

2024年04月13日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

企业仍然强于居民

——国内观察：2024年3月金融数据

投资要点

- **事件：**4月12日，央行发布2024年3月金融数据。3月M2同比8.3%，前值8.7%，M1同比1.1%，前值1.2%。新增人民币贷款3.09万亿元，同比少增8000亿元。社会融资规模增量4.87万亿元，同比少增5142亿元。社融存量增速为8.7%，前值9.0%。
- **核心观点：**总的来看，虽然绝对规模上金融数据整体弱于去年同期，但社融高于市场预期（Wind），人民币贷款略低于预期（Wind）。从边际变化上以及剔除高基数影响后的绝对规模两个维度来看，企业贷款都要强于居民贷款。M1增速虽然仍在低位，但未来随着各项政策的合力，中枢抬升的可能性仍然较高。而从货币政策上来看，短期约束可能仍在海外。
- **M2增速回落，M1增速仍处低位。**M2增速回落，基数虽然有所下降但总体仍在高位（12.7%），此外贷款总体弱于去年，以及财政投放速度慢于去年可能也有影响。3月居民存款、企业存款同比少增，财政存款同比少减。M1增速仍然维持低位运行，M2回落下剪刀差有所收窄，但仍在历史高位，经济活力仍需改善。
- **边际变化上，企业贷款整体强于居民贷款。**从边际变化的角度，我们选取3月人民币贷款中各分项的同比变化，同时要考虑春节错位的影响，故选取1-2月各分项同比变化的均值作为比较对象。与1-2月相比，居民贷款走弱，而企业贷款表现略强。细项上，居民短期贷款、票据融资表现较好，而居民中长期贷款、企业短期、中长期贷款有所走弱。
- **剔除高基数后，企业贷款表现仍然偏强。**从绝对额的角度，央行主管《金融时报》发文指出去年一季度银行“开门红”冲高较多，对后三个季度造成透支，去年下半年以来，央行注重引导金融机构加强信贷均衡投放。3月当月人民币贷款中各分项除票据融资外，绝对规模均弱于去年同期，即使是票据融资也是净减少，对应的是同比少减。但考虑到去年的提前透支造成了高基数，若与除2023年以外的历年同期相比，企业部门短期、中长期贷款都是偏强的。
- **企业贷款的偏强的原因。**1) 国内总需求虽然尚显不足，但经济恢复的趋势确定性仍是较强的。2) PSL、增发国债等财政以及准财政工具推动下，配套融资对企业贷款仍有带动作用。结合大规模设备更新投资政策，存续的5000亿元增发国债，以及1万亿元特别国债的支持，企业贷款全年表现偏强的可能性较大。
- **居民贷款表现后续的线索。**1) 《推动消费品以旧换新行动方案》已发布，据发改委表示汽车、家电换代需求在万亿元以上，降低汽车贷款首付比例，也可能对居民中长期贷款有所贡献。2) 房贷仍是核心，3月当月居民中长期贷款新增4516亿元，与30大中城市商品房销售面积-45.57%的增速或有背离，其中二手房销售增速降幅在收窄可能是影响因素之一。
- **社融支撑来自未贴现银行承兑汇票以及企业债券融资。**企业债券融资依然是开年以来社融的主要支撑项，3月新增4608亿元，同比多增1251亿元。未贴现银行承兑汇票增加3552亿元，同比多增1760亿元。两者可能都受表内信贷均衡投放导致部分融资需求转移的影响，另外企业债券融资高增可能还与利率偏低有关。政府债券融资仍然受发行节奏偏慢影响，3月新增4642亿元，同比少增1373亿元，由于仅是节奏的影响，预计全年对社融的支撑力度不弱，同时二季度开始发行节奏可能会有所加快。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；房地产、地方政府债务风险处置不及预期。

