4月19日中金公司研究部已发布的《海外加密货币市场监管加强——数字经济月报》

黎芝源 联系人 SAC 执证编号：S0080122030015

黄亚东 联系人 SAC 执证编号：S0080121080127

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE9888

周子彭 分析员 SAC 执证编号：S0080520070004 SFC CE Ref: BRW302

¹⁴ He, D., Ivanics, A. K., Lavayssière, X., Verrier, J., Sugimoto, N., Schwarz, N., & Lukonga, I. (2022, May). Capital Flow Management Measures in the Digital Age: Challenges of Crypto Assets. IMF.

专题聚焦

利益与公益的权衡——企业社会责任发展的经济学逻辑

近年来，中国对企业承担社会责任的要求不断提升，但究竟如何履行社会责任却一直是困扰广大企业家的难题。企业社会责任的概念本身很容易理解，即企业在追求利润最大化的同时兼顾社会利益。但企业为什么要这么做，政府又该扮演何种角色，这些还有待深入探讨。

企业难以脱离社会独善其身，其利益与社会公益紧密相关。企业之所以践行社会责任，不仅单纯出于利他主义，而是因为企业可在贡献社会的过程中得到超额收益或避免潜在损失，这构成了企业践行社会责任的基本动机。

对政府而言，其固然需要针对企业动机进行反应，比如激励和监督企业践行社会责任。但也需注意到，政府可能并不关注特定企业如何通过权衡经营和公益的投入来实现利润最大化，而更注重在维持企业经营的情况下，如何减少企业对社会的负面影响，并引导企业为社会创造更多价值。

考虑到企业和政府视角不同，发展企业社会责任可提炼为一个双层博弈过程。第一层是企业内部的博弈，决定企业是否要做社会责任。第二层是企业与政府间的博弈，形成企业利益与社会公益的分配格局。为使博弈均衡解兼顾各方福利，第二层博弈更值得思考。通过避免在利益和公益间过度倾斜，政府可为企业内部的第一层博弈提供积极引导和稳定政策环境。

完善公司治理制度是权衡利益与公益目标下的理想政策落脚点，既有助于协调公司内部的股东及利益相关者，也可引导企业的社会导向，同时避免政府对企业经营的直接干预。其中，完善内部治理可为企业践行社会责任提供力量来源，优化外部治理有助于及时纠正企业对社会的不负责任行为。

发达国家普遍通过公司治理制度发展企业社会责任，但各有侧重。例如，英国相对偏向公益，设置了完善且差异化的公司治理框架。美国更偏向利益，通过集体诉讼等方式规范企业自身动机。日本作为企业社会责任的后发国家，其导向相对均衡，并主要通过政社协同来推进公司治理制度改革。

现阶段，中国企业社会责任发展存在履行力度弱、方式较传统、国际话语权不足等问题，其原因主要可归结为内部治理引导不足、外部治理效果有限两方面。综合理论分析与国际经验，中国可逐步探索建设企业社会责任的基础性制度，包括针对不同企业构建差异化的制度框架、完善公司内外部治理机制、以及调动社会力量优化企业社会责任生态等。



以上观点来自：2023年4月18日中金研究院已发布的《利益与公益的权衡——企业社会责任发展的经济学逻辑》

梁栋 联系人 SAC 执证编号：S0080121070355

吴慧敏 分析员 SAC 执证编号：S0080511030004 SFC CE Ref: AUZ699

赵扬 分析员 SAC 执证编号：S0080521080006 SFC CE Ref: AZX409

专题聚焦

超预期信贷投向哪里？

今年一季度信贷和社融连续超预期，但PPI增速下行、贷款利率低迷，似乎存在矛盾。我们认为一季度信贷需求已出现恢复迹象，特别是基建、高新制造业、绿色、小微、乡村振兴等领域投放情况较好，居民按揭和消费贷款需求也有所恢复。但由于银行信贷投放节奏明显前置、价格竞争激烈，导致信贷供给扩张幅度超过需求，贷款利率明显下行，甚至存在部分“资金空转”现象。向前看，我们预计随着二三季度银行信贷扩张节奏边际放缓、需求继续恢复，资金供需关系更为平衡，贷款利率有望环比企稳，资金“空转”现象也有望减少。具体来看：

