

## 3月金融数据点评

### 信贷投放呈现出平稳特征

3月份社会融资规模增量为4.87万亿元，同比少增0.51万亿元，高于市场预期。3月社融存量同比增长8.7%，较上月下降0.3个百分点。结合一季度数据来看，高基数和政府债券发行节奏较缓是社融同比增速下降的主要原因。我们认为后期关注点主要包括：1. 社融信贷方面，3月信贷增量整体延续一季度平滑特征，尽管有高基数影响，但整体来看仍然呈现企业贷不弱、居民贷不强的状况，且从企业存款大幅同比少增来看信贷空转得到一定抑制，往后随着特别国债发行及政策性银行长债供给增加，二季度社融可能以政府债券为主要支撑；2. 货币政策方面，一季度货币政策例会上，央行强调“在经济回升过程中，要关注长期收益率的变化”，预示着引导金融机构信贷平稳投放以及社融合理增长仍是下一步工作的重点，但长期收益率变化也存在一定调整压力，此外随着人民币贬值压力释放，货币政策重心可能阶段性回归以我为主状态。

- **信贷投放呈现出平稳特征。**3月社融各分项中，表内融资同比少增6445亿元，表外融资同比新增1846亿元，直接融资同比新增864亿元。3月社融口径人民币贷款新增3.29万亿元，同比少增6561亿元，主要是由于信贷高基数的影响，同时今年信贷投放更为平稳，呈现出均衡性特征。低利率环境下，企业融资成本有所降低，推动企业债发行有所回暖，3月企业债发行4608亿元，同比增长1251亿元，一季度合计同比增长2543亿元。3月表外票据新增3552亿元，同比增长1760亿元，显示出货币政策对地产支持有所加大。一季度政府债券新增1.36万亿元，同比少增4693亿元，去年四季度政府债券发行量较大，今年一季度政府债券发行有所放缓，政府债券对社融的支撑力减弱，二季度政府债务融资规模或有所加大，且特别国债发行在望，政策性银行长债供给可能增加，有望拉动社融回升。
- **M1、M2同比回落。**3月M2同比增长8.30%，较上月下降0.40个百分点；M1同比增长1.10%，较上月下降0.10个百分点；M0同比增长11.00%，较上月下降1.50个百分点。3月M2-M1剪刀差收窄至7.20%，但M1、M2延续承压，一季度新房销量不足，地产回落拖累M1增速；居民存款仍保持较高增速，信贷空转改善导致企业存款同比少增可能是拖累M2增速的主要原因。
- **企业中长贷增速放缓，居民部门信贷偏弱。**3月新增贷款3.09万亿元，同比少增8000亿元，主要受到中长期贷款高基数拖累，其中中长贷新增2.05万亿元，同比少增6532亿元。居民贷新增9406亿元，同比少增3041亿元。企业贷新增2.34万亿元，同比少增3600亿元。受到政府化债、促进信贷平稳投放的影响，企业中长期贷款增速放缓，信贷空转的程度应该有所缓解。具体来看，企业中长贷同比增幅下滑，3月企业中长贷新增1.6万亿元，同比少增4700亿元。居民部门方面，3月居民中长贷新增4516亿元、短贷新增4908亿元。居民贷款单月继续同比少增。整体来看，开年以来居民部门信贷仍然呈现弱势，但从30大中城市商品房成交面积来看，3月下旬相对上月具有明显改善。
- **一季度企业存款大幅同比少增。**3月居民存款新增2.83万亿元，同比少增774亿元，企业存款新增2.07万亿元，同比少增5330亿元；3月财政存款减少7661亿元，同比增加751亿元。一季度企业存款大幅同比少增，显示出信贷空转现象明显缓解。4月以后随着政府债务融资提升，财政支出力度是否加大仍需观察。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

#### 相关研究报告

《3月通胀点评：节后消费季节性回落拖累需求，复工提振生产放大供需对比》

20240411

《3月PMI点评：“大规模设备更新”或在支撑制造业景气度回升》

20240331

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

事件：3 月份社会融资规模增量为 4.87 万亿元，同比少增 0.51 万亿元，高于 wind 一致预期（4.11 万亿元）。3 月社融存量同比增长 8.7%，较上月下降 0.3 个百分点。

**信贷投放呈现出平稳特征。**3 月社融各分项中，表内融资同比少增 6445 亿元，表外融资同比新增 1846 亿元，直接融资同比新增 864 亿元。3 月社融口径人民币贷款新增 3.29 万亿元，同比少增 6561 亿元，主要是由于信贷高基数的影响，同时今年信贷投放更为平稳，呈现出均衡性特征。低利率环境下，企业融资成本有所降低，推动企业债发行有所回暖，3 月企业债发行 4608 亿元，同比增长 1251 亿元，一季度合计同比增长 2543 亿元。3 月表外票据新增 3552 亿元，同比增长 1760 亿元，显示出货币政策对地产支持有所加大。一季度政府债券新增 1.36 万亿元，同比少增 4693 亿元，去年四季度政府债券发行量较大，今年一季度政府债券发行有所放缓，政府债券对社融的支撑力减弱，二季度政府债务融资规模或有所加大，且特别国债发行在望，政策性银行长债供给可能增加，有望拉动社融回升。

图表 1. 新增社融构成和变化（单位：亿元）

3 月	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	48,725.00	32,926.00	543.00	(464)	680.00	3,552.00	4,608.00	227.00	4,642.00
同比	(5,142)	(6,561)	116	(639)	725	1,760	1,251	(387)	(1,373)
环比	33,514	23,153	552	(292)	109	7,240	2,966	113	(1,369)
1-3 月合计	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	129,300	91,100	1,523	(995)	1,983	5,500	11,200	763	13,600
同比	(16,133)	(15,885)	917	(1,677)	2,024	814	2,543	(1,386)	(4,693)

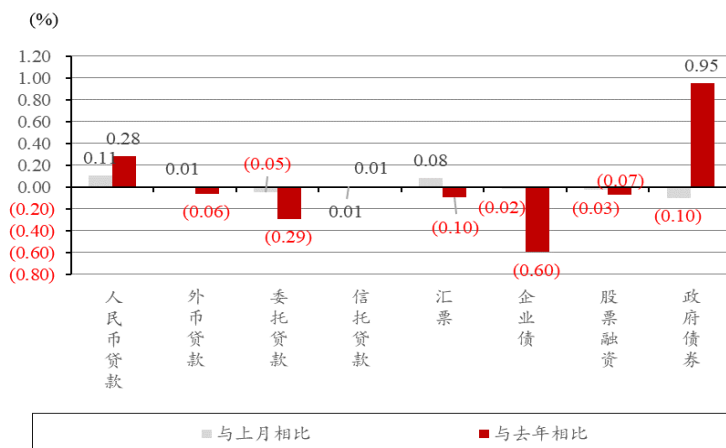
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

3 月	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	33,469	3,768	4,835	6,653
同比	(6,445)	1,846	864	(1,407)
环比	23,705	7,057	3,079	(327)
1-3 月合计	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	92,623	6,488	11,963	18,226
同比	(14,968)	1,161	1,157	(3,483)

资料来源：Wind，中银证券

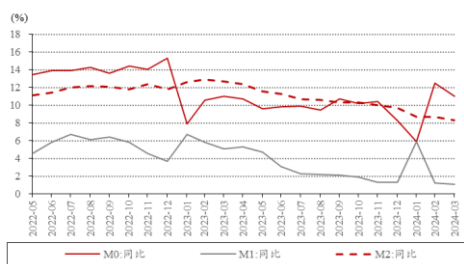
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源：Wind，中银证券

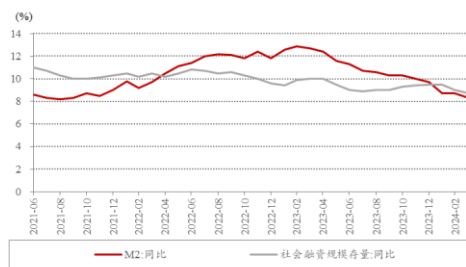
**M1、M2 同比回落。**3 月 M2 同比增长 8.30%，较上月下降 0.40 个百分点；M1 同比增长 1.10%，较上月下降 0.10 个百分点；M0 同比增长 11.00%，较上月下降 1.50 个百分点。3 月 M2-M1 剪刀差收窄至 7.20%，但 M1、M2 延续承压，一季度新房销量不足，地产回落拖累 M1 增速；居民存款仍保持较高增速，信贷空转改善导致企业存款同比少增可能是拖累 M2 增速的主要原因。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 社融与 M2 同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

**企业中长贷增速放缓, 居民部门信贷偏弱。**3月新增贷款3.09万亿元, 同比少增8000亿元, 主要受到中长期贷款高基数拖累, 其中中长贷新增2.05万亿元, 同比少增6532亿元。居民贷新增9406亿元, 同比少增3041亿元。企业贷新增2.34万亿元, 同比少增3600亿元。受到政府化债、促进信贷平稳投放的影响, 企业中长期贷款增速放缓, 信贷空转的程度应该有所缓解。具体来看, 企业中长期贷同比增幅下滑, 3月企业中长期贷新增1.6万亿元, 同比少增4700亿元。居民部门方面, 3月居民中长期贷新增4516亿元、短贷新增4908亿元。居民贷款单月继续同比少增。整体来看, 开年以来居民部门信贷仍然呈现弱势, 但从30大中城市商品房成交面积来看, 3月下旬相对上月具有明显改善。

图表 6. 新增贷款变化 (单位: 亿元)

3月	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
新增	30,900	12,208	20,516	9,406	23,400	(1,958)
同比	(8,000)	(14)	(6,532)	(3,041)	(3,600)	(1,579)
环比	16,400	14,543	8,654	15,313	7,700	(6,003)
1-3月合计	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
新增	94,600	18,268	71,750	13,300	77,700	2,336
同比	(11,400)	(11,282)	(4,492)	(3,800)	(12,200)	3,127

资料来源: Wind, 中银证券

**一季度企业存款大幅同比少增。**3月居民存款新增2.83万亿元, 同比少增774亿元, 企业存款新增2.07万亿元, 同比少增5330亿元; 3月财政存款减少7661亿元, 同比增加751亿元。一季度企业存款大幅同比少增, 显示出信贷空转现象明显缓解。4月以后随着政府债务融资提升, 财政支出力度是否加大仍需观察。

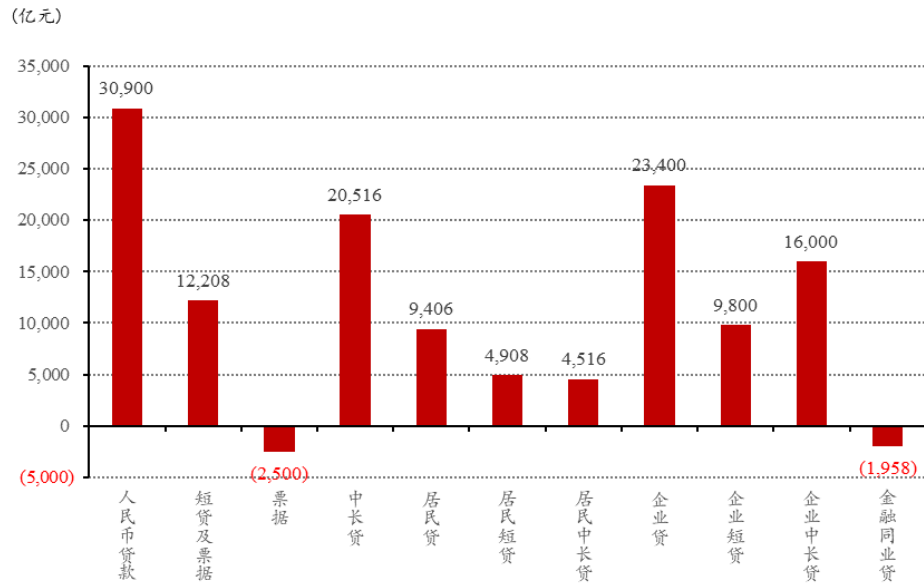
图表 7. 新增存款变化 (单位: 亿元)

3月	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	48,000	28,300	20,725	(7,661)	(1,500)	8,136
同比	(9,100)	(774)	(5,330)	751	(4,550)	803
环比	38,400	(3,700)	50,625	(3,863)	(13,074)	8,412
1-3月合计	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	112,400	85,600	2,225	(2,855)	15,600	11,830
同比	(41,500)	(13,400)	(29,575)	(5,829)	7,613	(309)

资料来源: Wind, 中银证券

3月新增社融高于市场预期，结合一季度数据来看，高基数和政府债券发行节奏较缓是社融同比增速下降的主要原因。我们认为后期关注点主要包括：1. 社融信贷方面，3月信贷增量整体延续一季度平滑特征，尽管有高基数影响，但整体来看仍然呈现企业贷不弱、居民贷不强的状况，且从企业存款大幅同比少增来看信贷空转得到一定抑制，往后随着特别国债发行及政策性银行长债供给增加，二季度社融可能以政府债券为主要支撑；2. 货币政策方面，一季度货币政策例会上，央行强调“在经济回升过程中，要关注长期收益率的变化”，预示着引导金融机构信贷平稳投放以及社融合理增长仍是下一步工作的重点，但长期收益率变化也存在一定调整压力，此外随着人民币贬值压力释放，货币政策重心可能阶段性回归以我为主状态。

图表 8. 新增人民币贷款构成



资料来源：Wind，中银证券

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371