



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

《物价回归偏缓上行趋势——3月物价
解读 20240412》 - 2024.04.12

固收点评

融资增速触底
——3月金融数据解读 20240413

● 金融数据

2024年3月新增人民币贷款30900亿，同比少增8000亿，信贷余额增速较上月下降0.5pct至9.6%；3月社融存量增速较上月下降0.3pct至8.7%，3月新增社会融资规模48725亿，同比少增5142亿，主因信贷和政府债融资拖累，总量和结构均表现不佳；M2同比增速下降0.4pct至8.3%。

● 核心观点

第一，一季度融资数据收官，依然体现机构前倾投放意愿。

第二，票据和短期融资再次成为融资的支撑力量。

第三，企业部门中长期融资走弱，后续关注政策支撑效应落地。

第四，企业直接融资和非标融资边际均有所修复。

第五，政府债融资节奏整体仍偏缓慢，拖累新增社融。

总结来看，一季度信贷投放高基数度过，政府部门融资发债节奏即将提速，融资增速在3月份或已经触底，但融资需求结构和边际表现不强，融资周期或将处于底部震荡状态。

对债市而言，二季度信贷增速大概率触底震荡，随着后续融资态势的变化，债市一季度供需失衡状态或将有所修正，长端收益率或处于阶段性震荡区间。后续关注货币政策操作节奏和形式，当前融资边际依然疲弱，政府债券的发行也需要货币政策配合，若央行单纯以降准等流动性宽松操作配合，长端利率或难以脱离震荡状态，降息落地和存款成本下行才会打开利率中枢进一步下行的空间。

● 风险提示：

政策宽松力度不及预期。

目录

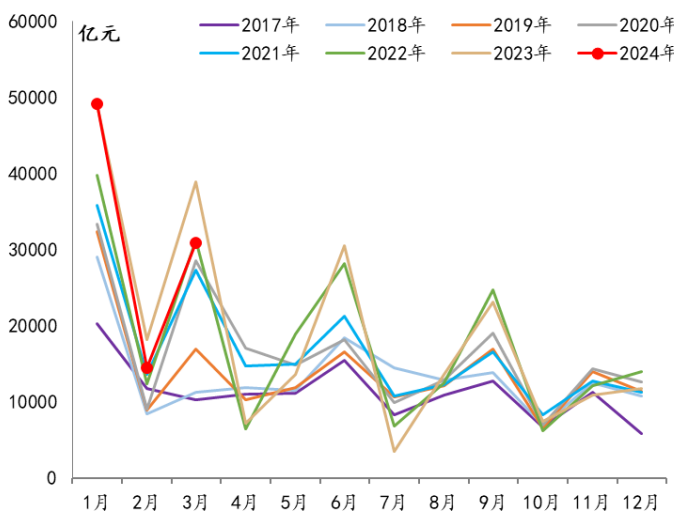
1 票据冲量效应再次发挥，企业中长期融资走弱	4
2 企业债券融资修复，政府融资节奏依然偏缓	6
3 展望：融资增速接近触底，后期或维持震荡	7
4 风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 3 月信贷新增 3.09 万亿, 同比少增 8000 亿.....	4
图表 2: 3 月社融新增 4.87 万亿, 同比少增 5142 亿.....	4
图表 3: 3 月未贴现票据和票据融资合计新增 1052 亿.....	5
图表 4: 3 月票据融资和企业短贷依然显著冲量.....	5
图表 5: 3 月居民中长贷款同比少增, Q1 总体同比持平	6
图表 6: 3 月企业中长期贷款在高基数下同比少增.....	6
图表 7: 3 月企业债券融资实现同比多增.....	6
图表 8: 3 月信托贷款依然维持正增量	6
图表 9: 2024 年政府债券额度总体持平, 仍待发行.....	7
图表 10: 一季度政府债券融资进度总体慢于去年同期	7
图表 11: 信贷投放占比季度分布图 (%)	8
图表 12: 社融、信贷和 M2 三项增速图	8

