

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理  
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 存款结束快速增长

2024年4月14日

- **社融总量较稳,或印证信贷重“质”。**相比去年同期,今年3月社会融资规模增量略有回落,社融存量同比也在回落,但实际上新增社融绝对值处于历史较高水平。社融Q1增量虽不及2023年同期,但仍处于历史较高水平,这显示社融的实际增量并不低。我们认为,在总量工具与结构性工具之间,后续或会更加体现出对后者的侧重。而社融、信贷同比少增背后,或指向更加注重盘活存量,也印证信贷投放或更侧重“质”。
- **信贷边际改善或体现在企业中长贷上。**结构上看,信贷边际改善或更多体现在企业中长贷上面。尽管企业贷款同比少增,但企业中长贷新增量高于近5年的均值水平。大行数据也显示,绿色贷款、普惠小微贷款、制造业中长期贷款余额同比增速均保持在20%至30%左右的高位。我们认为,企业投放或正在向企业中长贷靠拢,后续信贷投放或更侧重制造业重点领域。对比之下,商品房成交低迷压制居民中长期信贷,购房意愿仍待提振。
- **存款已结束快速增长。**我们认为,在信贷延续均衡、平滑思路之下,存款也有值得关注的信号——存款增长已下探至疫情均值。在疫情以来的四年内,存款经历了两轮快速增长。一轮被动和预防性储蓄,一轮主动性储蓄。但自去年3月起,存款增速进入下行通道,截至今年3月,存款增速已向下跌破疫情前均值水平。分部门来看,居民和企业两大部门Q1也实现同比少增。
- **风险因素:**国内政策力度不及预期,美联储超预期紧缩,地缘政治风险等。

## 目录

一、社融总量较稳，或印证信贷重“质” .....	3
二、信贷边际改善或体现在企业中长贷上 .....	4
三、存款已结束快速增长 .....	6
风险因素 .....	8

## 图目录

图 1: 社融存量增速回落至 8.7% .....	3
图 2: 3 月新增社会融资规模及分项数据 .....	4
图 3: 今年 3 月 30 城商品房成交面积逐步上升，但仍弱于去年同期 .....	5
图 4: 新增居民中长期贷款仍偏弱 .....	5
图 5: 3 月新增人民币贷款及分项数据 .....	6
图 6: 存款增速跌破疫情前均值水平 .....	7
图 7: 3 月新增人民币存款及分项数据 .....	7
图 8: Q1 企业新增存款较去年同期回落较多 .....	8
图 9: Q1 居民存款同比少增 .....	8

## 事件:

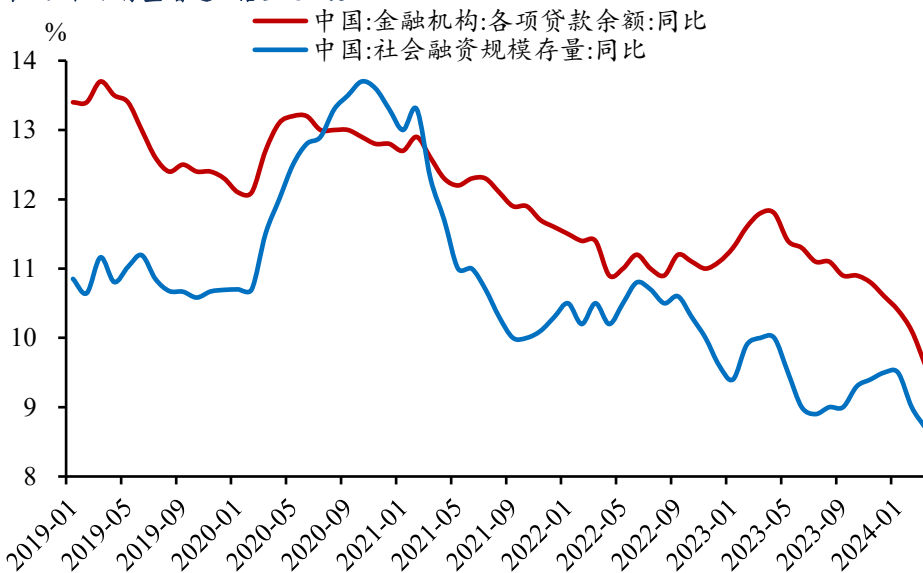
2024年4月12日,央行公布3月金融数据:新增人民币贷款3.09万亿元,预期3.70万亿元,前值1.45万亿元。新增社会融资规模4.87万亿元,预期4.70万亿元,前值1.56万亿元。M2同比增长8.3%,预期8.7%,前值8.7%。

## 一、社融总量较稳,或印证信贷重“质”

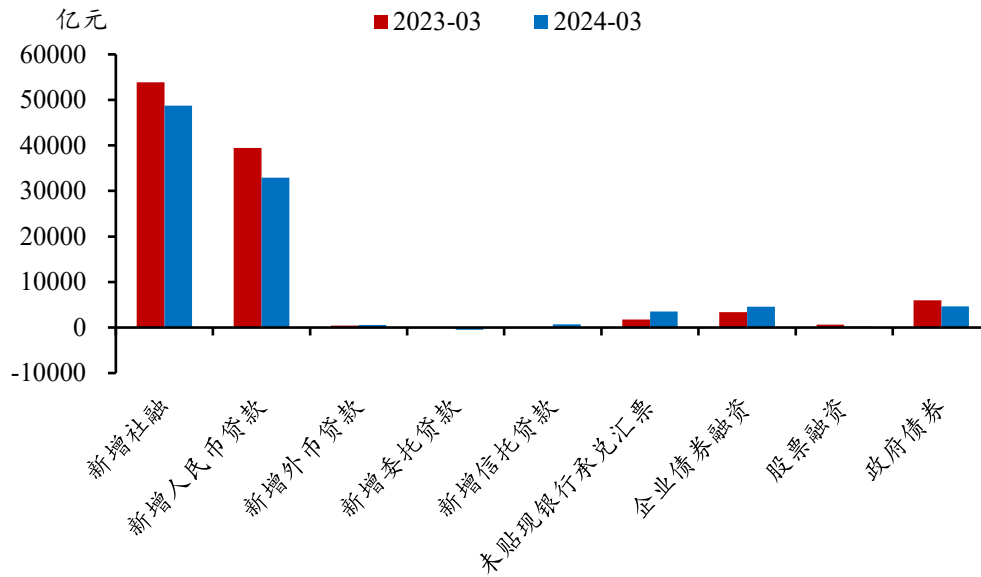
**社融新增量和存量增速回落,但绝对值较高。**3月新增社融4.87万亿元,同比少增5142亿元(图2)。相比去年同期,今年3月社会融资规模增量略有回落,但实际上新增社融绝对值处于历史同期较高水平。3月社融增量同比少增,信贷和政府债券是最为直接的拖累。

**信贷同比少增,或印证信贷投放或更侧重“质”。**我们在前期报告中指出,总量工具与结构性工具之间,或会更加体现出对后者的侧重。在信贷投放上,或也会更加注重“质”的改善(见已外发报告《信贷回落背后的亮点》)。3月新增社融及其分项信贷均同比少增,但Q1社融增量处于历史同期较高水平。我们认为,社融的实际增量并不低,而信贷同比少增或指向更加注重盘活存量。

图 1: 社融存量增速回落至 8.7%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 2：3 月新增社会融资规模及分项数据**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 二、信贷边际改善或体现在企业中长贷上

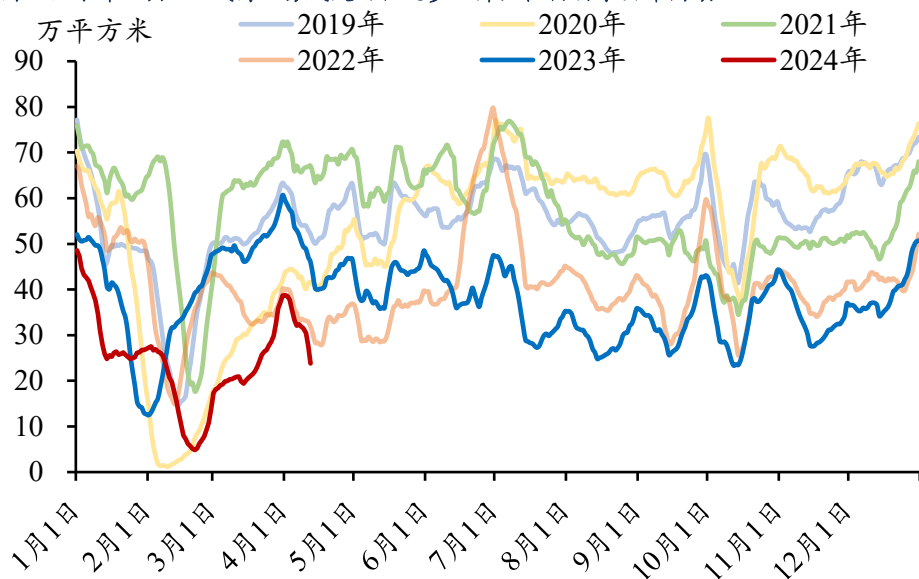
3 月新增人民币贷款（央行口径）同比少增 8000 亿元，从新增人民币贷款的结构上看，3 月企业贷款和居民贷款都同比少增（图 5），但信贷边际改善或更多体现在企业中长贷上面。