正文目录

1. M2 增速回落，M1 增速仍处低位.....	4
2. 企业贷款强于居民贷款.....	4
3. 社融支撑来自未贴现银行承兑汇票以及企业债券融资.....	5
4. 核心观点.....	6
5. 风险提示.....	6

图表目录

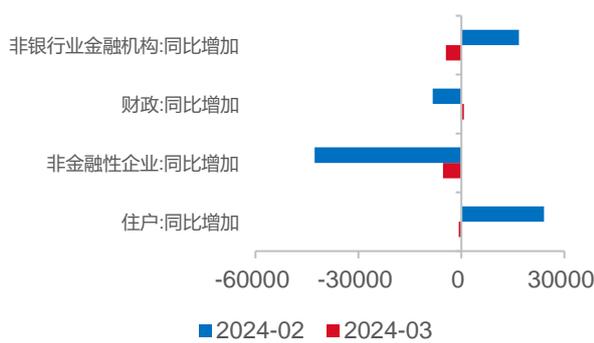
图 1 3/2 月存款同比多增结构, 亿元.....	4
图 2 M2 与 M1 同比及剪刀差, %, %	4
图 3 3 月/1-2 月 (均值) 贷款同比变化结构, 亿元	5
图 4 企业中长期贷款季节性规律 (1-2 月合并), 亿元.....	5
图 5 居民中长期贷款季节性规律 (1-2 月合并), 亿元.....	5
图 6 居民短期贷款季节性规律 (1-2 月合并), 亿元	5
图 7 新增社融规模及存量同比, 亿元, %.....	6
图 8 3/2 月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元.....	6
图 9 企业债券融资季节性规律 (1-2 月合并), 亿元	6
图 10 政府债券融资季节性规律 (1-2 月合并), 亿元	6

事件: 4月12日, 央行发布2024年3月金融数据。3月M2同比8.3%, 前值8.7%, M1同比1.1%, 前值1.2%。新增人民币贷款3.09万亿元, 同比少增8000亿元。社会融资规模增量4.87万亿元, 同比少增5142亿元。社融存量增速为8.7%, 前值9.0%。

1.M2 增速回落, M1 增速仍处低位

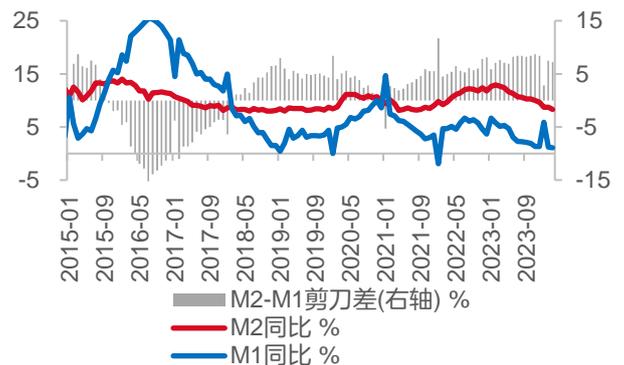
M2 增速回落, M1 增速仍处低位。M2 增速回落, 基数虽然有所下降但总体仍在高位 (12.7%), 此外贷款总体弱于去年, 以及财政投放速度慢于去年可能也有影响。3月居民存款、企业存款同比少增, 财政存款同比少减。M1 增速仍然维持低位运行, M2 回落下剪刀差有所收窄, 但仍在历史高位, 经济活力仍需改善。

图1 3/2月存款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 M2 与 M1 同比及剪刀差, %, %



资料来源: 央行, 东海证券研究所

2.企业贷款强于居民贷款

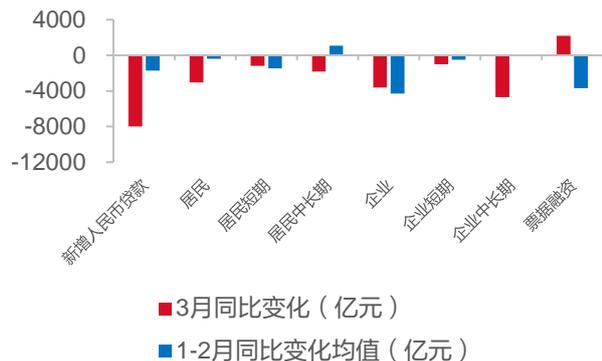
边际变化上, 企业贷款整体强于居民贷款。从边际变化的角度, 我们选取3月人民币贷款中各分项的同比变化, 同时要考虑春节错位的影响, 故选取1-2月各分项同比变化的均值作为比较对象。与1-2月相比, 居民贷款走弱, 而企业贷款表现略强。细项上, 居民短期贷款、票据融资表现较好, 而居民中长期贷款、企业短期、中长期贷款有所走弱。

剔除高基数后, 企业贷款表现仍然偏强。从绝对额的角度, 央行主管《金融时报》发文指出去年一季度银行“开门红”冲高较多, 对后三个季度造成透支, 去年下半年以来, 央行注重引导金融机构加强信贷均衡投放。3月当月人民币贷款中各分项除票据融资外, 绝对规模均弱于去年同期, 即使是票据融资也是净减少, 对应的是同比少增。但考虑到去年的提前透支造成了高基数, 若与除2023年以外的历年同期相比, 企业部门短期、中长期贷款都是偏强的。

企业贷款的偏强的原因。1) 国内总需求虽然尚显不足, 但经济恢复的趋势确定性仍是较强的。2) PSL、增发国债等财政以及准财政工具推动下, 配套融资对企业贷款仍有带动作用。结合大规模设备更新投资政策, 存续的5000亿元增发国债, 以及1万亿元特别国债的支持, 企业贷款全年表现偏强的可能性较大。

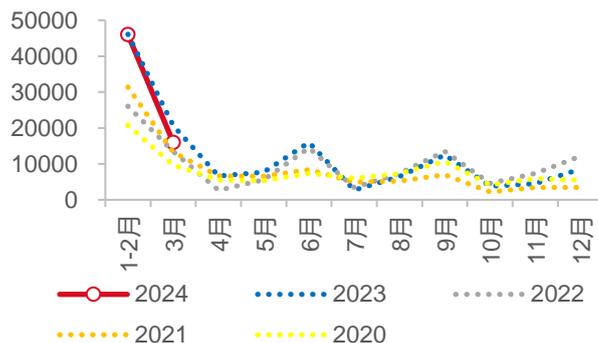
居民贷款表现后续的线索。1) 《推动消费品以旧换新行动方案》已发布, 据发改委表示汽车、家电换代需求在万亿元以上, 降低汽车贷款首付比例, 也可能对居民中长期贷款有所贡献。2) 房贷仍是核心, 3月当月居民中长期贷款新增4516亿元, 与30大中城市商品房销售面积-45.57%的增速或有背离, 其中二手房销售增速降幅在收窄可能是影响因素之一。

图3 3月/1-2月（均值）贷款同比变化结构，亿元



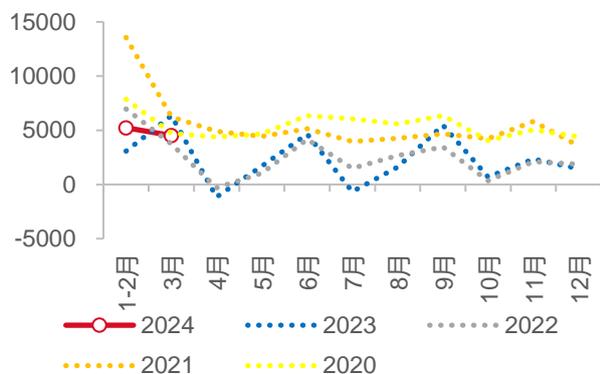
资料来源：央行，东海证券研究所

图4 企业中长期贷款季节性规律（1-2月合并），亿元



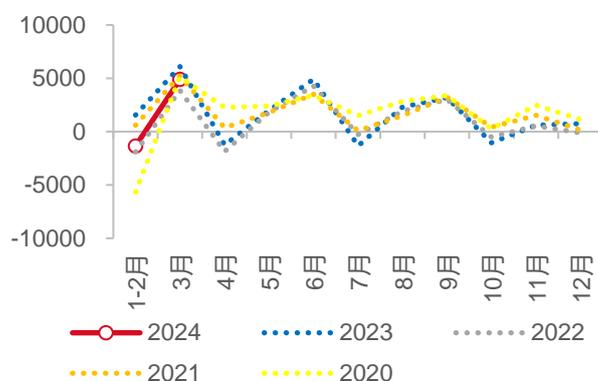
资料来源：央行，东海证券研究所

图5 居民中长期贷款季节性规律（1-2月合并），亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图6 居民短期贷款季节性规律（1-2月合并），亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

3. 社融支撑来自未贴现银行承兑汇票以及企业债券融资

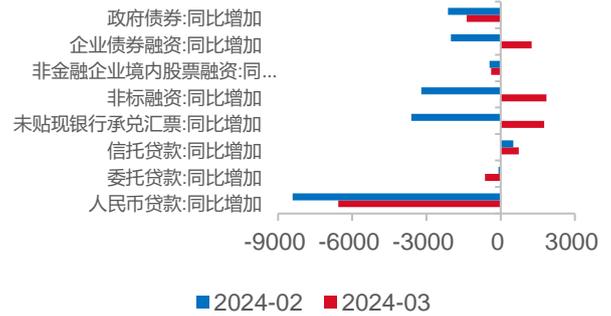
社融支撑来自未贴现银行承兑汇票以及企业债券融资。企业债券融资依然是开年以来社融的主要支撑项，3月新增4608亿元，同比多增1251亿元。未贴现银行承兑汇票增加3552亿元，同比多增1760亿元。两者可能都受表内信贷均衡投放导致部分融资需求转移的影响，另外企业债券融资高增可能还与利率偏低有关。政府债券融资仍然受发行节奏偏慢影响，3月新增4642亿元，同比少增1373亿元，由于仅是节奏的影响，预计全年对社融的支撑力度不弱，同时二季度开始发行节奏可能会有所加快。

图7 新增社融规模及存量同比, 亿元, %



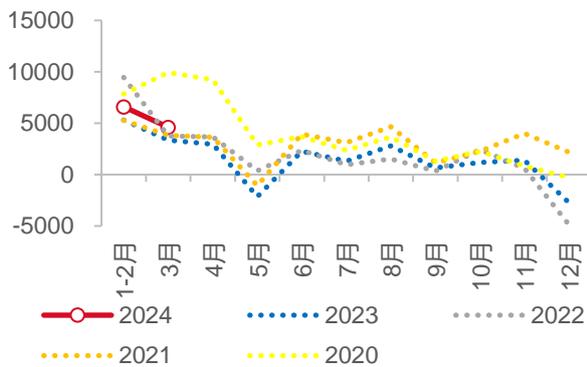
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图8 3/2月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元



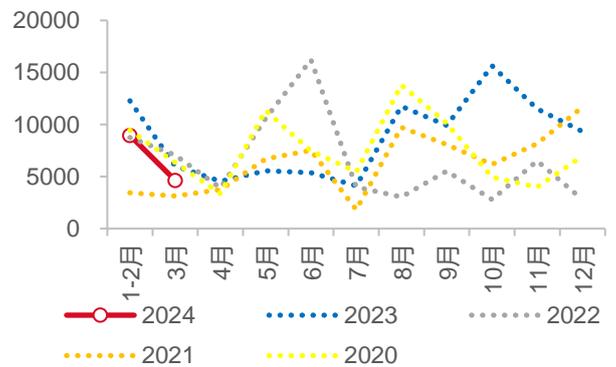
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图9 企业债券融资季节性规律 (1-2月合并), 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图10 政府债券融资季节性规律 (1-2月合并), 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

4.核心观点

总的来看, 虽然绝对规模上金融数据整体弱于去年同期, 但社融高于市场预期(Wind), 人民币贷款略低于预期 (Wind)。从边际变化上以及剔除高基数影响后的绝对规模两个维度来看, 企业贷款都要强于居民贷款。M1 增速虽然仍在低位, 但未来随着各项政策的合力, 中枢抬升的可能性仍然较高。而从货币政策上来看, 短期约束可能仍在海外。

5.风险提示

稳增长政策落地不及预期, 可能会导致经济恢复不及预期。

房地产、地方政府债务风险处置不及预期, 导致系统性风险产生。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089