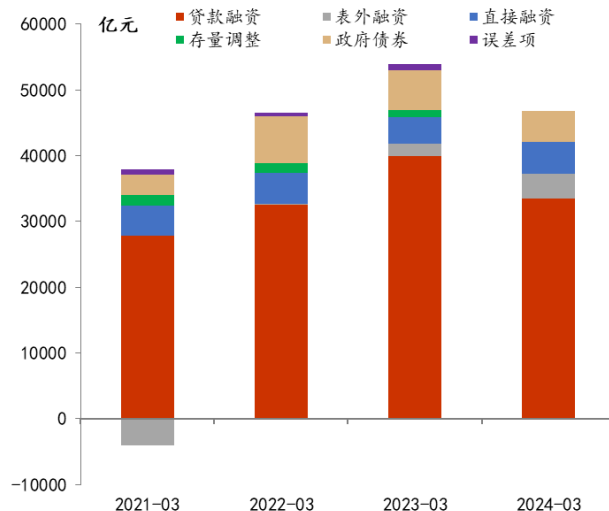
2024年3月新增人民币贷款30900亿,信贷增量季节性回升,环比多增16400亿,但同比少增8000亿,信贷余额增速较上月下降0.5pct至9.6%;3月社融存量增速较上月下降0.3pct至8.7%,3月新增社会融资规模48725亿,环比季节性回升33514亿,同比少增5142亿,主因信贷和政府债融资拖累,总量和结构均表现不强;M2同比增速下降0.4pct至8.3%。整体来看,一季度融资数据收官,依然体现机构前倾投放意愿,3月边际表现不强,但增速触底态势初显。

图表1: 3月信贷新增3.09万亿,同比少增8000亿



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表2: 3月社融新增4.87万亿,同比少增5142亿

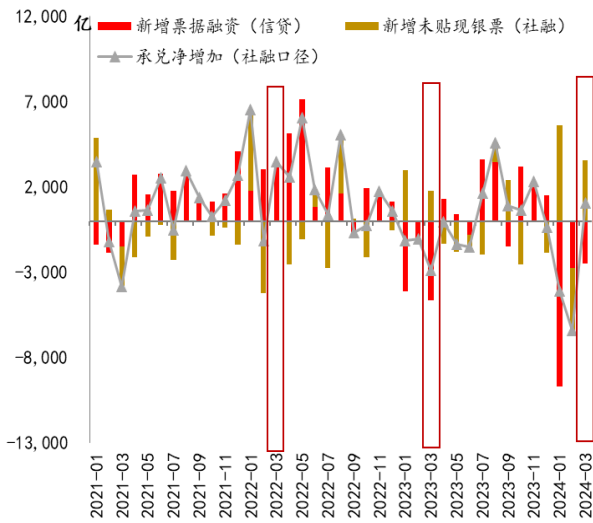


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

1 票据冲量效应再次发挥, 企业中长期融资走弱

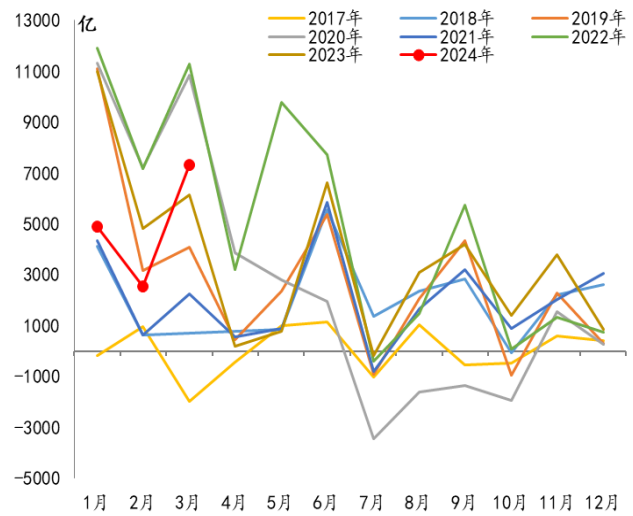
票据和短期融资再次成为融资的支撑力量。(1)3月企业贷款新增23400亿,同比少增3600亿,不含票据融资的企业新增贷款同比少增约5787亿元,票据冲量现象再现。(2)短期贷款3月新增9800亿,同比少增1015亿元,票据融资规模减少2500亿,同比少减2187亿,3月票据融资和企业短贷合计同比多增1173亿元。(3)3月社融中未贴现票据新增3552亿,同比多增1780亿,未贴现票据和票据融资二者合计新增1052亿,同比多增3947亿。2月末月票据利率大幅上行后,3月整体高位震荡,3月末和4月初票据直贴利率再次大幅下行,尤其3月末的票据利率下行,与季节性走势相反,反映季末票据冲量需求依然旺盛。