超预期信贷投向哪里？ 1Q23新增贷款规模10.6万亿元，创历史新高，同比多增2.3万亿元。新增贷款中，93%投向企业部门（不含贴现），明显高于1Q22的74%；其中对公中长期/短期贷款占比分别为63%/30%，分别同比多增2.8/0.9万亿元，主要投向基建、高新制造业、绿色、小微、乡村振兴等领域；16%投向居民部门，其中居民中长期/短期贷款分别占比9%/7%，分别同比少增0.1万亿元/多增0.6万亿元，2-3月居民购房和消费相关贷款有所恢复；票据贴现净减少1万亿元，对新增贷款的拖累为9%，主要由于信贷投放较好、银行减持票据腾挪额度。总体来说，信贷投向体现出居民、国企已经出现需求改善迹象，但民企、服务业融资需求可能仍然较低。

信贷需求恢复，为何贷款利率低迷？ 一方面，人民银行公布的1Q23银行家问卷中贷款需求指数78.4创2012年以来新高，另一方面，今年一季度新发放对公贷款利率环比下行幅度可能达到20bp以上，尤其是部分国企贷款利率从3.0%-3.5%下行到3.0%以下，我们认为背后的原因主要是由于国有大行投放节奏明显前置，导致信贷供给超过需求恢复幅度；我们估算今年一季度新增贷款规模已经占到全年的45%，明显高于2022年的40%左右。政策导向上，3月3日国新办新闻发布会人民银行强调要“货币信贷的总量要适度，节奏要平稳”，3月5日两会上人民银行提到“不盲目追求信贷高增长”，我们预计后续月份信

贷投放速度可能略有放缓。随着信贷需求继续恢复，供需关系更为平衡，贷款利率有望环比企稳。

如何看待资金“空转”现象？ 尽管一季度社融/信贷/M2增速分别达到10.0%/11.8%/12.7%，但M1增速仅为5.1%，体现出进入实体经济运转、形成企业活期存款的效率较低，也就是所谓“资金空转”现象；我们认为背后的原因主要由于基建形成实物工作量慢于信贷投放，并且房地产企业现金流仍存在压力、建筑公司回款速度偏慢，贷款低利率也可能导致部分资金进入定期存款“套利”。向前看，我们预计二三季度随着基建落地加快、房地产“保交楼”推进，M1增速有望上行，资金空转情况有望减少。

长期来看，我们认为随着信贷投向进入“后地产时代”，信贷结构可能进入“新常态”：1) 随着城镇化进程和房地产周期趋缓，传统基建和房地产等资金密集型领域信贷需求可能转弱；2) 绿色投资、高技术制造业、普惠小微、新基建、新型城镇化建设等为信贷增长提供支撑。具体而言：

房地产贷款下行幅度企稳。 3月新增居民中长期贷款6348亿元，连续第二个月实现同比多增，已经出现回暖迹象；我们观察到近期主要样本城市一手、二手房成交面积分别较去年同期明显回升40%/90%以上。尽管提前还贷仍形成一定拖累，但我们认为房地产市场逐步回暖下提前还贷现象有望减少，对不法贷款中介的专项治理也有望减少经营贷违规置换按揭贷款的行为。同时，由于“保交楼”政策发力、银行资金逐步到位，我们预计今年下半年“保交楼”有望继续加速，推动开发贷增速回升。

绿色贷款高景气度略有回落。 4Q22绿色贷款余额同比增长38.6%，较3Q22小幅下降2.8ppt，高景气度略有回落。分项看，4Q22投向具有碳减排效益项目的贷款约占全部绿色贷款余额67%，基础设施升级产业/清洁能源产业/节能环保产业贷款余额分别同比增长32.8%/34.9%/59.1%。

普惠小微贷款回归常态化增长。 4Q22普惠小微贷款余额同比增长23.8%，较3Q22小幅下降0.8ppt。2022年以来普惠小微贷款增速持续保持在23%~25%区间，较2021年超30%较高增速小幅回落，主要由于普惠小微贷款覆盖面保持平

