

2024年04月13日

人民币信贷低增的正反面

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁 (分析师)

沈美辰 (联系人)

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号: S0790522110002

证书编号: S0790122110036

事件: 3月社会融资规模增量为4.9万亿元,前值1.5万亿元;新增人民币贷款3.09万亿元,前值1.45万亿元。

● **人民币信贷:总量结构走弱,信贷节奏更趋均衡**

3月信贷总量增加30900亿元,同比少增8000亿元,居民和企业端贷款均同比少增。

居民新增贷款弱于季节性。3月居民贷款同比少增3041亿元。居民中长贷同比少增1832亿元、短贷同比少增1186亿。楼市销售低迷拖累居民中长期借贷意愿。**企业贷款同比少增,但强于季节性。**企业贷款同比少增3600亿元。企业中长贷、短贷分别同比少增4700、1015亿元。首先,化债背景下部分省市基建增量贷款或弱于2023年。其次,2023年企业信贷基数较高,与过去5年均值相比,3月企业贷款多增3608亿元。**2024年以来,企业信贷弱于2023但强于季节性的特点较为明显,或指向2024年监管指导信贷通过优化结构和投向提高效率。**

人民币信贷低增的正反面:积极方面在于,企业端信贷投放还能够满足实体需求。一则,信贷总量扩张放缓或是信贷均衡节奏的结果,当前企业信贷更像是2023年高速增长后的回调,回归2023年前的趋势增速。二则,金融资源逐渐向重点领域倾斜,新一轮设备更新将运用再贷款等拉动制造业中长期贷款。**但另一方面,地产深度调整带来的居民信贷收缩短期或难改善。**居民加杠杆意愿的回升或需要其他综合性宏观政策的配合。

● **社融:二季度政府债券或支撑社融增长**

3月社融新增4.87万亿元,同比少增5142亿元,社融存量增速下降0.3个百分点至8.7%。**人民币贷款、政府债券是社融的主要拖累项;二季度政府债券或支撑社融增长。**3月政府债券新增4642亿元,同比少增1373亿元。一季度政府债券发行节奏较缓,主要是地方政府债供给偏低。**地方债方面,**为满足基建项目需要,预计二季度开始专项债将发行将边际加速;而一般债或为了超长期国债的发行进行腾挪,预计净融资额或低于季节性水平。**国债方面,**历史上发行万亿特别国债(2020年6月;2023年11月)前,财政部倾向于加大国债供给(2020年5月;2023年9月),主要为避免集中发行做腾挪窗口。2024年1-2月国债发行高于季节性,或是为后续超长期债进行腾挪,预计超长期债发行更多集中在二季度。**若假设普通国债发行略低于季节性,超长期特别国债在二季度集中发行,则二季度国债净融资额或在1万亿左右,对社融将形成支撑。**企业债券方面,3月企业债券融资同比多增1251亿元,反映直接融资有所回升。

● **M1、M2增速下探,宽信用仍需宽货币**

M1增速下降0.1个百分点至1.1%、M2增速下降0.4个百分点至8.3%。居民存款高增长环比放缓,企业存款同比少增,财政支出力度温和。3月居民存款增加28300亿元,同比少增774亿元。居民存款高增长环比放缓。企业存款增长20725亿元,同比少增5330亿元。非银存款减少1500亿元,同比少增4550亿元。理财规模下降或导致非银存款降低。财政存款同比小幅少减,3月财政支出力度较温和。

M1增速下行验证企业经营活跃度仍在磨底,与反映实体需求的居民中长贷、企业短贷等同时走弱。大规模设备更新、支持重大项目万亿国债尚待落地,实际需求回升还需时间。**M2走低反映信贷、政府净支出等对广义货币派生较弱,分项看居民和企业存款增长均放缓。**

一季度金融数据表现平平,信用端扩张受地产、部分地区化债等因素制约,以及监管有意控制节奏均衡;社融增速承压还有政府债发行偏慢的影响。**向后看,预计影响因素将逐步转向,随着政策落地时滞缩小,万亿国债即将启动发行、制造业设备更新和消费以旧换新的货币财政支持启动,融资需求有望进一步稳固。****货币政策方面,宽财政、宽信用仍需宽货币配合,我们认为二季度降准释放流动性的概率较高。**而在央行“关注长期收益率变化”和汇率的掣肘下,下调政策利率的可能性相对减弱。