图表3：3月末贴现票据和票据融资合计新增1052亿



资料来源：Wind，中邮证券研究所

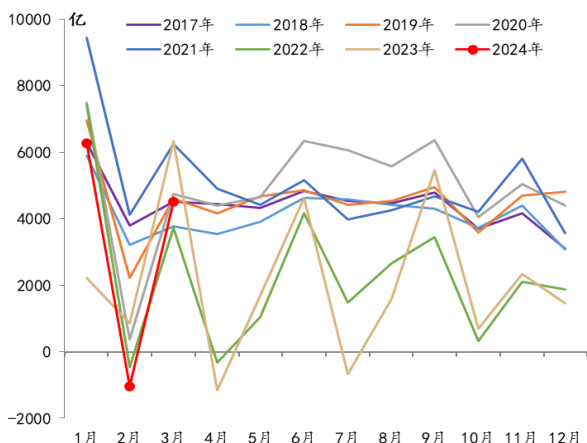
图表4：3月票据融资和企业短贷依然显著冲量



资料来源：Wind，中邮证券研究所

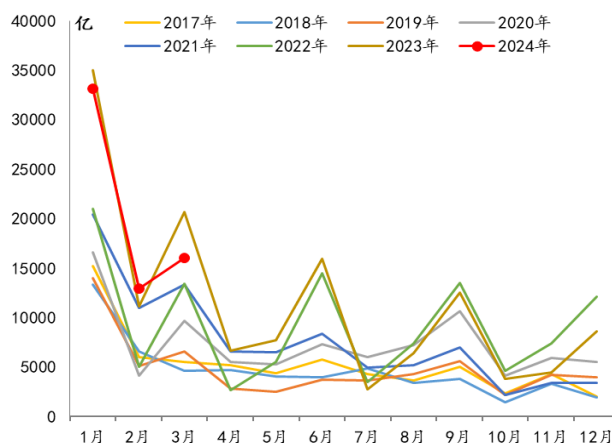
企业部门中长期融资走弱，后续关注政策支撑效应落地。(1) 3月居民中长期贷款新增4516亿，同比少增1832亿，明显低于历史同期均值水平(2019-2023年均值为5133亿)，不过一季度整体来看新增9750亿元，基本持平去年同期的9442亿。(2) 去年1-2月企业中长期贷款新增46100亿元，为历年最高，同比多增近2万亿，在高基数基础上，今年同期企业中长期贷款新增规模维持在46000亿元，但3月企业中长期贷款新增16000亿元，同比明显走弱，少增4700亿元。(3) 后续新增专项债发行提速叠加特别国债落地有望支撑基建相关中长期信贷需求维持，此外4月7日央行设立5000亿科技创新和技术改造再贷款，或对制造业企业长期信贷需求形成支撑，后续企业中长期信贷融资依然是政策主要着力点，新增规模大概率高位维持，同比增量有望持平。