稳，截至4Q22普惠小微贷款覆盖户数占全部个体工商户比重约为48.1%，2022年以来占比基本持平。

基建贷款仍有上行空间。一方面，基建落地继续推动企业中长期贷款增速向上。1Q23新增企业中长期贷款3.5万亿元，连续6个月同比多增，企业中长期贷款余额同比增长16.3%，较4Q22继续上升1.6ppt，增速为2022年以来最高，主要与去年以来政策行8000亿调增贷款额度、7400亿项目资本金工具逐步落地，带动基建贷款投放加速有关。另一方面，基建实物工作量落地有望加快。我们观察到沥青开工率、高炉开工率、水泥发运率等指标均强于去年同期，显示基建实物工作量落地加快。2022年下半年以来基建类贷款需求指数持续上行，该指标一般领先基建类贷款增速6个月左右，显示今年2季度基建贷款投放仍有望保持较快增速。

制造业贷款需求继续向上。4Q22制造业贷款余额同比增长21.4%，较3Q22继续上升2.7ppt，增速创2007年以来新高；分结构看，4Q22轻工业/重工业贷款余额同比增长32.5%/25.5%。2019年以来贷款增速均持续向上。向前看，2000亿元设备更新改造专项再贷款逐步落地，我们预计制造业贷款增速今年有望继续保持20%以上的较高水平。

消费贷款有望走出低迷。2023年3月居民短期贷款单月新增6094亿元，为历史最高；余额增速8.5%，相比2022年底上行近3ppt。居民短期贷款多增，除消费恢复以外也由于低利率刺激需求、银行营销力度加强。向前看，疫情结束后经济增速企稳回升，居民收入预期与消费场景逐步恢复，居民消费贷款增速有望走出低迷。

乡村振兴涉农贷款进入高增长时期。4Q22涉农贷款余额同比增长14.0%，增速创有数据记录以来新高，较3Q22继续上升0.3ppt。自2019年1月人民银行下发《关于金融服务乡村振兴的指导意见》以来，涉农贷款增速持续上升。向前看，2023年2月《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出“健全乡村振兴多元投入机制”，鼓励更多金融和社会资本投向农业农村，我们预计“乡村振兴”战略下涉农贷款有望持续较高增速。

区域间贷款增速继续分化。截至2023年2月末，1)长三角地区贷款余额同比增长15.5%，2020年以来贷款增速持续高于其他地区，其中江苏省/浙江省贷款余额同比增长15.6%/15.5%。2)珠三角地区贷款余额同比增长11.6%，较4Q22上升0.9ppt。3)西南地区贷款余额同比增长12.9%，较4Q22上升1.4ppt，增速持续高于珠三角地区，其中四川省贷款余额同比增长16.0%，增速水平进一步提高。4)中部地区贷款余额同比增长12.2%，其中安徽省贷款余额同比增长16.5%，为大陆全部省份中增速最高。向前看，我们预计在房地产市场需求分化、地方隐性债务处置的背景下，区域间贷款增速仍将保持分化。

我们预计2023年新增贷款和社融规模分别达到23万亿元/34万亿元，分别同比多增约2万亿元/4万亿元，信贷和社融余额增速分别11.1%/9.9%，相比2023年3月略有下行。结构上，预计2023年新增贷款中基建、普惠小微、绿色贷款、制造业等领域占比超过60%，房地产贷款占比继续低于10%。向前看，如果信贷需求持续恢复，银行信贷额度可能边际趋紧，全年信贷目标有上调空间。

以上观点来自：2023年4月17日中金公司研究部已发布的《超预期信贷投向哪里？》

林英奇 分析员 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

许鸿明 联系人 SAC 执证编号：S0080121080063

周基明 分析员 SAC 执证编号：S0080521090005

张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.4.18 中国图说中国宏观周报：宏观指标预示风险偏好继续改善
- 2023.4.18 联合解读：3月经济数据与资产配置速评
- 2023.4.18 中国宏观热点速评：“非典型”复苏第一步 ——2023年3月经济数据点评
- 2023.4.19 联合解读：3月经济数据与资产配置
- 2023.4.19 海外宏观专题报告：海外加密货币市场监管加强 —— 数字经济月报
- 2023.4.20 中国宏观专题报告：图说中国：2023年二季度

