

社融的“基数底”

2024年3月社融数据点评（2024年04月13日）

 点评报告

证券研究报告

尹睿哲

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523120003

yinrz@essence.com.cn

■ **高基数影响下社融增速进一步回落。**3月新增社融4.87万亿，同比少增5142亿。从季节性角度来看，3月新增社融符合“季末回升”规律，略高于2019年以来同期均值4.31万亿。从一季度整体来看，今年一季度新增社融12.9万亿，仅次于去年同期，整体表现不算太弱。但在高基数影响之下，3月社融存量增速依旧进一步回落0.3个百分点至8.7%。

■ **政府债券供给偏慢，但企业债券开始恢复。**3月新增直接融资9477亿，同比少增509亿。其中企业债券项同比多增1251亿至4608亿，为近三年来同期首次同比多增。而政府债券项延续1月以来的同比少增趋势，3月继续同比少增1373亿至4642亿。政府债券同比少增的原因在于今年一季度地方债发行进度偏慢，而去年同期地方债发行节奏相对靠前。

■ **企业中长贷余额增速短暂“企稳”后继续下行。**3月企业部门贷款同比少增3600亿至2.34万亿，其中短贷同比少增1015亿至9800亿，中长贷同比少增4700亿至1.6万亿，为2019年同期以来首次同比少增。受此影响，企业中长期贷款余额增速在2月短暂“企稳”后，3月转为下行0.8个百分点至14.03%。

■ **“信贷平滑”对机构配债节奏构成扰动。**一季度“信贷冲量”效应减弱，对机构的债券配置行为也产生了影响。一方面，大行由于年初信贷投放节奏放缓，对于债券的配置有所倾斜，另一方面，农商由于“信贷挤出”减缓，对债券的配置反而边际回落。从债券二级市场的成交数据观察：大型商行/政策行边际变化最为明显，由去年净卖出4200亿转为净买入4622亿。农商行虽仍是市场“第一大买盘”，一季度净买入规模达12495亿，占比28%，不过与去年同期买入规模（14913亿）相比，今年买入量事实上有所减少。

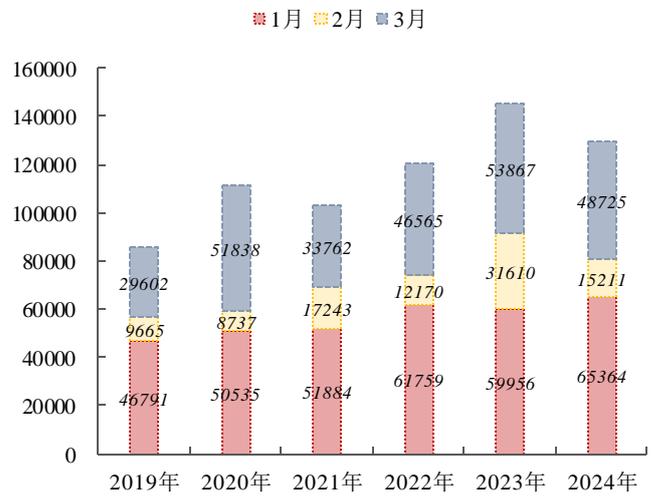
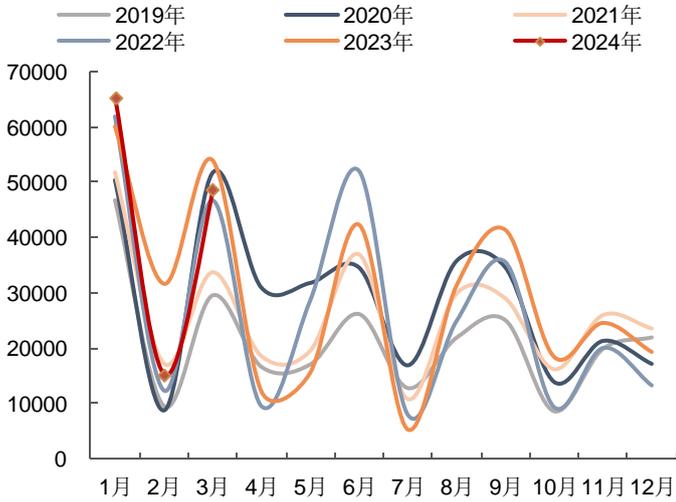
■ **综上，3月新增社融季节性回升，但高基数影响下社融增速延续回落，内部结构整体表现较为“平淡”。**展望后续，需关注社融的“有利因子”和“不利因子”。前者是政府债券项在一季度拖累社融后，二季度受超长期特别国债发行影响，大概率对社融转为支撑，进而助力社融增速上行；后者是企业中长期贷款增速短暂“企稳”后再度下行。不过随着后续高基数效应消退，二季度社融增速温和回升的可能性较大。

■ **风险提示：历史经验参考性降低、海外市场波动超预期**

高基数影响下社融增速进一步回落。3月新增社融4.87万亿，同比少增5142亿。从季节性角度来看，3月新增社融符合“季末回升”规律，略高于2019年以来同期均值4.31万亿。从一季度整体来看，今年一季度新增社融12.9万亿，仅次于去年同期，整体表现不算太弱。但在高基数影响之下，3月社融存量增速依旧进一步回落0.3个百分点至8.7%。

图1. 3月社融增量季节性回升 (亿)

图2. 今年一季度新增社融规模仅次于去年同期 (亿)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

表1: 3月社融季节性回升

单位: 亿元		同比	环比	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08
社融	表内融资	-6,445	23,705	33,469	9,764	49,390	10,457	10,763	4,989	24,786	13,211
	人民币贷款	-6,561	23,153	32,926	9,773	48,401	11,092	11,120	4,837	25,369	13,412
	外币贷款	116	552	543	-9	989	-635	-357	152	-583	-201
	表外融资	1,846	7,057	3,768	-3,289	6,009	-1,561	13	-2,572	3,007	1,005
	委托贷款	-639	-292	-464	-172	-359	-43	-386	-429	208	97
	信托贷款	725	109	680	571	732	347	197	393	402	-221
	未贴现银票	1,760	7,240	3,552	-3,688	5,636	-1,865	202	-2,536	2,397	1,129
	直接融资	-509	1,710	9,477	7,767	8,319	7,091	13,259	17,137	10,896	15,583
	企业债券	1,251	2,966	4,608	1,642	4,950	-2,741	1,388	1,178	650	2,788
	股票	-387	113	227	114	422	508	359	321	326	1,036
	政府债券	-1,373	-1,369	4,642	6,011	2,947	9,324	11,512	15,638	9,920	11,759
	其他融资	-	-	-	278	271	2,069	-613	-2,103	1,627	461
	ABS	-	-	-	-210	-203	-278	-1,355	-2,530	-172	-135
贷款核销	-	-	-	488	474	2,347	742	427	1,799	596	
社融增量	-5,142	33,514	48,725	15,211	65,364	19,326	24,554	18,441	41,326	31,279	
		同比	环比	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08
人民币贷款	企业	-3,600	7,700	23,400	15,700	38,600	8,916	8,221	5,163	16,834	9,488
	票据融资	2,187	267	-2,500	-2,767	-9,733	1,497	2,092	3,176	-1,500	3,472
	短期	-1,015	4,500	9,800	5,300	14,600	-635	1,705	-1,770	5,686	-401
	中长期	-4,700	3,100	16,000	12,900	33,100	8,612	4,460	3,828	12,544	6,444
	居民	-3,041	15,313	9,406	-5,907	9,801	2,221	2,925	-346	8,585	3,922
	短期	-1,186	9,776	4,908	-4,868	3,528	759	594	-1,053	3,215	2,320
	中长期	-1,832	5,554	4,516	-1,038	6,272	1,462	2,331	707	5,470	1,602
	非银	-1,579	-6,003	-1,958	4,045	249	94	-207	2,088	-1,844	-358
人民币贷款增量	-8,000	16,400	30,900	14,500	49,200	11,700	10,900	7,384	23,100	13,600	

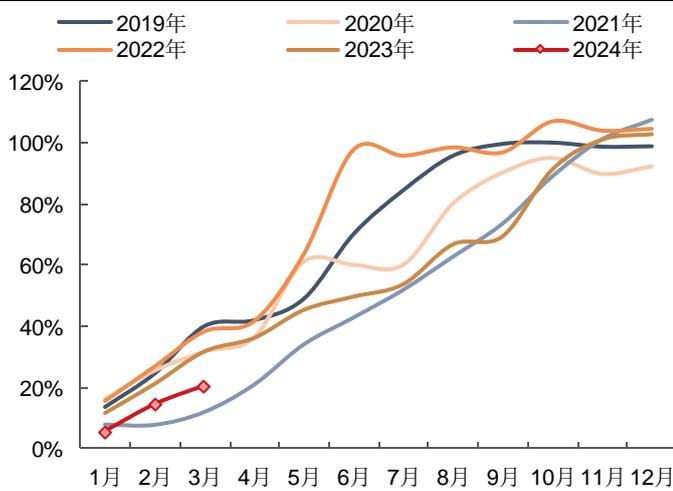
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

具体到内部结构来看：

政府债券供给偏慢，但企业债券开始恢复。3月新增直接融资9477亿，同比少增509亿。其中企业债券项同比多增1251亿至4608亿，为近三年来同期首次同比多增。而政府债券项延续1月以来的同比少增趋势，3月继续同比少增1373亿至4642亿。政府债券同比少增的原因在于今年一季度地方债发行进度偏慢，而去年同期地方债发行节奏相对靠前。

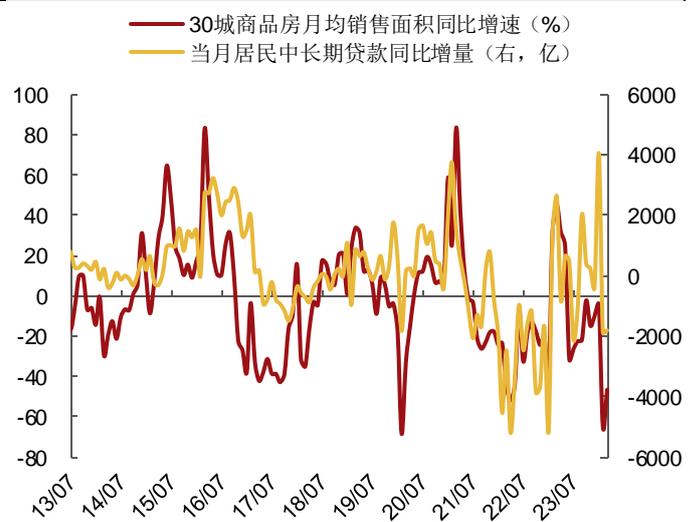
二季度政府债券项对社融转为支撑。从目前地方债发行节奏偏慢、以及4月初单只普通国债发行放量（单只付息国债放量至1250亿-1350亿、单只贴现国债放量至500亿左右）等迹象来看，财政部或提前布局其他类型政府债的发行进度，为后续超长期特别国债的发行预留空间。预计今年“两会”宣布的万亿超长期特别国债供给窗口将落在二季度，因此向后看政府债券项不再拖累社融，转而会成为主要贡献因子，推动社融增速筑底。

图3. 一季度地方债发行进度偏慢



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图4. 3月30大中城市商品房销量增速仍处历史低位

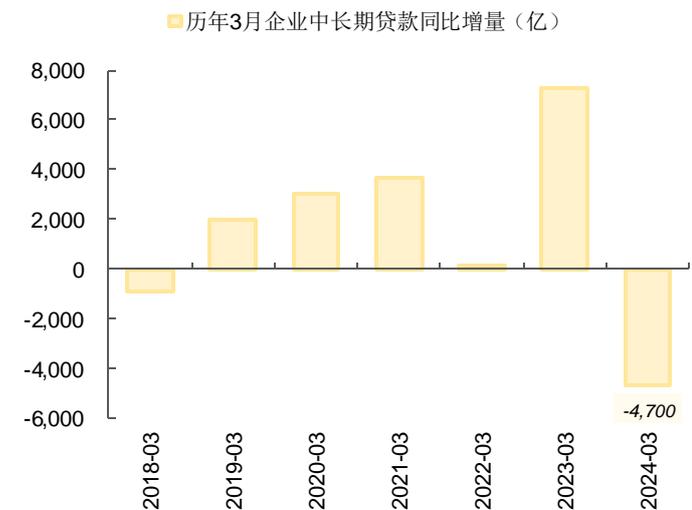


资料来源：Wind，国投证券研究中心

居民部门信贷转为正增长，但短、中长贷依旧同比少增。3月新增人民币贷款3.09万亿，占新增社融的比重约为63%，同比多增8000亿。其中居民部门贷款转为正增长，新增9406亿，同比少增3041亿。短贷较2月季节性回升至4908亿，但依然同比少增1186亿。同时，虽然今年以来楼市相关政策优化，但居民购房意愿仍然较为低迷；3月30大中城市商品房销量同比增速降幅较2月的-65.39%收窄至-47.0%，但总体增速依然位于历史低位；加之去年同期居民中长贷基数较高，因此今年3月居民中长贷延续同比少增1832亿至4516亿。

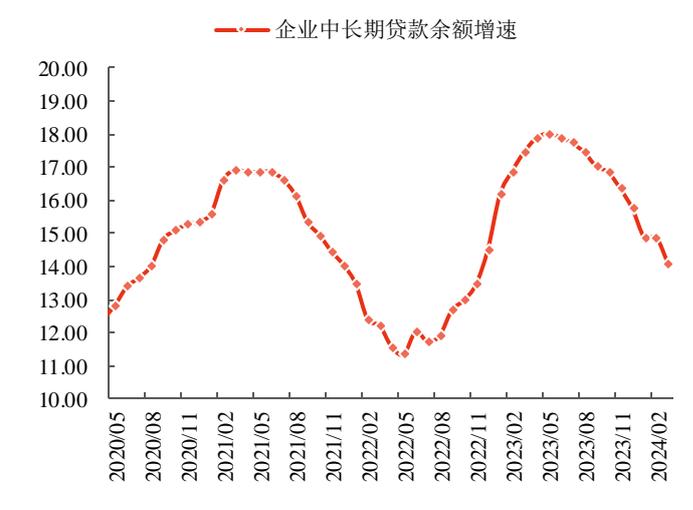
企业中长贷余额增速短暂“企稳”后继续下行。3月企业部门贷款同比少增3600亿至2.34万亿，其中短贷同比少增1015亿至9800亿，中长贷同比少增4700亿至1.6万亿，为2019年同期以来首次同比少增。受此影响，企业中长期贷款余额增速在2月短暂“企稳”后，3月转为下行0.8个百分点至14.03%。

图5. 企业中长贷近五年来同期首次同比少增



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图6. 企业中长贷余额增速短暂“企稳”后延续下行(%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

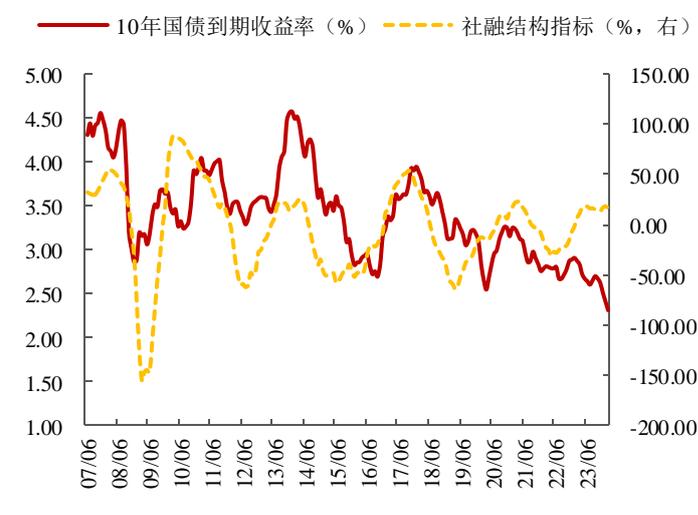
后续企业中长贷增速或延续回落。此前报告中我们提到（详见《年末社融有何特点》），本轮企业中长期贷款余额增速从2022年6月开始上行，上行12个月后于2023年5月到达顶峰，而后下行10个月至今；相较于历史上其他几轮“企业部门信贷周期”的长度来看，本轮周期仅持续22个月，后续或仍有下行可能。

图7. 本轮“企业部门信贷周期”仅持续22个月



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图8. 3月社融结构指标回落



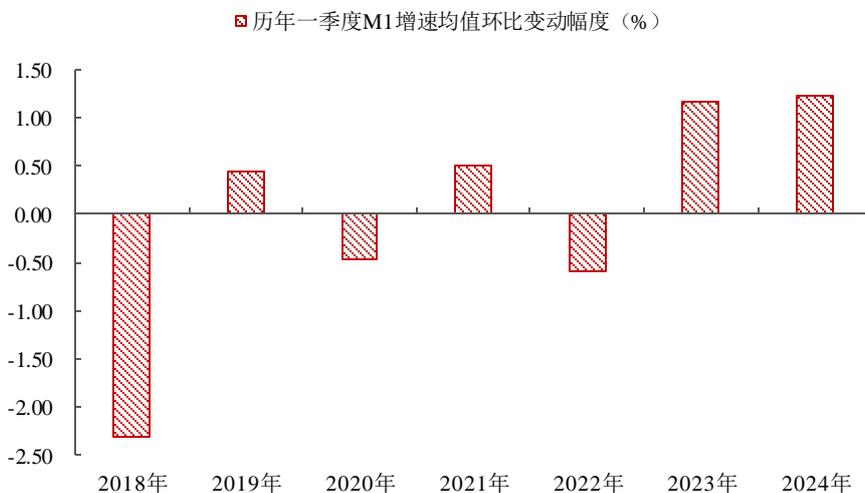
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

社融结构指标上行两个月后，3月也转为下行。3月票据融资规模为-2500亿，同比少减2187亿，延续今年1月以来的负增长趋势；票融余额规模进一步压缩至11.65万亿，余额增速为-1.5%，较2月-3.22的降幅有所收窄；加之3月企业中长贷增速回落，社融结构指标（企业中长贷余额增速-票融余额增速）在1月、2月连续上行后，3月回落2.5个百分点至15.54%。若后续企业中长贷余额增速继续下行，关注社融结构指标也延续回落的可能性。

M1 增速是否触底仍有待观察。继1月M1增速受春节错位影响“跳升”至5.9%后，2月M1增速下行至1.2%，3月再度小幅回落0.1个百分点至1.1%。若统计历年1-3月M1增速的月均值以剔除春节错位效应，结果显示2024年一季度M1增速均值为2.73%，较去年四季度1.5%的增速均值有所抬升，但明显低于去年同期5.87%的增速均值。这或许表明今年初以来经济

活力较去年四季度有小幅改善，节后复工窗口期带动 M1 增速均值环比回升。但近期高频信号走弱，M1 增速是否已经触底仍有待观察。

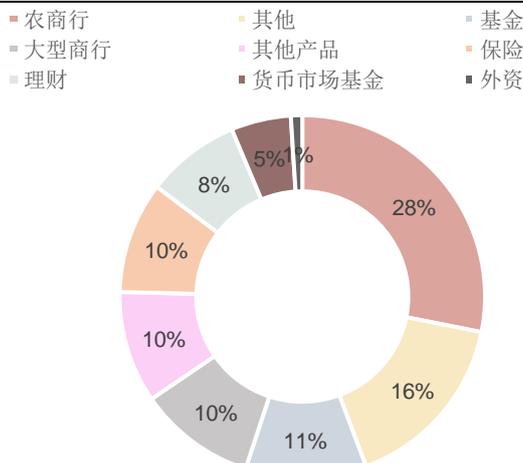
图9. 今年一季度 M1 增速均值环比去年四季度回升



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

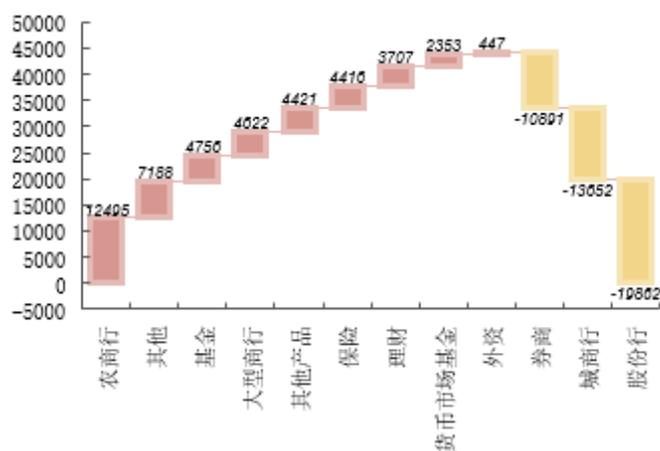
“信贷平滑”对机构配债节奏构成扰动。一季度“信贷冲量”效应减弱，对机构的债券配置行为也产生了影响。一方面，大行由于年初信贷投放节奏放缓，对于债券的配置有所倾斜，另一方面，农商由于“信贷挤出”减缓，对债券的配置反而边际回落。从债券二级市场的成交数据观察：大型商行/政策行边际变化最为明显，由去年净卖出 4200 亿转为净买入 4622 亿。农商行虽仍是市场“第一大买盘”，一季度净买入规模达 12495 亿，占比 28%，不过与去年同期买入规模（14913 亿）相比，今年买入量事实上有所减少。

图10. 2024 年一季度现券买盘结构分布



资料来源: CFETS Idata, 国投证券研究中心

图11. 2024 年一季度各类型机构买卖情况



资料来源: CFETS Idata, 国投证券研究中心

综上，3 月新增社融季节性回升，但高基数影响下社融增速延续回落，内部结构整体表现较为“平淡”。展望后续，需关注社融的“有利因子”和“不利因子”。前者是政府债券项在一季度拖累社融后，二季度受超长期特别国债发行影响，大概率对社融转为支撑，进而助力社融增速上行；后者是企业中长期贷款增速短暂“企稳”后再度下行，从“企业信贷周期”提供的线索来看，后续仍有下行可能性。不过随着后续高基数效应消退，二季度社融增速温和回升的可能性较大。

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034