● **风险提示:** 政策执行力度不及预期,经济超预期下行。

相关研究报告

《核心 CPI 背后的消费韧性来源——宏观经济点评》-2024.4.11

《美联储 2024 年可能不降息 ——美国 3 月 CPI 点评》-2024.4.11

《央行指出关注长期收益率的变化——宏观周报》-2024.4.7

目 录

1、 人民币信贷：总量结构走弱，信贷节奏更趋均衡.....	3
2、 社融：二季度政府债券或支撑社融增长.....	4
3、 M1、M2 增速下探，宽信用仍需宽货币	5
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： 3 月企业和居民贷款同比少增	3
图 2： 2022 年 9 月后企业中长贷超季节性增长.....	3
图 3： 3 月社融总量较 2023 年小幅少增	4
图 4： 3 月社融存量增速继续下降	4
图 5： 2024 年 1-2 月国债净融资额高于季节性	5
图 6： 二季度地方政府债净融资额或在 5-6 月放量	5
图 7： 2024 年 3 月企业存款同比大幅减少	6
图 8： 3 月 M2 增速创 2022 年以来新低.....	6

1、人民币信贷：总量结构走弱，信贷节奏更趋均衡

3月信贷总量增加30900亿元，同比少增8000亿元，居民和企业端贷款均同比少增。

居民新增贷款弱于季节性。3月居民贷款新增9406亿元，同比少增3041亿元。其中居民中长贷同比少增1832亿元、短贷同比少增1186亿元。楼市销售低迷拖累居民中长期借贷意愿。尽管居民贷款同比少增幅度较2月有所收窄，但居民贷款走弱还是反映出当前居民收入预期和信心仍待改善，需求仍待提振。

企业贷款同比少增，但强于季节性。企业贷款新增23400亿元，同比少增3600亿元。企业中长贷、短贷分别同比少增4700、1015亿元。首先，部分省市基建增量贷款或弱于2023年。其次，2023年企业信贷基数较高，与过去5年均值相比，3月企业贷款多增3608亿元。2024年以来，企业信贷弱于2023但强于季节性的特点较为明显，或指向2024年监管指导信贷通过优化结构和投向提高效率。2023年四季度货币政策执行报告指出“加强信贷均衡投放”，“优化新增贷款投向、推动必要的市场化出清”。2024年一季度企业贷款投放更加均衡、减弱了“靠前发力”、“开门红”的力度，与央行的要求相适应。**票据方面**，3月表内票据同比少减2187亿元，但依旧低于季节性水平。票据利率在月末趋于下降，3月总体冲票现象并不严重。非银贷款同比多减1579亿元。

人民币信贷的低增需要担忧吗？积极方面在于，企业端信贷投放或能够满足实体需求。一则，信贷总量扩张放缓或是信贷均衡节奏的结果，当前企业信贷更像是2023年高速增长后的回调，回归2023年前的趋势增速。二则，金融资源逐渐向重点领域倾斜，新一轮设备更新将运用再贷款等拉动制造业中长期贷款。3月《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》指出，用再贷款政策工具，引导金融机构加强对设备更新和技术改造的支持；发挥扩大制造业中长期贷款投放工作机制作用；引导银行机构合理增加绿色信贷等。“五篇大文章”将是当下及未来信贷金融工作的重心。具体看，央行设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款，可类比2022年9月设备更新改造专项再贷款积极引导中长期制造业贷款投放，后续制造业贷款有望加大对企业信贷的支撑。但另一方面，地产深度调整带来的居民信贷收缩短期或难改善。居民加杠杆意愿的回升或需要其他综合性宏观政策的配合。

图1：3月企业和居民贷款同比少增

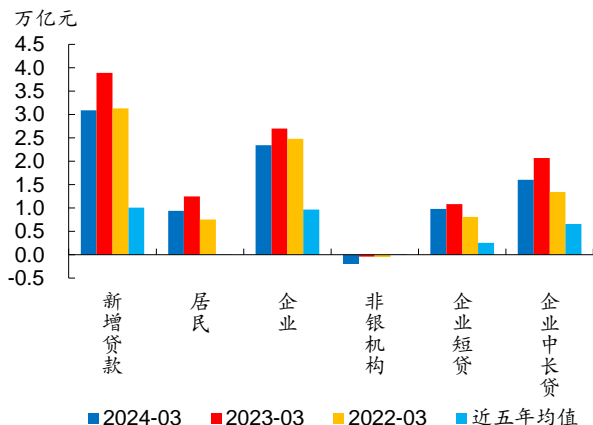
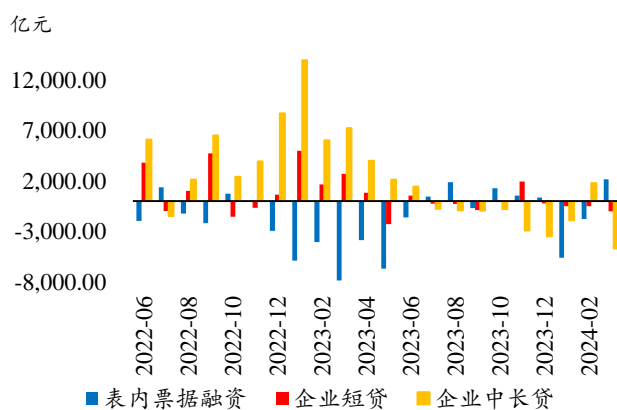


图2：2022年9-12月企业中长贷超季节性增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

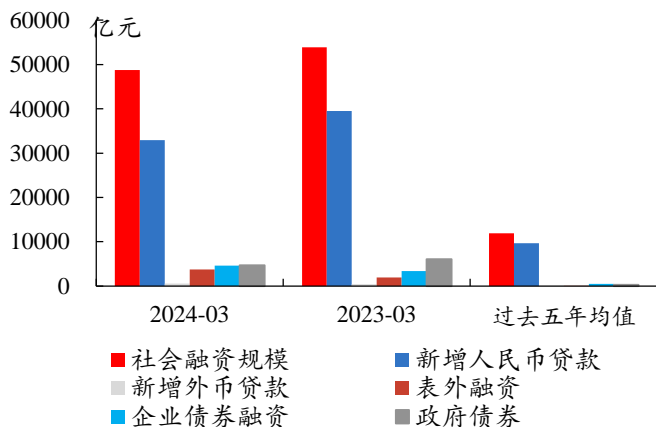
2、社融：二季度政府债券或支撑社融增长

3月社融新增4.87万亿元，同比少增5142亿元，社融存量增速下降0.3个百分点至8.7%。

人民币贷款、政府债券是社融的主要拖累项；二季度政府债券或支撑社融增长。社融口径人民币贷款新增3.3万亿，同比少增6561亿元，其中居民和企业贷款均同比少增。3月**政府债券**新增4642亿元，同比少增1373亿元。一季度政府债券发行节奏较缓，主要是地方政府债供给偏低。**地方债**方面，为满足基建项目需要，预计二季度开始专项债发行将边际加速；而一般债或为了超长期国债的发行进行腾挪，预计净融资额或低于季节性水平。**国债**方面，历史上发行万亿特别国债（2020年6月；2023年11月）前，财政部倾向于加大国债供给（2020年5月；2023年9月），主要为避免集中发行做腾挪窗口。2024年1-2月国债发行高于季节性，或是为后续超长债进行腾挪，预计超长债发行更多集中在二季度。根据国债净融资额季节性，历史上二季度发行量普遍高于一季度，净融资额约占全年23%。2024年国债净融资额规模约为4.3万亿元（包括超长期特别国债），若假设普通国债发行略低于季节性，超长期特别国债在二季度集中发行，则二季度国债净融资额或在1万亿左右，对社融将形成支撑。

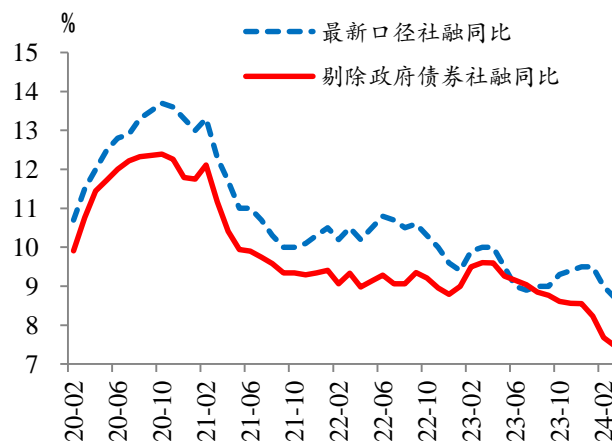
企业债券方面，3月企业债券融资同比多增1251亿元，反映直接融资有所回升。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票同比多增1760亿元，反映企业开票行为增加，企业经营活跃度或边际改善。信托贷款同比小幅多增，委托贷款同比少增。

图3：3月社融总量较2023年小幅少增



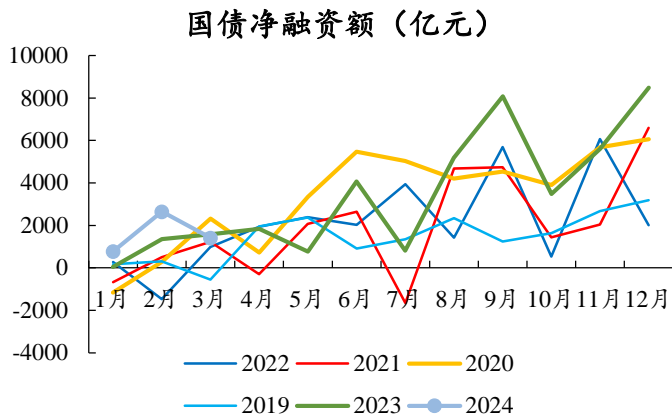
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：过去五年均值为春节在2月的2016/2018/2019/2021/2022年均值

图4：3月社融存量增速继续下降



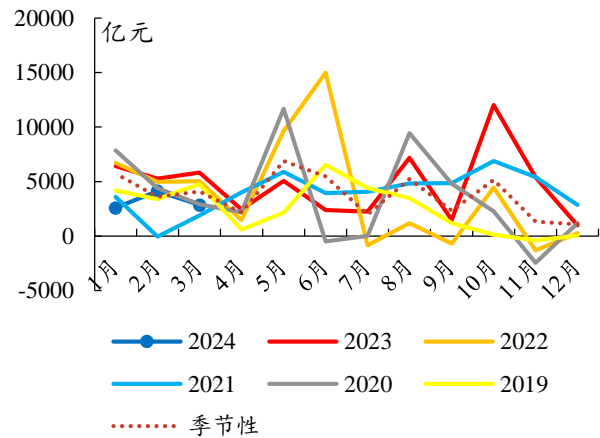
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年1-2月国债净融资额高于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：二季度地方政府债净融资额或在5-6月放量



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、M1、M2 增速下探，宽信用仍需宽货币

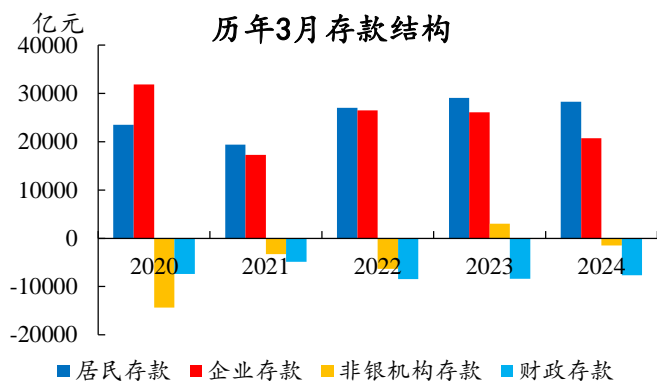
M1 增速下降 0.1 个百分点至 1.1%、M2 增速下降 0.4 个百分点至 8.3%。

居民存款高增长环比放缓，企业存款同比少增，财政支出力度温和。3月居民存款增加28300亿元，同比少增774亿元。居民存款高增长环比放缓。企业存款增加20725亿元，同比少增5330亿元。非银存款减少1500亿元，同比少增4550亿元。理财规模下降或导致非银存款降低。财政存款同比小幅少减751亿元，3月财政支出力度较温和。

M1 增速下行验证企业经营活跃度仍在磨底，与反映实体需求的居民中长贷、企业短贷等同时走弱。大规模设备更新、支持重大项目万亿国债尚待落地，实际需求回升还需时间。M2 走低反映信贷、政府净支出等对广义货币派生较弱，分项看居民和企业存款增长均放缓。

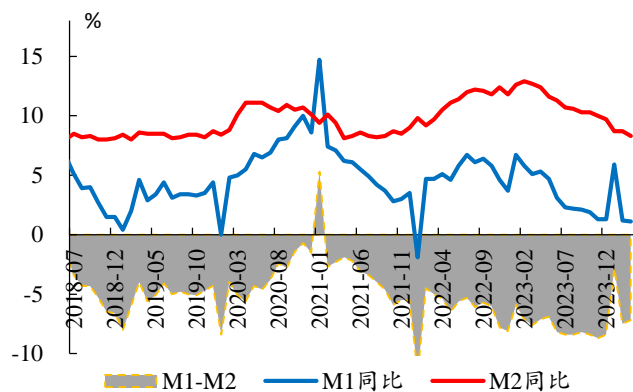
一季度金融数据表现平平，信用端扩张受地产、部分地区化债等因素制约，以及监管有意控制节奏均衡；社融增速承压还有政府债发行偏慢的影响。向后看，预计影响因素将逐步转向，随着政策落地时滞缩小，万亿国债即将启动发行、制造业设备更新和消费以旧换新的货币财政支持启动，融资需求有望进一步稳固。货币政策方面，宽财政、宽信用仍需宽货币配合，我们认为二季度降准释放流动性的概率较高。而在央行“关注长期收益率变化”和汇率的掣肘下，下调政策利率的可能性相对减弱。

图7：2024年3月企业存款同比大幅减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：3月M2增速创2022年以来新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn