

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

## 相关报告

## 投资要点

■ 2024年3月，人民币贷款新增30900亿元，同比少增8000亿元；社融新增48725亿元，同比少增5142亿元。M1、M2余额增速分别为1.1%、8.3%，分别相比前值减少0.1、0.4个百分点。我们对此点评如下：

■ 信贷：3月居民、企业端信贷季节性回升，但同比少增，一方面可能是因为3月份基数较高。3月份信贷走弱，居民端、企业端新增贷款均同比减少，与2023年同期基数较高有关。3月份居民中长贷新增4516亿元，相比去年同期（6348亿元）减少，但与2019-2022年3月份均值（4829亿元）相比差别不大；企业中长贷新增16000亿元，相比去年同期（20700亿元）减少，但高于2019-2022年3月份均值（10741亿元）。3月份票据融资减少2500亿元，同比多增2187亿元，主因去年同期基数较低。

另一方面央行“平滑信贷节奏”要求可能对一季度信贷总量有一定影响。去年央行三季度货币政策执行报告中明确提出，“保持货币信贷总量适度、节奏平稳。……着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性。”

往年一季度信贷通常出现“开门红”，而今年以来的票据利率中枢偏低、波动幅度较小，一季度“上翘”坡度并不明显，推测是在“平滑信贷节奏”的影响下，部分信贷需求后置。二季度票据利率通常季节性回落，后续票据利率是否将“平缓下行”还需持续关注。

■ 社融：人民币贷款、政府债是主要拖累。3月社融新增48725亿元，高于Wind一致预期（41128亿元），同比少增5142亿元；社融存量390.32万亿元，同比增速为8.7%，自今年以来持续回落，存量同比增速创新低。

从社融结构来看，外币贷款同比多增，非标融资方面信托贷款和未贴现汇票同比多增，企业债同比多增，其余均同比减少。新增人民币贷款同比少增6561亿元，外币贷款同比多增116亿元，委托贷款同比少增639亿元，信托贷款同比多增725亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增1760亿元，政府债券同比少增1373亿元，企业债同比多增1251亿元，股票融资同比少增387亿元。人民币贷款和政府债是社融的主要拖累项。

地方债发行偏慢拖累政府债净融资。国债净融资1412亿元，高于2019-2023年均值（1109亿元），低于2023年同期（1583亿元）；地方债净融资2848亿元，低于2019-2023年均值（4086亿元），低于2023年同期（5822亿元）。

非标3月份增加3768亿元，同比多增1846亿元，其中未贴现承兑汇票同比多增1760亿元。未贴现银行承兑汇票主要用于满足中小企业的支付需求，从票据利率高频数据来看，2月份票据利率低于往年同期约50-60bp，且考虑到同业负债成本（3个月Shibor）中枢相比去年同期回落约32bp，银行“冲票”意愿不强。

3月直接融资（企业债+股票）同比多增864亿元，其中企业债券同比多增1251亿元，股票融资同比少增387亿元。

■ 货币：M1增速进一步回落。从M1、M2及相关指标联动关系来看，实体融资需求仍然不足：

1) M1增速继1月份冲高后持续回落，收于1.1%，相比前值回落0.1个百分点，反映企业经营活力不足、居民消费意愿不强。2023年以来，M1增速持续回落，由1月份6.7%的高位回落至年末1.3%的水平。2024年1月份短暂冲高至5.9%的水平后，2、3月份再度回落至1.2%、1.1%的低位。

2) M1、M2剪刀差（M2同比-M1同比）为7.2%，相比2月份收窄0.3个百分点。M1作为狭义货币供应量，反映居民和企业资金需求变化，通常作为经济周期的领先指标，其增速过低反映企业经营活力不足、居民消费意愿不强等问题。M1与M2差异主要为企业定期存款，“剪刀差”较大反映企业定期存款增速较慢，进一步反映其中长期投资意愿可能不足。但由于M2同比增速下降幅度更大（由8.7%降至8.3%），剪刀差收窄0.3个百分点。

■ 3月份金融数据同比少增，主要受到三方面原因影响：第一，2023年同期基数较高；第二，供给端，可能受到“平滑信贷”影响，Q1信贷供给不足；第三，实体经济需求不足，楼市低迷尚未见明显拐点。但由于2月份金融数据较弱，拉低了3月份预期，所以最终呈现的结果是社融、信贷当月新增量均略超预期。从结构看，实体融资需求偏弱具体表现在居民和企业中长端贷款较弱；社融结构中人民币贷款同比减少，地方债发行偏慢拖累政府债净融资；M1、M2持续走低。展望4月份，从票据高频数据来看，票据利率可能季节性回落，相比往年同期处在低位，信贷增长仍面临一定压力。

■ 风险提示：二季度政府债发行加速、“三大工程”加速推进等。

## 内容目录

1、信贷：3月居民、企业端信贷季节性回升，但同比少增.....	3
2、社融：人民币贷款、政府债是主要拖累.....	5
3、货币：M1增速进一步回落.....	7
4、小结.....	8

## 图表目录

图表 1: 3月份金融数据概览(亿元, %)	3
图表 2: 居民中长期贷款季节性变化(亿元)	4
图表 3: 企业中长期贷款季节性变化(亿元)	4
图表 4: 企业票据融资季节性变化(亿元)	4
图表 5: 6M 国股行转贴现利率(%)	5
图表 6: 政府债净融资季节性变化(亿元)	6
图表 7: 2024年3月份地方债净融资进度偏慢(亿元)	6
图表 8: 非标融资规模同比增加(亿元)	7
图表 9: M1增速季节性变化(%)	7
图表 10: 30大中城市房地产销售面积(万平方米)	8
图表 11: 房地产投资增速持续位于负区间(%)	8
图表 12: 3月份M2-M1剪刀差收窄0.3个百分点(%)	8

2024年3月，人民币贷款新增30900亿元，同比少增8000亿元；社融新增48725亿元，同比少增5142亿元。M1、M2余额增速分别为1.1%、8.3%，分别相比前值减少0.1、0.4个百分点。我们对此点评如下：

**图表 1: 3 月份金融数据概览 (亿元, %)**

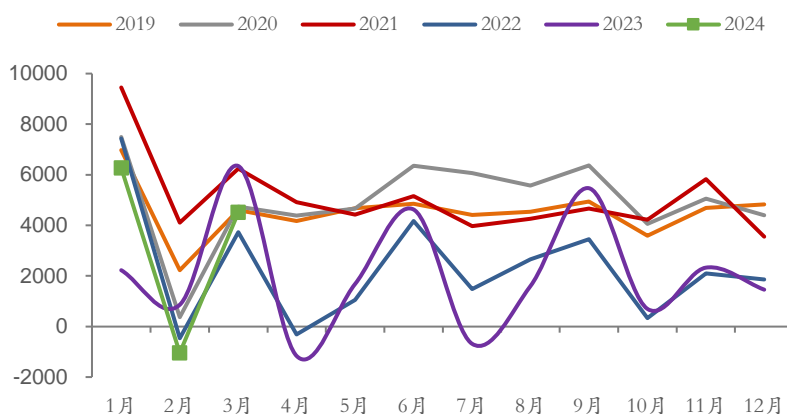
指标名称	3月同比多增	2024-03	2024-02	2024-01	2023-03	2023-02	2023-01
<b>社融增量情况</b>							
新增社融	-5142	48725	15211	65364	53867	31610	59956
新增人民币贷款	-6561	32926	9773	48401	39487	18184	49314
新增外币贷款	116	543	-9	989	427	310	-131
新增委托贷款	-639	-464	-172	-359	175	-77	584
新增信托贷款	725	680	571	732	-45	66	-62
新增未贴现汇票	1760	3552	-3688	5636	1792	-69	2963
新增政府债券	-1373	4642	6011	2947	6015	8138	4140
新增企业债券	1251	4608	1642	4950	3357	3662	1638
新增股票融资	-387	227	114	422	614	571	964
<b>金融机构人民币贷款增量情况</b>							
新增人民币贷款	-8000	30900	14500	49200	38900	18100	49000
新增居民贷款	-3041	9406	-5907	9801	12447	2081	2572
其中：新增短期贷款	-1186	4908	-4868	3528	6094	1218	341
新增中长期贷款	-1832	4516	-1038	6272	6348	863	2231
新增企（事）业单位贷款	-3600	23400	15700	38600	27000	16100	46800
其中：新增短期贷款	-1015	9800	5300	14600	10815	5785	15100
新增中长期贷款	-4700	16000	12900	33100	20700	11100	35000
新增票据融资	2187	-2500	-2767	-9733	-4687	-989	-4127
新增非银行业贷款	-1579	-1958	4045	249	-379	173	-585
<b>社融存量情况</b>							
社融存量当月同比	-	8.7	9.0	9.5	10.0	9.9	9.4
<b>货币供应量情况</b>							
M1当月同比	-	1.1	1.2	5.9	5.1	5.8	6.7
M2当月同比	-	8.3	8.7	8.7	12.7	12.9	12.6

来源：Wind，中泰证券研究所

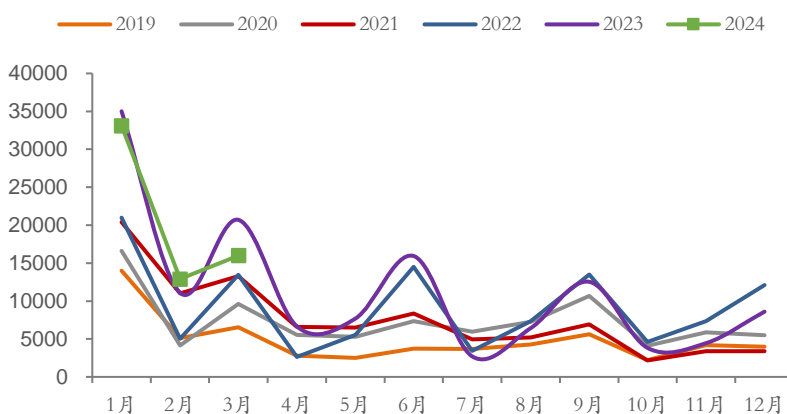
## 1、信贷：3月居民、企业端信贷季节性回升，但同比少增

3月份信贷走弱，居民端、企业端新增贷款均同比减少。3月份新增人民币贷款30900亿元（高于Wind一致预期30283亿元），同比少增8000亿元。居民端人民币贷款增加9406亿元，少增3041亿元（其中短贷少增1186亿元、中长贷少增1832亿元）；企业端人民币贷款新增23400亿元，少增3600亿元（其中短贷少增1015亿元、中长贷少增4700亿元、票据融资少减2187亿元）。新增非银行业贷款同比少增1579亿元。

3月居民和企业信贷数据同比少增，与2023年同期基数较高有关。居民中长贷新增4516亿元，相比去年同期（6348亿元）减少，但和2019-2022年3月份均值（4829亿元）相比差别不大；企业中长贷新增16000亿元，相比去年同期（20700亿元）减少，但明显高于2019-2022年3月份均值（10741亿元）。

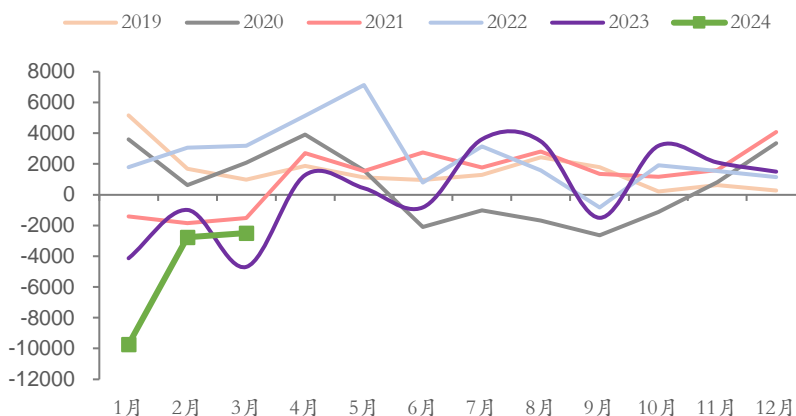
**图表 2: 居民中长期贷款季节性变化 (亿元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 企业中长期贷款季节性变化 (亿元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

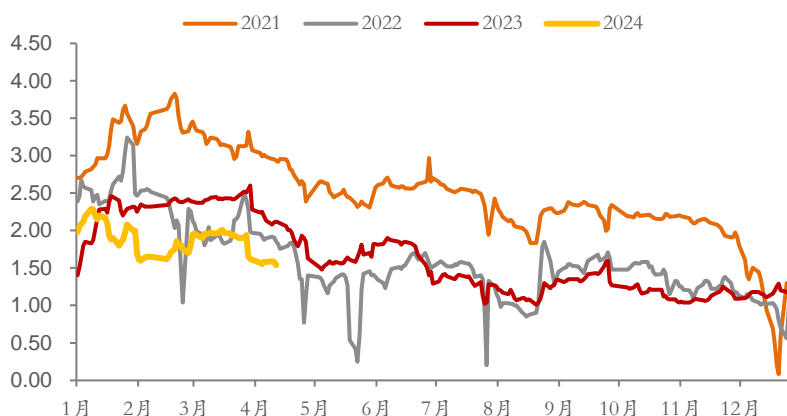
票据融资同比少减。3月份票据融资减少 2500 亿元，同比多增 2187 亿元，主因去年同期基数较低。

**图表 4: 企业票据融资季节性变化 (亿元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

另一方面，央行“平滑信贷节奏”要求可能对一季度信贷总量有一定影响。去年央行三季度货币政策执行报告中明确提出，“保持货币信贷总量适度、节奏平稳。……着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性。”往年一季度信贷通常出现“开门红”，而今年以来的票据利率中枢偏低、波动幅度较小，一季度“上翘”坡度并不明显，推测是在“平滑信贷节奏”的影响下，部分信贷需求后置。二季度票据利率通常季节性回落，后续票据利率是否将“平缓下行”还需持续关注。

图表 5: 6M 国股行转贴现利率 (%)



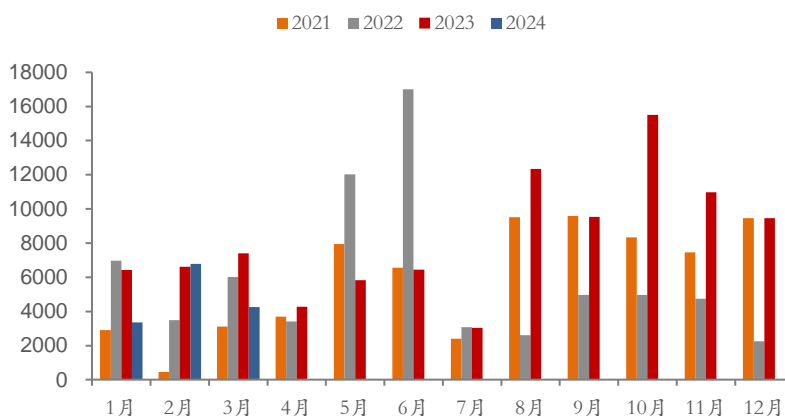
来源: Wind, 中泰证券研究所

## 2、社融：人民币贷款、政府债是主要拖累

3月社融新增 48725 亿元，高于 Wind 一致预期（41128 亿元），同比少增 5142 亿元；社融存量 390.32 万亿元，同比增速为 8.7%，自今年以来持续回落，存量同比增速创新低。

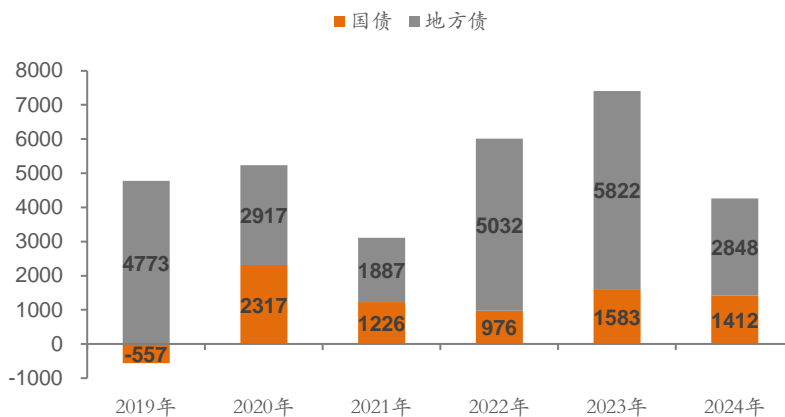
从社融结构来看：外币贷款同比多增，非标融资方面信托贷款和未贴现汇票同比多增，企业债同比多增，其余均同比减少。新增人民币贷款同比少增 6561 亿元，外币贷款同比多增 116 亿元、委托贷款同比少增 639 亿元、信托贷款同比多增 725 亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增 1760 亿元，政府债券同比少增 1373 亿元，企业债同比多增 1251 亿元，股票融资同比少增 387 亿元。人民币贷款和政府债是社融的主要拖累项。

地方债发行偏慢拖累政府债净融资。国债净融资 1412 亿元，高于 2019-2023 年均值（1109 亿元），低于 2023 年同期（1583 亿元）；地方债净融资 2848 亿元，低于 2019-2023 年均值（4086 亿元），低于 2023 年同期（5822 亿元）。

**图表 6: 政府债净融资季节性变化 (亿元)**


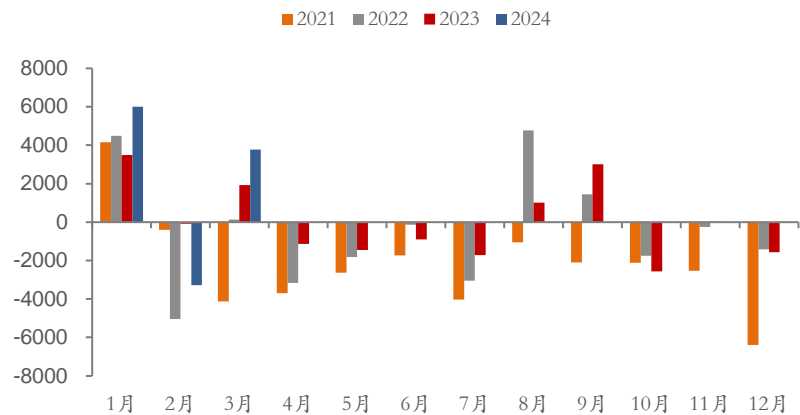
来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 政府债口径为国债+地方政府债。

**图表 7: 2024 年 3 月份地方债净融资进度偏慢 (亿元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

非标 3 月份增加 3768 亿元, 同比多增 1846 亿元, 其中未贴现承兑汇票同比多增 1760 亿元。未贴现银行承兑汇票主要用于满足中小企业的支付需求, 从票据利率高频数据来看, 2 月份票据利率低于往年同期约 50-60bp, 且考虑到同业负债成本 (3 个月 Shibor) 中枢相比去年同期回落约 32bp, 银行“冲票”意愿不强。

**图表 8: 非标融资规模同比增加 (亿元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

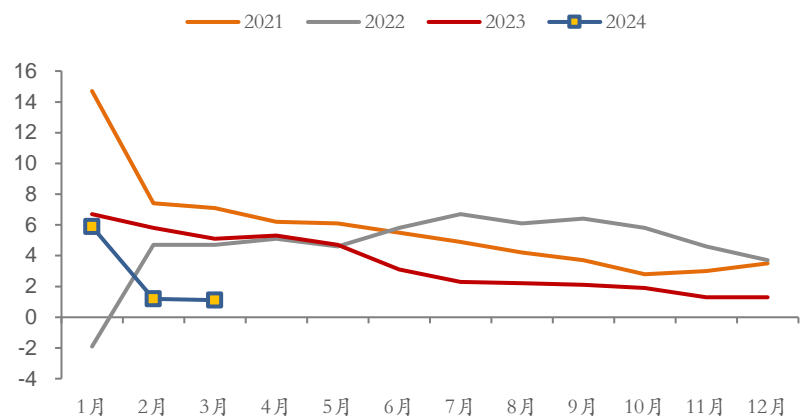
注: 非标口径为委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票。

3月直接融资(企业债+股票)同比多增 864 亿元, 其中企业债券同比多增 1251 亿元, 股票融资同比少增 387 亿元。

### 3、货币: M1 增速进一步回落

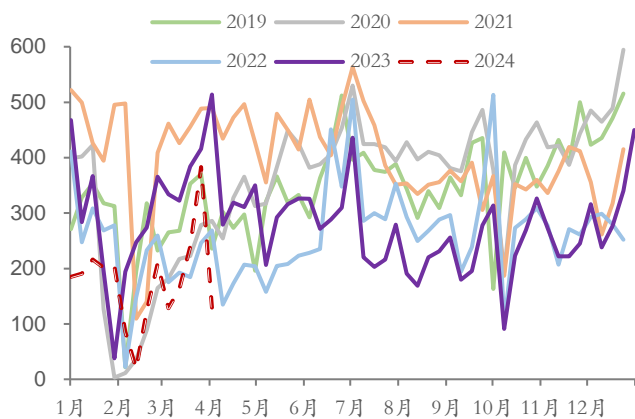
从 M1、M2 及相关指标联动关系来看, 实体融资需求仍然不足:

M1 增速继 1 月份冲高后持续回落, 收于 1.1%, 相比前值回落 0.1 个百分点, 反映企业经营活力不足、居民消费意愿不强。2023 年以来, M1 增速持续回落, 由 1 月份 6.7% 的高位回落至年末 1.3% 的水平。2024 年 1 月份短暂冲高至 5.9% 的水平后, 2、3 月份再度回落至 1.2%、1.1% 的低位。

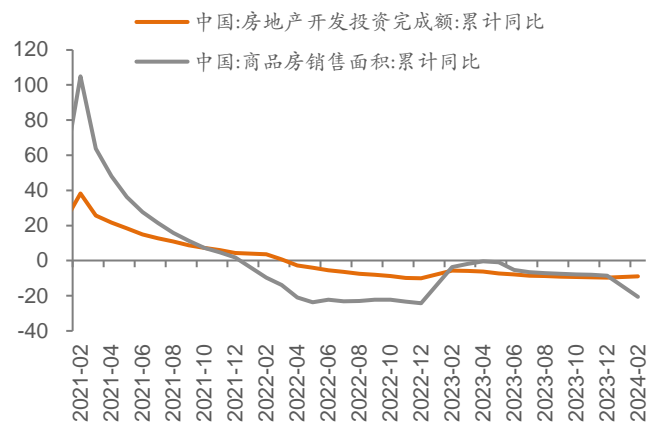
**图表 9: M1 增速季节性变化 (%)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

地产销售情况低迷, 投资增速持续处于负区间, 是当前实体经济需求不足的主要拖累。

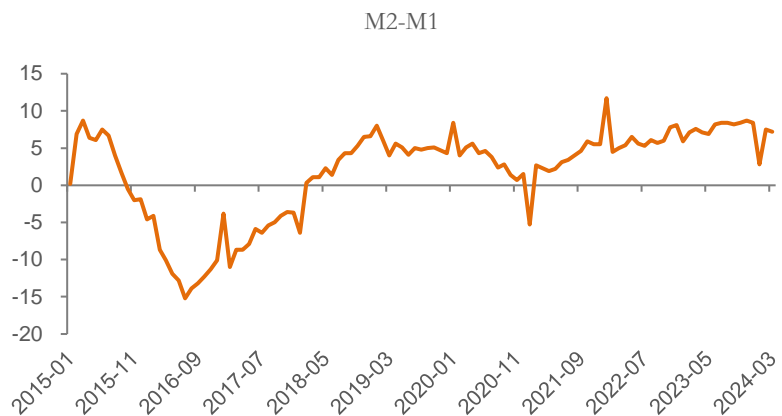
**图表 10: 30 大中城市房地产销售面积 (万平方米)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 11: 房地产投资增速持续位于负区间 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**M1、M2 剪刀差 (M2 同比-M1 同比) 为 7.2%，相比 2 月份收窄 0.3 个百分点。** M1 作为狭义货币供应量，反映居民和企业资金需求变化，通常作为经济周期的领先指标，其增速过低反映企业经营活力不足、居民消费意愿不强等问题。M1 与 M2 差异主要为企业定期存款，“剪刀差”较大反映企业定期存款增速较慢，进一步反映其中长期投资意愿可能不足。但由于 M2 同比增速下降幅度更大 (由 8.7% 降至 8.3%)，剪刀差收窄 0.3 个百分点。

**图表 12: 3 月份 M2-M1 剪刀差收窄 0.3 个百分点 (%)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

#### 4、小结

**3 月份金融数据同比少增，主要受到三方面原因影响：**第一，2023 年同期基数较高；第二，供给端，可能受到“平滑信贷”影响，Q1 信贷供给不足；第三，实体经济需求不足，楼市低迷尚未见明显拐点。但由于 2 月份金融数据较弱，拉低了 3 月份预期，所以最终呈现的结果是社融、信贷当月新增量均略超预期。从结构看，实体融资需求偏弱具体表现在居民和企业中长端贷款较弱；社融结构中人民币贷款同比减少，地方债发行偏慢拖累政府债净融资；M1、M2 持续走低。展望 4 月份，从票据高频数据来看，票据利率可能季节性回落，相比往年同期处在低位，信



贷增长仍面临一定压力。

**风险提示：**二季度政府债发行加速、“三大工程”加速推进等。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。