策略及大宗商品

- 2023.4.18 大宗商品：数据观察：3月及1季度数据点评：需求持续回暖，进口、生产双增
- 2023.4.21 中国策略简评：科创板迈出常态化退市重要一步
- 2023.4.22 海外中资股策略周报：静待更多政策信号
- 2023.4.23 海外市场观察：债务上限的悖论：避不开的流动性收缩？ 2023年4月17日~23日
- 2023.4.23 全球资金流向监测：北向流入收窄，南向流入扩大

固定收益

- 2023.4.17 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.4.17 中资美元债周报：中资AT1表现较好，地产表现分化
- 2023.4.17 简评：广联转债投资价值分析
- 2023.4.17 简评：天阳转债上市定价分析
- 2023.4.17 招投标备忘录：国开债23年第1、2、3期增发——利率债招标分析
- 2023.4.18 简评：经济回升分化，高息资产供给减少，债券利率仍有下行空间——3月经济数据分析
- 2023.4.18 专题研究：成都市城投专题（上）——成都市各圈层经济发展和债务概况
- 2023.4.19 招投标备忘录：付息国债23年第3、6期续发，贴现农发债23年第12期新发，付息农发债23年第1、2期增发——利率债招标分析
- 2023.4.19 简评：晶科能源转债投资价值分析
- 2023.4.19 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.4.19 简评：海顺转债上市定价分析
- 2023.4.19 招投标备忘录：国开债21年第20期，23年第5、13期增发——利率债招标分析

- 2023.4.20 简评：能辉转债投资价值分析
- 2023.4.20 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.4.20 招投标备忘录：贴现国债23年第23、24期新发——利率债招标分析
- 2023.4.20 简评：志特转债上市定价分析
- 2023.4.21 中国可转债策略周报：谈近期“低”类策略的迷失
- 2023.4.22 信用债收益率跟踪周报：3月银行增持公司债，广义基金增持短融超短融
- 2023.4.22 简评：地产边际走弱，30年国债热度走高——中金固收高频数据跟踪
- 2023.4.22 简评：美国经济和通胀韧性可能推动美债利率和美元反弹

行业

- 2023.4.17 科技硬件：全球观察-大立光：二季度拉货动能预计承压，潜望式创新广受关注
- 2023.4.17 轻工日化：宠物双周报：品牌精细创新，外销有所企稳
- 2023.4.17 纺织服装珠宝：每周聚焦：关注品牌服饰一季报业绩机会
- 2023.4.17 机械：直击2023CIMT，高端升级乘风破浪
- 2023.4.17 机械：三部门发布《铸造和锻压行业发展指导意见》，利好一体化压铸产业化发展
- 2023.4.17 公用事业：风光公用环保周报：风光逐步进入旺季，火电改善确定性增强
- 2023.4.17 科技硬件：硬科技前沿系列：AIGC呼唤高性能显存，数据中心GPU加速进入HBM时代
- 2023.4.17 银行：超预期信贷投向哪里？
- 2023.4.17 家电及相关：AI应用领先，中国智能微投的全球市场机会
- 2023.4.17 机械：AIGC新篇章：全球智能机器人时代前瞻
- 2023.4.18 机械：风电新技术系列02：漂浮式风电系泊系统
- 2023.4.18 轻工日化：培育钻石：3月进口额环比回升，关注毛坯钻价格趋势
- 2023.4.18 不动产与空间服务：周评#337：新房销售持平略增，推盘量下行
- 2023.4.18 公用事业：电力一季度前瞻：预计水火表现超预期
- 2023.4.18 造纸：海外纸浆产业链跟踪：UPM乌拉圭210万吨漂桉浆项目正式投产
- 2023.4.18 科技硬件：AI浪潮之巅系列：边缘AI SoC，百花齐放
- 2023.4.18 公用事业：FY22电力复盘与展望：能源安全至上，基本面渐入佳境
- 2023.4.18 煤炭：3月点评：供需实现双增，淡旺拐点临近
- 2023.4.18 东南亚研究：中国出境游客增加，东南亚按需服务稳定化
- 2023.4.18 东南亚研究：Shopee在印度尼西亚复苏，而Lazada在泰国保持稳定
- 2023.4.18 科技硬件：AI浪潮之巅系列：云端算力芯片，科技石油
- 2023.4.18 可选消费：3月社零同比+10.6%，消费复苏势头良好
- 2023.4.18 不动产与空间服务：3月销售复苏延续，后市投资修复料仍偏慢
- 2023.4.19 基础材料：3月点评：水泥需求爬升，玻璃厂库去化