**第一，信贷投放或在向企业中长贷靠拢。**尽管企业贷款同比少增，但结构上，企业中长贷新增 1.6 万亿，高于近 5 年的均值水平。我们认为，企业投放或正在向企业中长贷靠拢。大行数据显示，绿色贷款、普惠小微贷款、制造业中长期贷款余额同比增速均保持在 20% 至 30% 左右的高位。

4 月 7 日，中国人民银行宣布设立 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款，利率 1.75%，旨在激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。我们认为，后续信贷投放或更侧重制造业重点领域，而 3 月企业中长贷超过过去近 5 年均值就是信号。

**第二，商品房成交低迷压制居民中长期信贷，购房意愿仍待提振。**进入 2024 年以来，30 城商品房成交面积一直弱于 2023 年的同期水平，甚至弱于 2020-2022 年，这很好地解释了居民中长贷仍偏弱的现象。

**第三，受防范资金空转的影响，票据融资仍在下降。**由于央行密切关注资金空转问题，加强监测以提高资金使用效率，目前，防范资金空转的效果已经在显现。我们认为，3 月票据融资继续减少，或部分受到防范资金空转的影响。

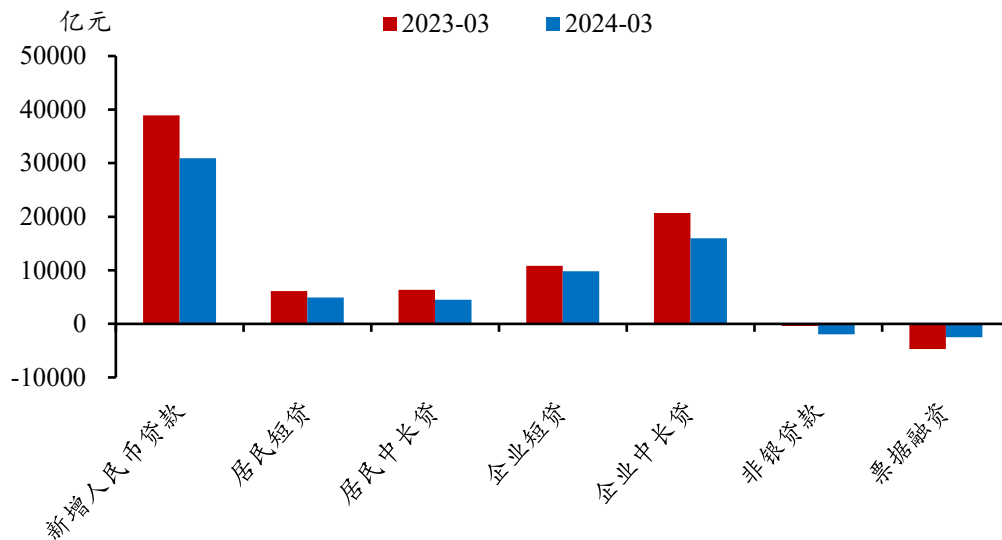
**图 3: 今年 3 月 30 城商品房成交面积逐步上升, 但仍弱于去年同期**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 4: 新增居民中长期贷款仍偏弱**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：3月新增人民币贷款及分项数据



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、存款已结束快速增长

我们认为，在信贷延续均衡、平滑思路之下，存款也有值得关注的信号——存款增长已下探至疫情均值。

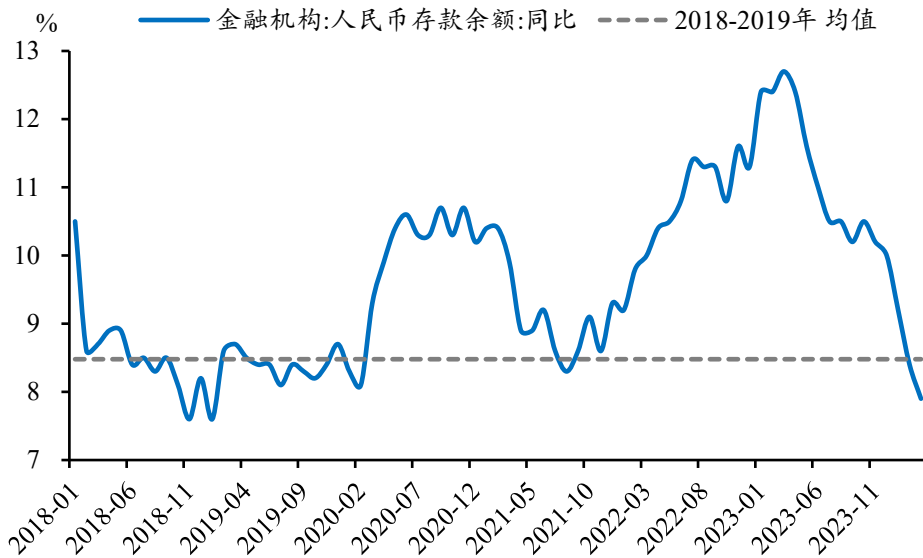
回顾历史数据，疫情前 2018-2019 年，我国存款的平均增速约为 8.5%。即使在 2020 年 2 月，存款增速也为 8.1%（图 6）。

但在疫情以来的四年内，存款经历了两轮快速的增长。

1) 第一轮增长是居民的被动储蓄。2020 年 3 月-2021 年 8 月期间，受国内疫情影响、消费场景受限，我们认为这一轮居民主要是增加被动储蓄和预防储蓄，该轮存款同比增速最高为 10.7%。

2) 第二轮增长是居民的主动储蓄。2021 年 9 月至今，受房地产疲弱和国内经济下行压力的影响，我们认为这一轮居民主要是主动增加储蓄，该轮存款同比增速最高为 12.7%。

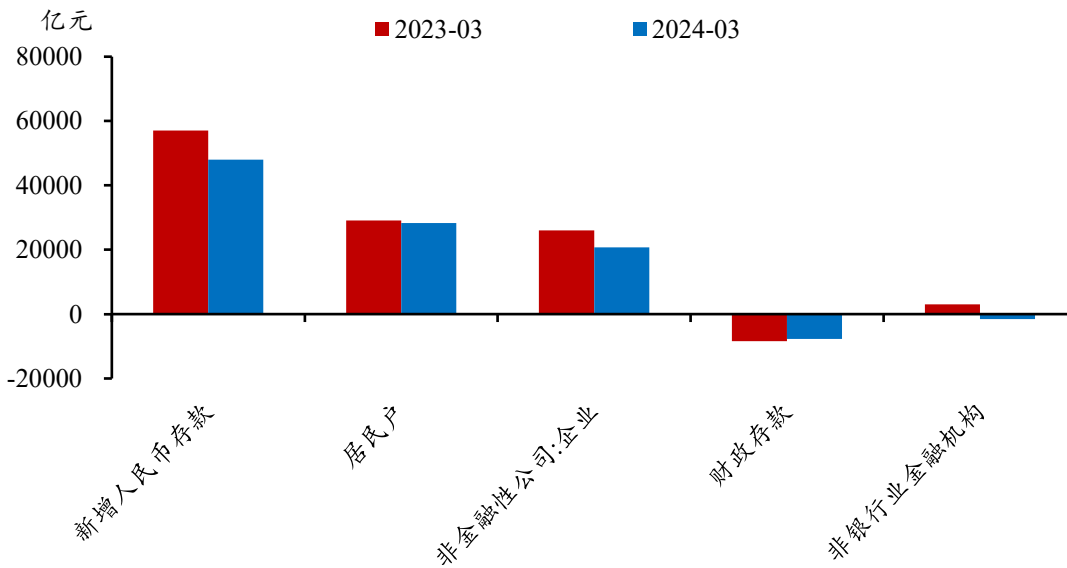
截至 2024 年 3 月，存款增速已降至 7.9%，向下跌破疫情前均值水平。

**图 6: 存款增速跌破疫情前均值水平**


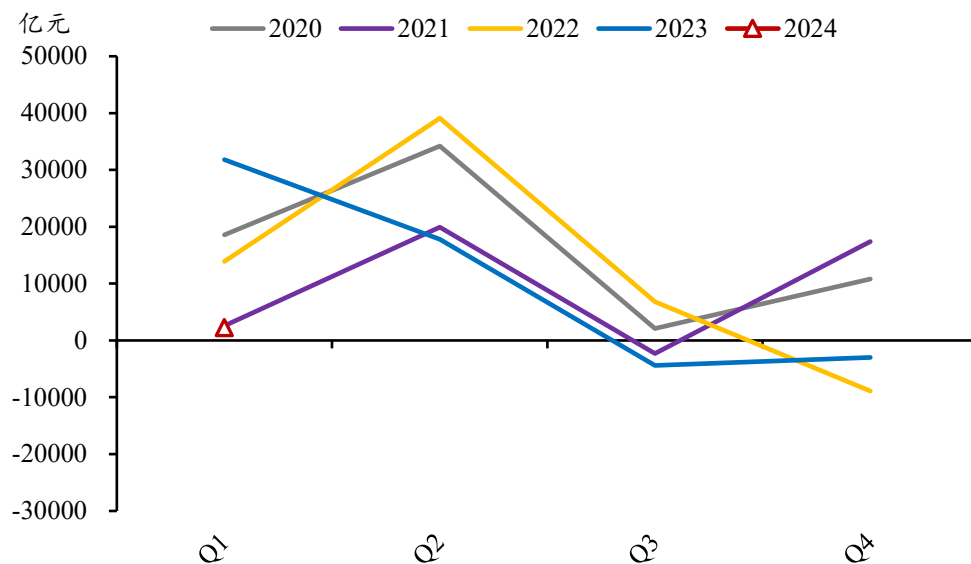
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

分部门来看，不仅居民部门存款 Q1 同比少增，企业部门存款 Q1 也较去年同期回落较多。

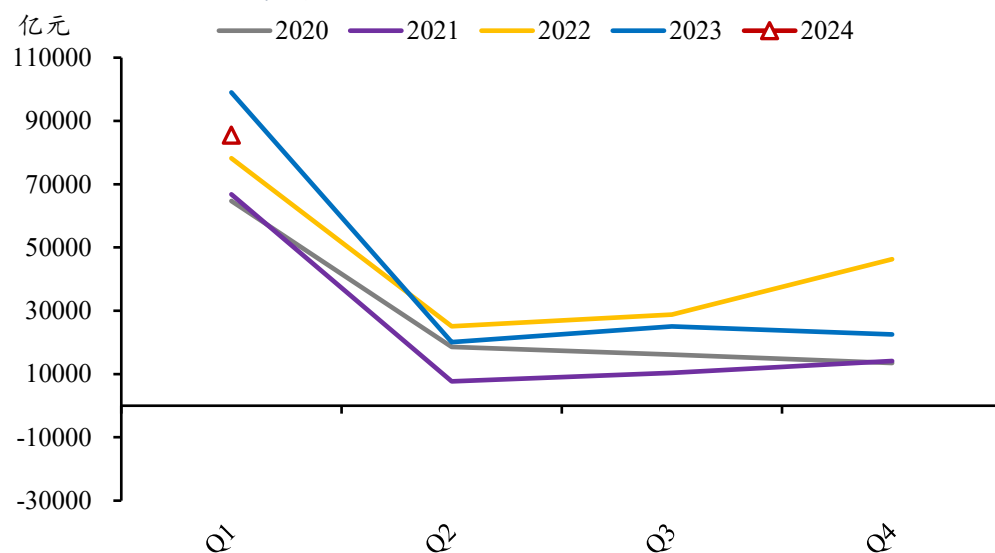
一季度，企业存款增长 2225 亿元，虽然企业存款仍在增长，但相比于 2020 年-2023 年同期，存款增长幅度已经处于近几年的低位。居民存款增长 8.56 万亿元，亦是同比少增。不仅如此，3 月财政存款继续减少，仍与 2024 年财政适度扩张的基调相吻合。

**图 7: 3 月新增人民币存款及分项数据**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 8: Q1 企业新增存款较去年同期回落较多**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 图为企业存款季度增加值

**图 9: Q1 居民存款同比少增**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 图为居民存款季度增加值

## 风险因素

国内政策力度不及预期, 美联储超预期紧缩, 地缘政治风险等。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准15%以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。