图表5: 3月居民中长贷款同比少增, Q1 总体同比持平



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表6: 3月企业中长期贷款在高基数下同比少增

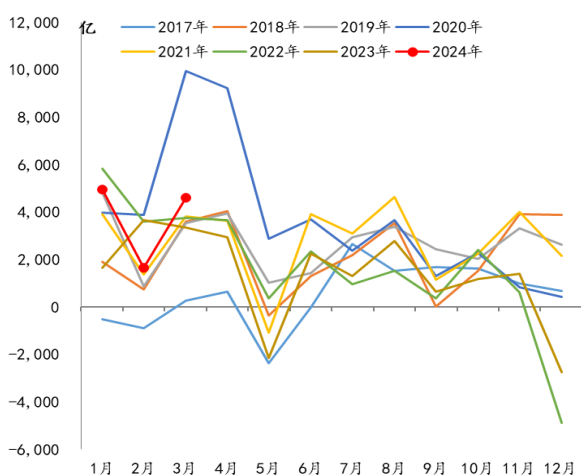


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2 企业债券融资修复, 政府融资节奏依然偏缓

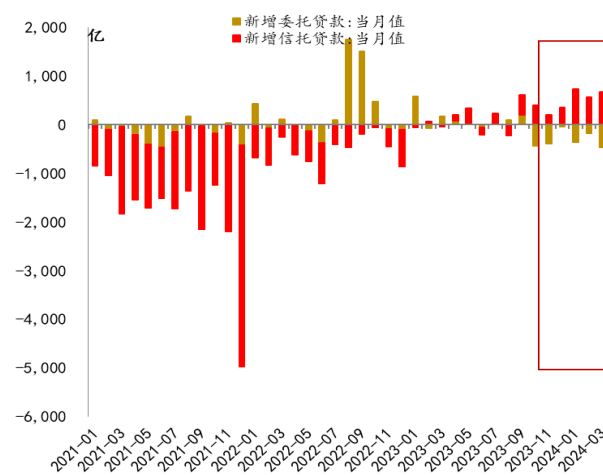
企业直接融资和非标融资边际均有所修复。前期无风险利率下行幅度较大, 企业债券融资成本随之下行, 企业债券融资规模总体维持季节性水平, 3月企业债券融资增加4608亿元, 同比多增1251亿元, 略超过季节性, 企业债券发行市场需求旺盛, 融资限制依然存在。非标融资随着房地产融资支持政策的落地而有所改善, 信托融资修复态势持续, 3月信托和委托贷款合计新增218亿, 同比多增86亿。

图表7: 3月企业债券融资实现同比多增



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

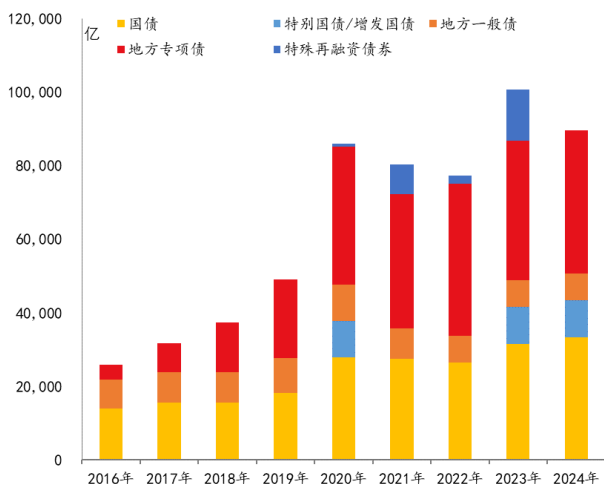
图表8: 3月信托贷款依然维持正增量



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

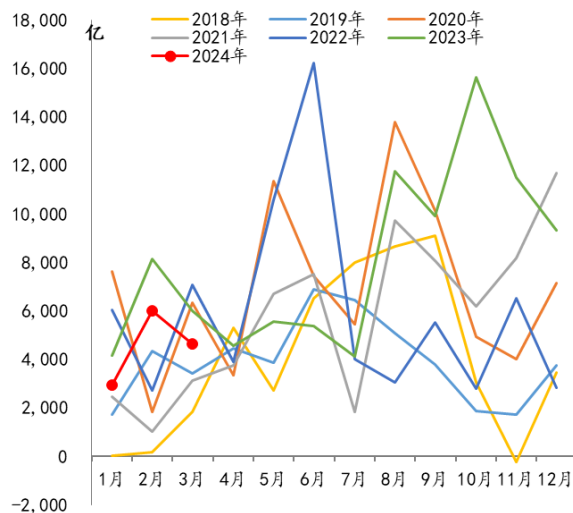
政府债融资节奏整体仍偏缓慢，拖累新增社融。3月政府债净融资4642亿，同比少增1373亿，亦低于历史同期均值5195亿。具体来看，今年一季度政府债券发行缓慢，各类政府债券合计净融资1.44万亿，较去年同期减少6055亿，其中新增专项债一季度合计发行6341亿，较去年同期少增7221亿，是政府债券发行缓慢的主要原因。往后来看，按照8.96万亿的预算举债规模来看，后续政府或将维持与去年大体一致的增量水平，再结合历年发行节奏来看，大部分新增专项债会在8-9月之前发行完毕，万亿特别国债也将逐渐落地，二季度政府债发行或将提速，为社融增速提供一定支撑。

图表9：2024年政府债券额度总体持平，仍待发行



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：一季度政府债券融资进度总体慢于去年同期



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 展望：融资增速接近触底，后期或维持震荡

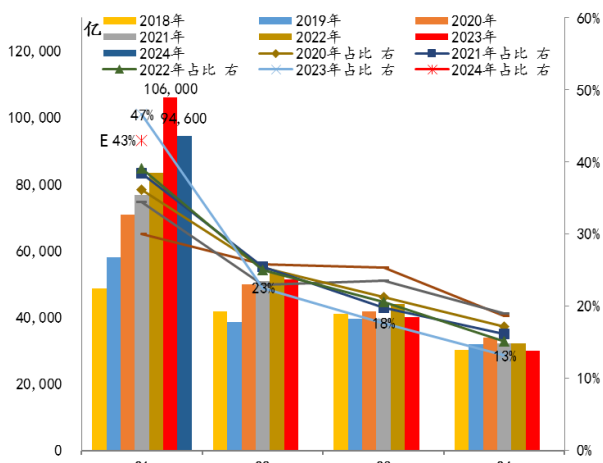
受高基数影响，一季度新增信贷和社融同比均少增，但绝对规模依然是较高水平，体现机构前倾投放特征。(1) 一季度是金融机构信贷投放的高峰，参照历史节奏来看，2018-2023年以来信贷开门红态势越来越明显，一季度信贷占比从18年的30%升至2023年的47%，2023年末央行释放平滑信贷波动信号，但年末信贷增量水平依然维持往年一季度同期水平，今年一季度信贷冲量动机依然明显，考虑到去年全年新增信贷22.7万亿，若保守假设今年全年新增信贷22万亿，则一季度信贷投放占全年新增信贷比例将较去年同期显著收敛至43%，占比依然偏

高。(2)进而参照历史信贷投放节奏,我们大致假设二、三、四季度分别占比 24%、20%和 13%左右,对应信贷增量在 5.3 万亿、4.4 万亿和 2.9 万亿。故即使按照全年信贷增量规模的保守假设估计,后续三个季度新增信贷很难低于 2023 年同期水平,当前 9.6%左右的信贷增速大概率已临近触底,后续料难进一步大幅下滑。

(3) 边际来看,考虑到当前地产销售仍较为低迷,企业中长期贷款政策驱动特征仍明显,3 月“票据冲量+企业中长期信贷转弱”的融资结构,意味着前期已经有明确方向的投资拉动政策需要加速落地,融资需求明显改善难度较大,后续存量增速回升可能仍面临一定难度。总结而言,一季度信贷投放高基数度过,政府部门融资发债节奏即将提速,融资增速在 3 月份或已经触底,但融资需求结构和边际表现不强,融资周期或将处于底部震荡状态。

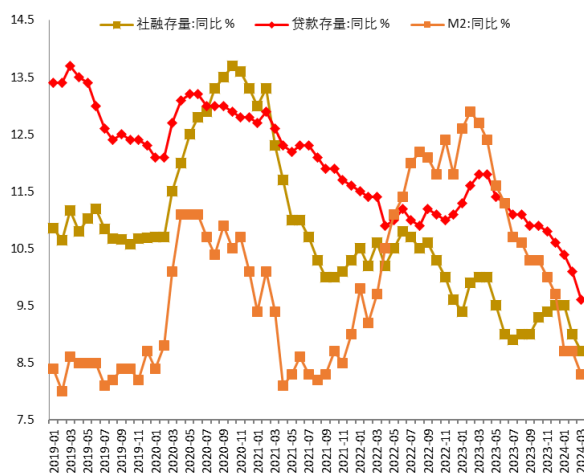
对债市而言,二季度信贷增速大概率触底震荡,随着后续融资态势的变化,债市一季度供需失衡状态或将有所修正,长端收益率或处于阶段性震荡区间。后续关注货币政策操作节奏和形式,当前融资边际依然疲弱,政府债券的发行也需要货币政策配合,若央行单纯以降准等流动性宽松操作配合,长端利率或难以脱离震荡状态,降息落地和存款成本下行才会打开利率中枢进一步下行的空间。

图表11: 信贷投放占比季度分布图 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表12: 社融、信贷和 M2 三项增速图



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

4 风险提示

政策宽松力度不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048