- 2023.4.19 可选消费：数说消费4月刊：温和复苏或从大众消费品开始
- 2023.4.19 证券及其他：见微知著之券商财富管理：大变局中开新局
- 2023.4.19 传媒互联网：全球观察-Netflix：业绩整体稳健，深挖用户价值聚焦可持续发展
- 2023.4.19 化工：PPI二次见底，关注央企国企重估和化工龙头——3月化工月度数据跟踪
- 2023.4.19 传媒互联网：3月电商数据：可选消费增长带动复苏加速
- 2023.4.19 交通运输物流：航空3月点评：复苏趋势延续，春秋为唯一客座率环比提升航司
- 2023.4.19 有色金属：哲锂系列之二：锂价有望企稳反弹，重视四点结构性变化
- 2023.4.19 银行：从美国四大行1Q23业绩看金融风险
- 2023.4.19 交通运输物流：一季度哪些标的有望超市场预期？
- 2023.4.19 REITs：简评：首批REITs扩募迈出关键一步
- 2023.4.19 半导体：全球观察-ASML：1Q23整体业绩超出此前指引，新增订单受周期影响有所承压
- 2023.4.20 家电及相关：暖通复苏率先兑现，1Q23业绩预期上行
- 2023.4.20 REITs：二季度后续REITs市场表现有望企稳回升
- 2023.4.20 金融：理财公募基金配置4Q22追踪：市场变局下的长期逻辑
- 2023.4.20 建材：玻璃厂库去化速度略超预期，价格陆续提涨
- 2023.4.20 科技硬件：AI浪潮之巅系列：智能终端，人机交互再升级
- 2023.4.20 交通运输物流：积极布局航空系列：被低估的疫后国际线
- 2023.4.21 半导体：全球观察-台积电：1Q23公司业绩有所承压，看好3nm量产驱动增长
- 2023.4.21 电信服务：算力平台推进部署，重视能源侧布局优势
- 2023.4.21 钢铁：3月数据点评：旺季行情兑现，居安应思危
- 2023.4.21 公用事业：光伏前沿研究六：钙钛矿电池新型封装材料——丁基胶国产替代正在进行
- 2023.4.21 博彩及奢侈品：1Q23高端中场引领博彩行业复苏
- 2023.4.22 酒类食品饮料：行业平稳恢复，白酒景气度依然向上，板块已处于估值和情绪低位
- 2023.4.22 机械：中金通用自动化周报：3月行业产量表现平淡，“AIGC+机器人”技术方向值得期待
- 2023.4.22 公募洞察系列：显微镜下的基民特征：在波动的市场中成长
- 2023.4.22 传媒互联网：互联网周思考：短期缺乏方向，重新梳理板块及个股逻辑
- 2023.4.23 半导体：周报（04/21）：新政策刺激AI主题投资持续，国产设备材料需求边际向好
- 2023.4.23 传媒互联网：周报：游戏版号常态化下发，关注五一档票房
- 2023.4.23 REITs：公募REITs周报（4月17日-4月21日）：估值消纳，指数探底
- 2023.4.23 主题研究：中金周期半月谈：“中特估”下的投资机会

- 2023.4.23 科技：科技硬件周报（4/21）：关注通信行业的确定性机会
- 2023.4.23 日常消费：周思考：白酒行业平稳恢复，消费场景复苏利好大众品板块
- 2023.4.23 农业：农业周报：能繁去化加速，关注非瘟疫苗研发推进
- 2023.4.23 化工：2022年碳纤维市场回顾——关注大丝束碳纤维投资机会
- 2023.4.23 通信设备：通信/汽车电子周报（4/21）：适度超前布局数字基础设施；上海车展彰显座舱智能化



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn