

社融结构改变

核心观点:

3月社会融资4.87万亿元(wind一致预期4.1万亿),对实体发放人民币贷款3.29万亿元(wind一致预期3.0万亿),两者均超出市场预期。市场在投放节奏重回到由实体融资需求主导,平滑传统大小月波动的背景下降低了对于3月社融高增的期待。

我们认为3月社融数据同比少增并不能简单直译为社融偏弱,金融对实体经济支持力度一般。主要来自社融节奏变化带来的影响。

3月社融数据延续今年以来的新特征:

1.社融同比少增,但是结构有亮点,表外融资和直接融资明显改善。社融同比少增主要源于人民币贷款和政府债券融资的减少。但信托贷款和企业债券融资上行速度加快,未贴现银行承兑汇票同比多增。在传统的表内贷款偏弱的情况下,部分资金在出表。直接融资在逐步放量。政府债券融资受发行节奏影响偏弱。

2.贷款增速下行,居民强于预期,企业中长期贷款增速下行。贷款增速继续下行,居民短期贷款明显改善,可能是由于3月汽车销售数据较好,且前2个月居民短贷负增长,在3月集中释放。3月份高频数据显示30大中城市商品房销售同比下行约44%,居民中长贷改善的持续性有待观察。企业贷款保持平稳,企业中长期贷款增速下行,3月挖掘机开工小时数同比下降10.8%。政府项目投资进入企业存在时滞。房地产商贷款改善是积极信号,房地产融资协调机制正在逐步发挥作用。

3.M1增速下行受M0下行拉动,企业资金活化程度边际改善。M2增速则受非银存款负增长带动。3月M0增速环比下行1.5个百分点,企业活期存款增速环比上行。3月的BCI企业销售、利润前瞻指数上行。本月M1下行并不能说明企业预期转弱,企业资金活化程度边际改善,但增速仍在负值区间,需要保持观察。

社融结构和数量变化的影响:

1.2024年货币金融环境定调为“松紧适度”,明确2024年社融和M2的增速目标为略高于8%的水平。5%的国内生产总值增长和3%的居民消费价格涨幅目标,对应的与其相匹配的社融和M2增速可能是略高于8%的水平。央行在近期的国新办新闻发布会上强调目前社融和M2的增速“总体看是不低的,与前面讲的预期增长目标是相匹配的,依然体现了货币政策的逆周期调节”。3月M2下行至8.3%的水平,属于略高于8%的较合意范围,后续需密切关注M2增速变化,如果继续下行接近或者低于8%,可能会带来货币政策工具的操作。

2.信贷供需新规律背景下,社融和信贷未来差距加大。减少对信贷的过分依赖,社融将是更有效的指标。盘活低效占用的金融资源并不体现在信贷增量,但金融依然对实体经济有支撑作用。直接融资将对信贷产生良性替代,占比将逐步提升。政府融资偏缓,但2季度节奏会逐步加快,带动社融增速上行。

3.未来一个季度货币可能呈现中性偏松。1季度货币政策委员会例会强调“逆周期调节”,未提及“跨周期调节”。近期1年期同业存单发行利率突破2023年8月的最低点创新低,第一财经金融条件指数进入2月以来明显低于2023年水平。货币在未来一个季度可能呈现中性偏松的状态。

--2024年3月金融数据解读

分析师

章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行不及预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

2024年4月12日，央行发布2024年3月金融数据。3月社会融资4.87万亿元（wind一致预期4.1万亿元），超出市场预期，同比-5142亿元。

3月新增社融4.87万亿，同比少增5142亿元，其中政府融资4642亿元，同比-1373亿元；对实体经济发放的人民币贷款3.29万亿元，同比-6561亿元；未贴现的银行承兑汇票增加3552亿元，同比多增1760亿元；企业债券净融资4608亿元，同比多增1251亿元。同比少增主要来自对实体经济发放的人民币贷款和政府融资。

3月金融机构新增人民币贷款3.09万亿元，同比少增8000亿元。其中居民贷款9406亿元，其中短贷4980亿元，中长贷4516亿元；企业贷款2.34万亿元，其中短贷9800亿元，中长贷1.6万亿元，票据融资-2500亿元。

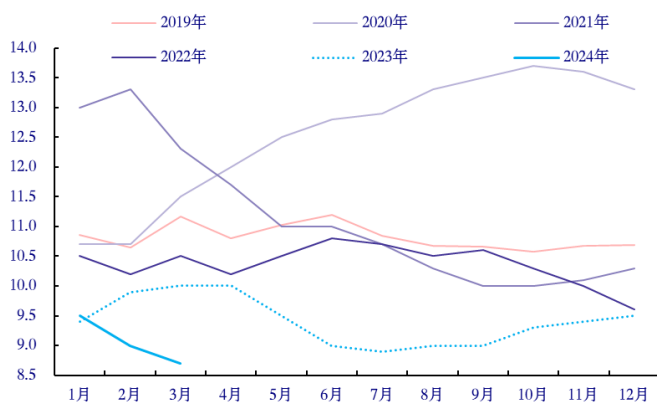
社融增速为8.7%，环比下滑0.3pct，增速继续放缓。M1同比增长1.1%，环比下滑0.1pct；M2同比增长8.3%，环比下滑0.4pct。

一、社融增速下行，结构改善

3月新增社融4.87万亿元，同比少增，但结构改善。3月社融同比少增5142亿元，主要来自对实体信贷同比少增6561亿元，政府债券净融资额同比少增1373亿元。表外融资和直接融资明显改善。

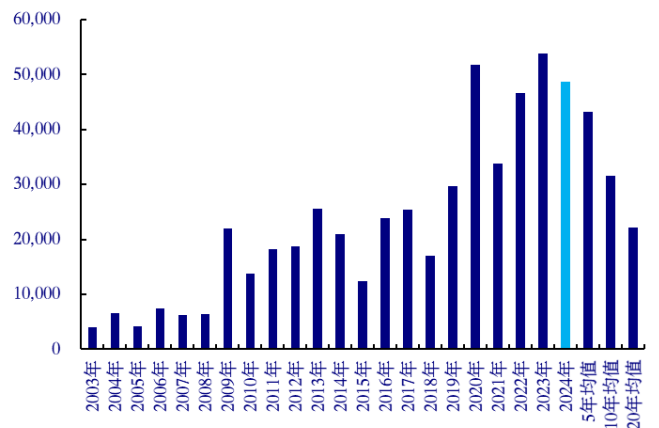
一季度社融同比少增可能有3个原因：1、高基数；2、信贷供给可能偏紧。3、地方政府专项债发行节奏偏慢。

图1：社会存量增速（%）



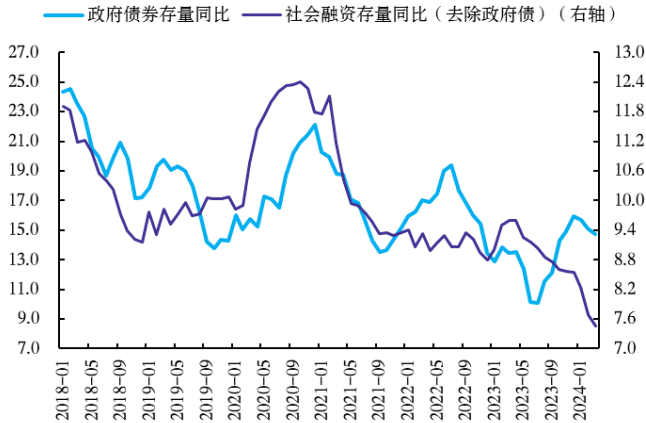
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：历史同期3月新增社融（亿元）



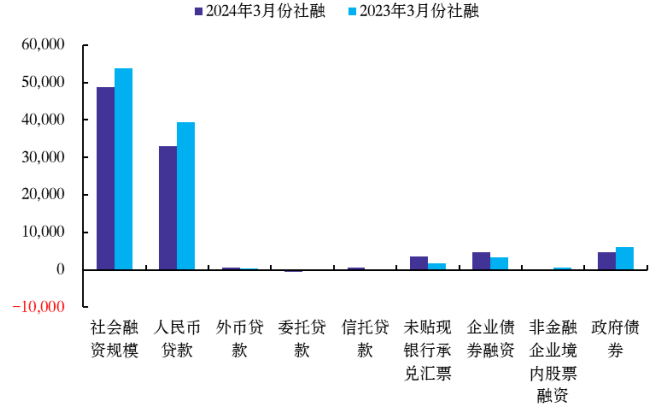
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：社融增速（去除政府融资）和政府融资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：3月社融各部门新增（亿元）

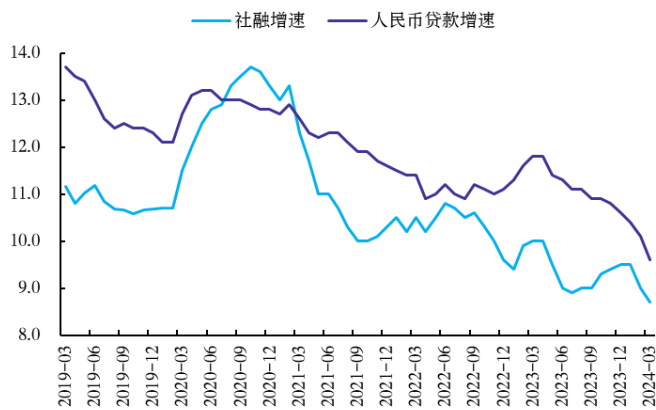


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（一）贷款增速持续回落

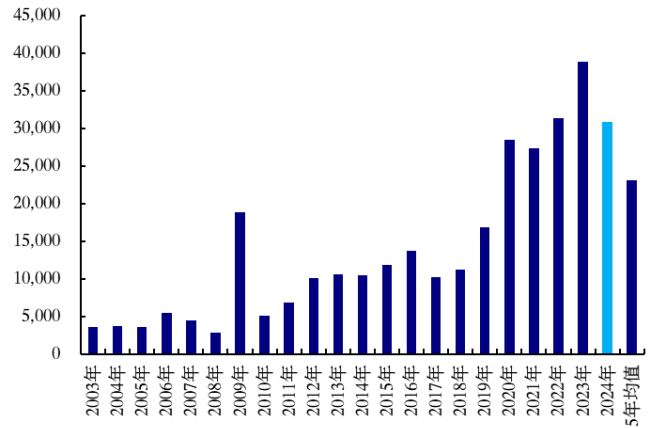
3月金融机构人民币贷款余额同比增长9.6%，贷款增速继续回落，比2月增速回落0.5pct。部分由于基数高，2023年3月金融机构新增人民币贷款3.9万亿创历史新高，这包含了银行季末冲刺和疫情防控转段等因素的综合影响，远高于历史均值。但2024年这两个因素的影响均减弱，近期央行多次强调平滑大小月波动，银行季末冲刺的意愿弱于去年。3月实体信贷同比少增6561亿元，金融机构人民币贷款同比少增8000亿元，两者的差值主要是由于金融机构对非银行业金融机构的贷款同比少增1579亿元。

图5：社融和金融机构人民币贷款余额增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：历史同期3月金融机构新增人民币贷款（亿元）

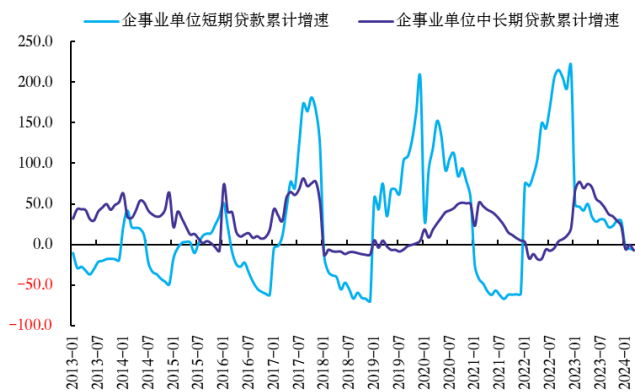


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

居民短贷环比改善。3月居民新增信贷9406亿元，同比少增3041亿元。其中短贷同比少增1186亿元，中长贷同比少增1832亿元。居民短期贷款明显改善，可能是由于3月汽车销售数据较好，且前2个月居民短贷负增长，在3月集中释放。3月份高频数据显示30大中城市商品房销售同比下行约44%，居民中长贷改善的持续性有待观察。

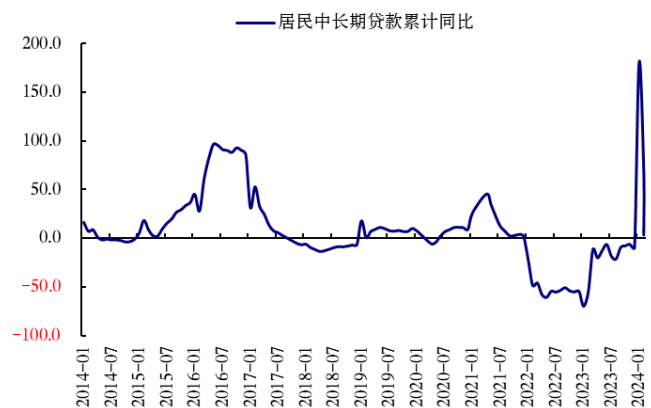
企业中长期信贷增速回落。3月企业新增信贷2.34万亿，同比少增3600亿元，其中票据融资同比多增2187亿元，短贷同比少增1015亿元，中长贷同比少增4700亿元。企业中长期贷款虽然同比小幅少增，主要是基数高的原因。2023年3月企业中长期贷款新增2万亿创历史新高，大幅高于历史同期水平，2019年-2022年3月的均值为1.1万亿。2024年3月企业中长期贷款虽然同比小幅少增，但依然表现较稳定。3月企业中长贷增速在2月短暂回升后再次回落，3月挖掘机开工小时数同比下降10.8%。政府项目投资进入企业存在时滞。房地产商贷款改善是积极信号，房地产融资协调机制正在逐步发挥作用，截至3月末，各地推送的“白名单”项目中，有1979个项目共获得银行授信4690.3亿元，1247个项目已获得贷款发放1554.1亿元，进度加快。

图7：企业短期和中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：居民中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 企业债券融资继续改善，化债背景下企业债券融资可能主要来自产业债

央行在2023年四季度的货币政策执行报告，首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，扩大直接融资，社融结构实现再平衡。3月企业债券融资净新增4608亿元，同比多增1251亿元，延续前2月的趋势。未来公司信用类债券和金融债券发行可能提速。一季度企业债券融资有所改善，可能部分是由于企业债券融资利率下行，融资成本降低推动企业采用债券融资的方式。根据公开披露数据，3月wind口径的城投债净融资额约-250亿元，化债背景下企业债券融资可能主要来自产业债。3月wind口径的产业债净融资额约2140亿元。

(三) 政府债券发行进度慢于去年，不再是社融同比多增的主要支撑

政府债券发行进度慢于去年，3月政府债券净融资4260亿元，融资同比少增1373亿元，不再是社融的主要支撑之一。

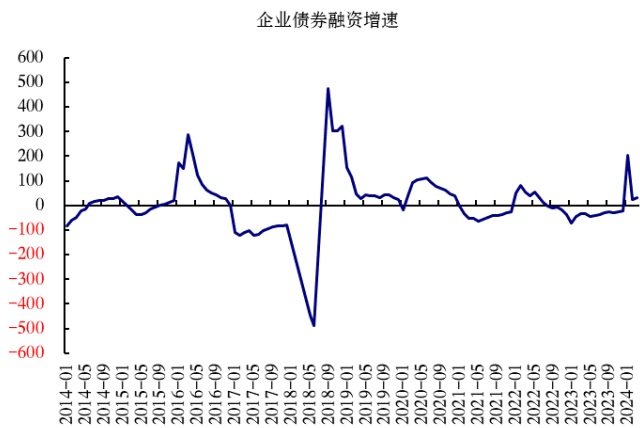
根据已公开披露的政府债券发行数据，3月政府债券发行量约1.58万亿，其中，国债发行量约9500亿，净融资额1412亿；地方政府债发行偏慢，3月发行量约6294亿元，净融资额2848亿元。其中地方新增专项债发行2308亿元，净融资额为642亿元，地方专项债发行进度偏慢。与化债相关的地方政府特殊再融资债券发行约462亿元，化债节奏延续放缓。

1 季度政府债券对社融的支撑作用较弱，2 季度政府债券的发行有可能提速，对社融形成重要支持，一方面 4 月份超长期特别国债可能启动发行，地方政府专项债也可能在二季度提速，其规模和进度需要保持观察。

(四) 表外融资同比多增，来自未贴现银行承兑汇票和信托融资同比改善

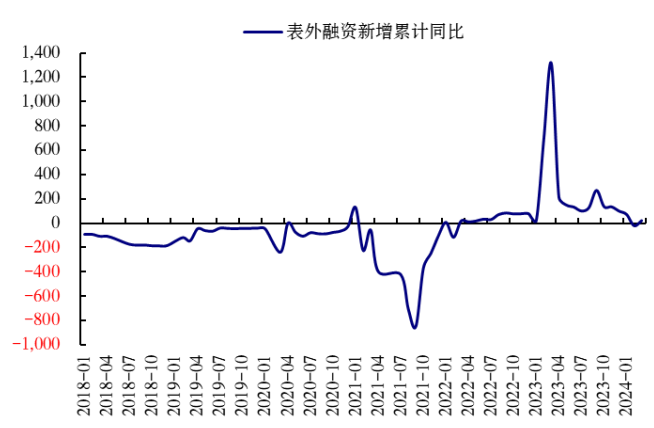
3 月表外融资 3768 亿元，同比多增 1846 亿元。同比多增主要来自于未贴现银行承兑汇票，同比多增 1760 亿元；信托贷款同比多增 725 亿元，委托投资同比少增 639 亿元。

图9：企业债券新增融资累计增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：表外融资新增累计增速（%）



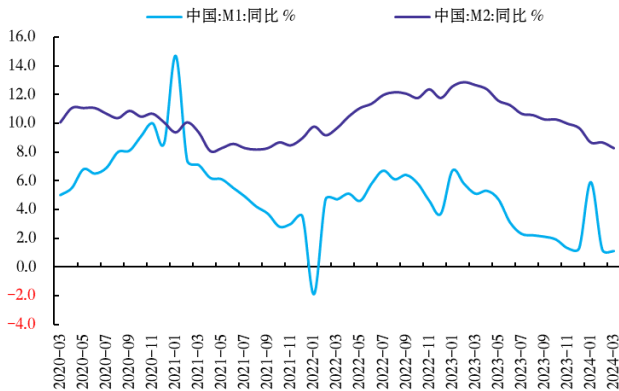
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、 M1、M2 增速回落

M1 增速在前两月出现大幅波动，1 月快速上行后，2 月快速回落，主要由于春节错位影响，2 月增速水平与去年 11、12 月相比并没有出现明显改变，这种波动在同样存在春节错位的 2021 年也出现过，但 3 月增速继续回落。3 月 M0 增速 11.0%，比 2 月下行 1.5 个百分点，M1 增速继续下行 0.1pct 至 1.1%，M1 增速下行主要是 M0 增速下行拉动的。企业活期存款环比 2 月增加 2.4 万亿元，增速环比上行。3 月的 BCI 企业销售、利润前瞻指数上行。本月 M1 快速下行并不能说明企业预期转弱，企业资金活化程度边际改善，但增速仍在负值区间，需要保持观察。

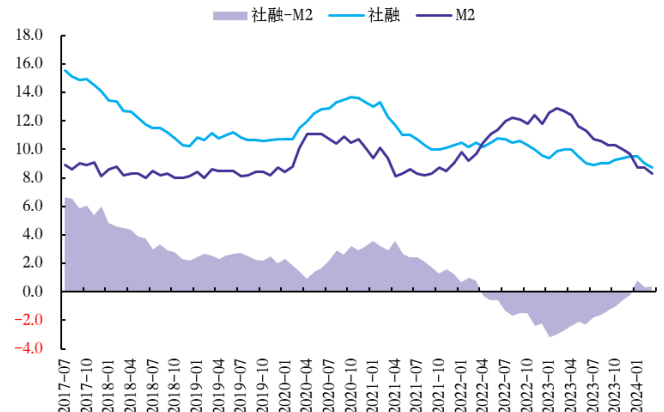
3 月份 M2 增速下行，非银存款在 2 月快速走高后在 3 月出现负增长。在防空转的背景下，M2 持续上行的动力需要居民和企业存款上行拉动。

图11: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 社融存量增速与 M2 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、 我们的判断：社融结构和数量变化的影响

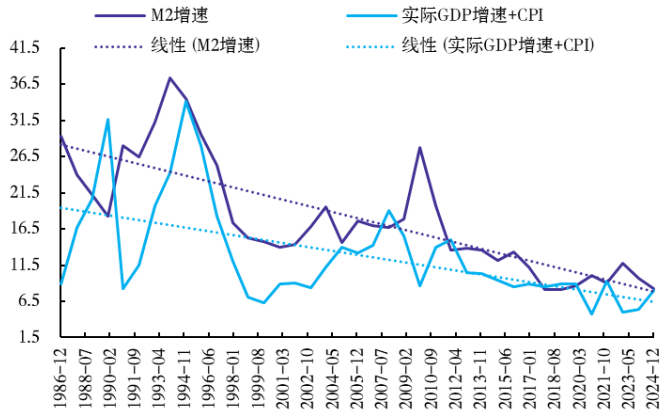
1. 2024 年货币金融环境定调为“松紧适度”，明确 2024 年社融和 M2 的增速目标为略高于 8% 的水平。5% 的国内生产总值增长和 3% 的居民消费价格涨幅目标，对应的与其相匹配的社融和 M2 增速可能是略高于 8% 的水平。央行在近期的国新办新闻发布会上强调目前社融和 M2 的增速“总体看是不低的，与前面讲的预期增长目标是相匹配的，依然体现了货币政策的逆周期调节”。3 月 M2 下行至 8.3% 的水平，属于略高于 8% 的较合意范围，后续需密切关注 M2 增速变化，如果继续下行接近或者低于 8%，可能会带来货币政策工具的操作。

2. 信贷供需新规的背景下，社融和信贷未来差距加大。减少对信贷的过分依赖，社融将是更有效的指标。盘活低效占用的金融资源并不体现在信贷增量，但金融依然对实体经济有支撑作用。直接融资将对信贷产生良性替代，占比将逐步提升。政府融资偏缓，但 2 季度节奏会逐步加快，带动社融增速上行。

3. 未来一个季度货币可能呈现中性偏松。1 季度货币政策委员会例会强调“逆周期调节”，未提及“跨周期调节”。近期 1 年期同业存单发行利率突破 2023 年 8 月的最低点创新低，第一财经金融条件指数进入 2 月以来明显低于 2023 年水平。货币在未来一个季度可能呈现中性偏松的状态。

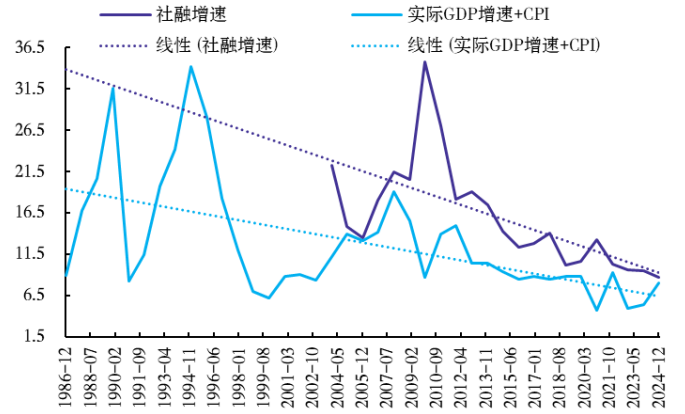
今年 1 季度的金融数据已部分反映信贷供需新规的政策框架。需要对社融预期进行修正。预计 2 季度社融增速上行，一方面政府融资可能在 2 季度提速给社融带来重要支撑；另一方面私人部门融资可能继续改善，有利因素包括前期财政政策 and PSL 逆周期发力将逐步体现带动企业部门融资，大规模设备更新也可能对企业融资带来积极拉动，同时房地产政策进一步优化和汽车等消费刺激政策对居民部门融资带来积极影响。

图13: M2 和 GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 社融和 GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 社会存量增速 (%)	2
图 2: 历史同期 3 月新增社融 (亿元)	2
图 3: 社融增速 (去除政府融资) 和政府融资增速 (%)	3
图 4: 3 月社融各部门新增 (亿元)	3
图 5: 社融和金融机构人民币贷款余额增速 (%)	3
图 6: 历史同期 3 月金融机构新增人民币贷款 (亿元)	3
图 7: 企业短期和中长期贷款增速 (%)	4
图 8: 居民中长期贷款增速 (%)	4
图 9: 企业债券新增融资累计增速 (%)	5
图 10: 表外融资新增累计增速 (%)	5
图 11: M1、M2 增速	6
图 12: 社融存量增速与 M2 增速 (%)	6
图 13: M2 和 GDP 增速 (%)	7
图 14: 社融和 GDP 增速 (%)	7

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚羚	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn