

“灰犀牛”近身，企业借贷意愿亦开始降温

事件点评

金融数据速评（2024.3）

投资要点

- ◆ **3月新增信贷同比大幅少增，主因企业中长贷迅速降温，反映房地产、地方债务风险化解加速背景下，企业投资意愿有所下滑。**3月新增信贷3.09万亿，同比少增约8000亿，少增幅度较2月扩大。结构性特征包括：1）企业中长贷大幅降温，单月新增1.6万亿，同比少增达4700亿左右，显示在房地产市场风险和地方债务风险化解加速的背景下，企业普遍呈现出投资意愿有所下滑的情绪。2）居民户贷款同比继续少增，指向居民自23Q1疫情缓和集中释放购房需求的短暂高峰之后，购房意愿持续相对低迷，至今尚未有明确的见底重新加杠杆迹象。总体上，在2月已经呈现信用需求乏力的初步迹象后，3月数据从企业中长贷一端强化了这种感受。
- ◆ **新增社融持续同比少增，除贷款外主要拖累因素是地方债务风险化解加速背景下专项债发行速度偏慢，预计二季度起中央政府债务融资加速，有望支撑社融。**3月新增社融4.87万亿，同比少增约5000亿，少增幅度较2月有所收窄。社融存量同比增速进一步下行0.3个百分点至8.7%，广义信用扩张延续放缓态势。其中最大的拖累因素是对实体经济贷款，除贷款外，政府债券融资同比少增约1400亿，显示在地方债务风险化解加速、年初中西多个省份基建项目停建缓建的要求下，一季度地方债发行速度偏慢；预计4月之后国债、特别国债等中央政府债务发行行将加速，有望对未来几个月社融形成支撑。社融口径表外融资三大类别合计、企业债券融资同比分别小幅多增，但不改企业投资意愿有所下滑的方向。
- ◆ **财政透支阶段结束，贷款拖累存款效应显现，M2增速降至近两年半低位。**3月M2同比增速下行0.4个百分点至8.3%，主要是两个原因：1）连续两个月新增贷款降温导致的存款少增效应开始集中体现，企业和居民存款同比分别少增5000多亿和近800亿，非银存款也大幅降温，同比少增4500多亿。2）财政透支存款所带来的基础货币多增效应消退，3月财政存款同比少减约750亿。二季度开始政府债务融资预计将连续提升，从而财政存量资金透支对M2增速的支撑作用行将消退，如果信用需求仍然疲弱，M2下行趋势或将难以扭转。因M1波动受购房预售款影响较大，房地产市场持续深度调整过程中M1的低迷状态恐难以迅速改观。
- ◆ **继2月居民贷款需求大幅收缩之后，3月与地方债务风险密切关联的企业中长贷也开始降温，连续两个月信贷的疲弱表现持续显示央行担忧的信贷收缩“灰犀牛”正在加速靠近。**展望未来，一方面在内生性的企业和居民杠杆融资需求降温背景下，货币政策操作目标将在“盘活存量”的导向下逐步从主动刺激向积极配合的方向调整，海外流动性如持续呈现近期的“美鹰欧鸽”背离加剧导致的美元指数上冲，可能令人民币被动贬值压力增加，对我国货币政策偏松操作的掣肘效应可能大于市场预期；另一方面，中央政府已经计划在一般公共预算和政府性基金预算账本中同步开启新一轮财政扩张以一定程度上替代受地方债务风险加快化解所抑制的地方杠杆融资需求是相当必要的，中央广义财政是今年新增有效投资和消费需求的重要最终资金来源，相关措施安排如合理贯彻实施，将起到内需可持续增长的良好效果，财政扩张并不一定意味着主权信用风险的提升，扩张措施的去向和效率才是关键评判标准。我们维持9月降准50BP、9-12月下调1Y LPR/MLF利率30BP、年内5Y LPR和7天逆回购利率维持不变的预测。这一幅度力度的宽松操作已经是合理的、主动配合性的，不宜期待更多，债市前期利率下行过快或已积累一定市场风险，经济结构和政策结构潜移默化但不可逆的长期变化亟需持续关注。
- ◆ **风险提示：**信用扩张快速放缓、货币宽松配合财政扩张力度不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

核心CPI节后回落，幅度合理么？——CPI、PPI点评（2024.3） 2024.4.11

“二次通胀”山雨欲来——美国CPI点评（2024.3） 2024.4.11

金价创历史新高，市场在交易什么？ 2024.4.10

美国就业再度走强，中美央行边际转鹰——中美货币政策专题报告暨双循环周报（第52期） 2024.4.6

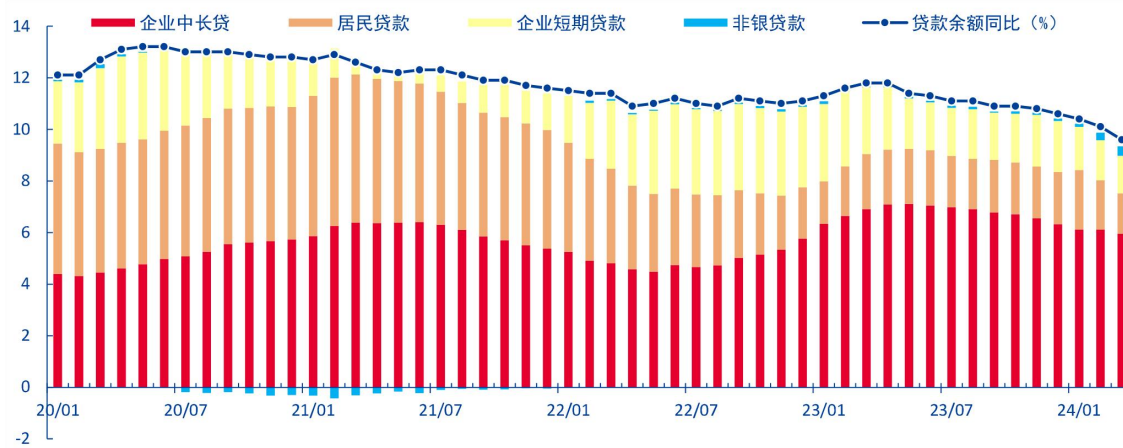
美国PMI上冲为何令降息预期推迟？薪资！——美国PMI点评（2024.3） 2024.4.2



一、3月新增信贷同比大幅少增，主因企业中长贷迅速降温，反映房地产、地方债务风险化解加速背景下，企业投资意愿有所下滑。

3月新增信贷3.09万亿，同比少增约8000亿，少增幅度较2月扩大。结构上呈现三点特征：1) 企业中长贷大幅降温，单月新增1.6万亿，同比少增达4700亿左右，当然我们也应考虑到23Q1疫情大幅缓和后企业投资和借贷意愿出现爆发性峰值，但3月的迅速转冷仍然显示在房地产市场风险和地方债务风险化解加速的背景下，企业普遍呈现出投资意愿有所下滑的情绪。2) 居民户贷款同比也继续少增，居民短贷、中长贷3月分别新增4908亿、4516亿，同比合计少增约3000亿，指向居民自23Q1疫情缓和集中释放购房需求的短暂高峰之后，购房意愿持续相对低迷，至今尚未有明确的见底重新加杠杆迹象，居民相对谨慎的购房需求释放节奏也构成当前房地产市场持续调整的最大决定性因素。3) 非银金融机构贷款当月减少近2000亿，显示作为过桥性资金渠道的非银金融机构确实不会成为可持续的信贷多增的最终来源。总体上，在2月已经呈现出信用需求增长乏力的初步迹象之后，3月数据从企业中长贷一端强化了这种感受。

图1：贷款余额同比及贡献结构（%）

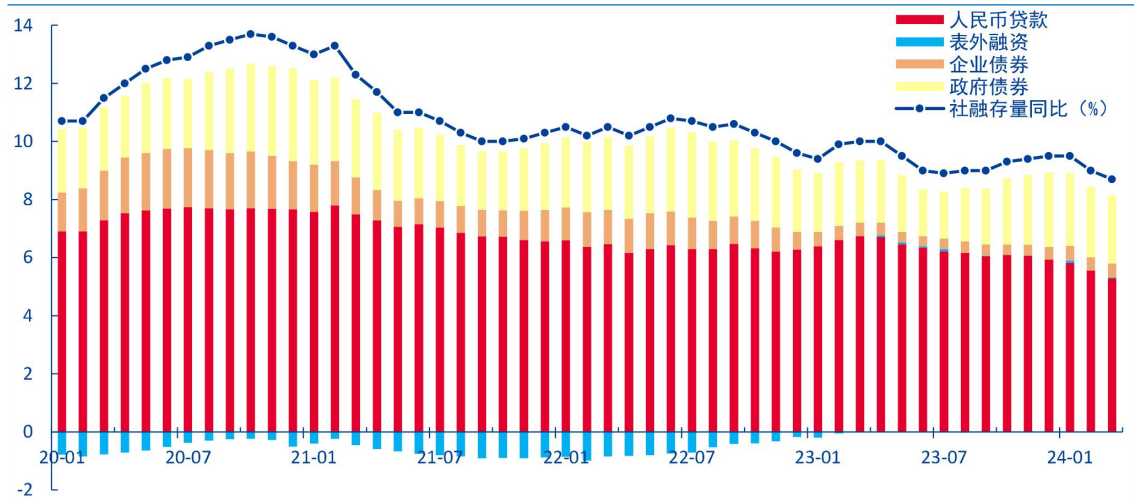


资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、新增社融持续同比少增，除贷款外主要拖累因素是地方债务风险化解加速背景下专项债发行速度偏慢，预计二季度起中央政府债务融资加速，有望支撑社融。

3月新增社融4.87万亿，同比少增约5000亿，少增幅度较2月有所收窄。社融存量同比增速进一步下行0.3个百分点至8.7%，广义信用扩张延续放缓态势。其中最大的拖累因素是对实体经济贷款，3月同比少增超过6500亿，与上文第一部分分析一致。除贷款外，政府债券融资同比少增约1400亿，为连续第3个月少增，显示在地方债务风险化解加速、年初中西多个省份基建项目停建缓建的要求下，一季度地方债发行速度偏慢；今年财政预算债务融资格局较为积极，结构上以中央政府债务融资大幅扩张为主要特点，预计4月之后国债、特别国债等中央政府债务发行行将加速，有望对未来几个月社融形成支撑。社融口径表外融资三大类别合计、企业债券融资同比分别小幅多增约1800亿、约1250亿，但与企业贷款同比少增幅度相比仍然较小，仍不改企业投资意愿有所下滑的方向。

图 2: 社融存量同比及贡献结构 (%)

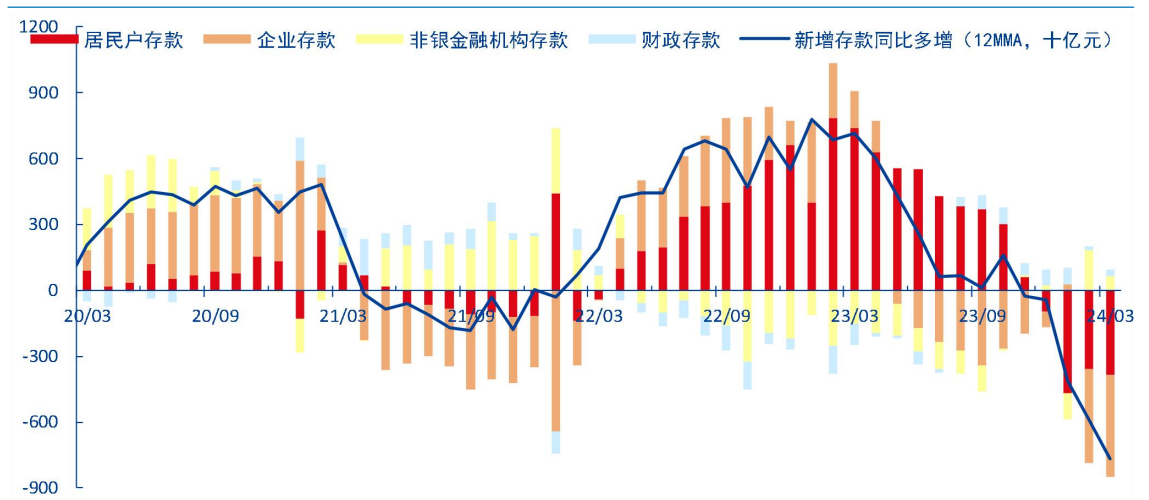


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、财政透支阶段结束，贷款拖累存款效应显现，M2 增速降至近两年半低位。

3 月 M2 同比增速下行 0.4 个百分点至 8.3%，创近 30 个月最低水平，原因主要是两个方面：1) 贷款创造存款，连续两个月新增贷款降温导致的存款少增效应开始集中体现，企业和居民存款同比分别少增 5000 多亿和近 800 亿，2 月一度因一些暂时性因素走强的非银存款也大幅降温，由同比大幅多增转为同比少增 4500 多亿。2) 2 月支撑 M2 增速未随贷款下降的财政透支存款所带来的基础货币多增效应消退，3 月财政存款同比少减约 750 亿，而 2 月同比多减超过 8000 亿。随着两会确定了一个颇具扩张性的政府债务融资规模格局，二季度开始政府债务融资预计将连续提升，从而财政存量资金透支对 M2 增速的支撑作用行将消退，如果信用需求仍然疲弱，M2 下行趋势或将难以扭转。M1 同比低位再度小幅下行 0.1 个百分点至 1.1%，因 M1 波动受购房预售款影响较大，房地产市场持续深度调整过程中 M1 的低迷状态恐难以迅速改观。

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn)

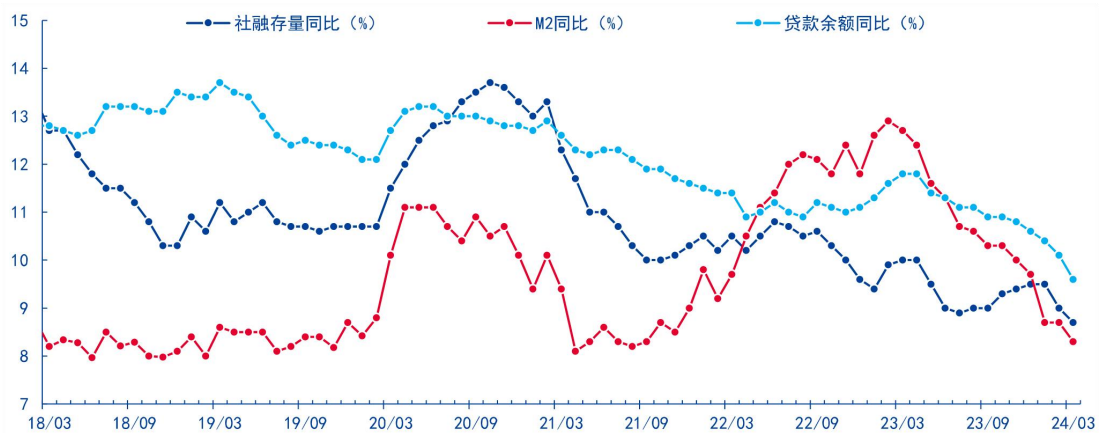


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、继 2 月与房地产市场风险高度相关的居民贷款需求大幅收缩之后，3 月与地方债务风险密切关联的企业中长贷也开始降温，连续两个月信贷的疲弱表现持续显示央行担忧的信贷收缩“灰犀牛”正在加速靠近。展望未来一段时间，一方面在内生性的企业和居民杠杆融资需求降温背景下，货币政策操作目标将在“盘活存量”的导向下逐步从主动刺激向积极配合的方向调

整，海外流动性如持续呈现近期的“美鹰欧鸽”背离加剧导致的美元指数上冲，可能令人民币被动贬值压力增加，对我国货币政策偏松操作的掣肘效应可能大于市场预期；另一方面，中央政府已经计划在一般公共预算和政府性基金预算账本中同步开启新一轮财政扩张以一定程度上替代受地方债务风险加快化解所抑制的地方杠杆融资需求是相当必要的，中央广义财政是今年新增有效投资和消费需求的重要最终资金来源，相关措施安排如合理贯彻实施，将起到内需可持续增长的良好效果，财政扩张并不一定意味着主权信用风险的提升，扩张措施的去向和效率才是关键评判标准。我们维持 9 月降准 50BP、9-12 月下调 1Y LPR/MLF 利率 30BP、年内 5Y LPR 和 7 天逆回购利率维持不变的预测。这一幅度力度的宽松操作已经是合理的、主动配合性的，不宜期待更多，债市前期利率下行过快或已积累一定市场风险，经济结构和政策结构潜移默化但不可逆的长期变化亟需持续关注。

图 4：M2、社融存量、贷款余额同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：信用扩张快速放缓、货币宽松配合财政扩张力度不及预期风险。

分析师声明

秦泰声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com