

债券报告

3月金融数据：超预期的社融和结构偏弱的信贷

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号
S1060519060001
LIULU979@pingan.com.cn

郑子辰 投资咨询资格编号
S1060521090001
ZHENGZICHEN160@pingan.com.cn



事项：

4月12日，央行发布24年3月金融数据，3月新增社融48725亿元，同比少增5142亿元，较wind市场预期高7600亿元；信贷口径，3月新增人民币贷款30900亿元，同比少增8000亿元，较市场预期小幅多增617亿元。

平安观点：

- **新增社融超预期，部分来自统计差异，部分来自非标与企业债改善，存量社融增速如期回落。**社融超预期可能一方面来自统计口径问题，一方面来自非标融资、企业债券等在3月实现了同比多增。3月少增的主要是人民币贷款、政府债券和股票融资。信贷投放虽然不及23年高基数，但整体也处在历史次高水平；股票融资延续了去年3季度以来的同比少增趋势；政府债券同比少增主要系今年以来政府债发行节奏偏慢。
- **信贷规模符合预期，居民与企业信贷结构均有待改善。**3月居民短贷、长贷均有走弱，长贷同比降幅更大。居民中长期贷款延续同比少增，和仍然偏弱的30城商品房成交数据和二手房价格数据互相验证，居民购房信心仍然偏弱；企业贷款同比少增，主要系中长期贷款同比少增拉动，而票据融资同比多增，呈现出一定的冲量特征。从1-3月的累计情况来看，居民、企业贷款同比均少增，其中居民短贷更弱、或反映居民消费信心不足，企业则是中长贷则弱于短贷，反映出实体融资需求仍有待修复。
- **存款结构中企业、非银同比少增，M2-M1增速剪刀差季节性回落，资金活化程度偏低。**3月企业存款、非银存款同比少增，与季节性因素和基数因素有关；政府存款同比小幅多增，指示政府支出速度偏慢。春节月次月M2-M1增速剪刀差季节性回落，但从数据来看增速本身处在历史极低水平，也反映出资金的活化程度较低，地产拖累下存款的低迷程度很难明显改善。
- **策略方面，绝对收益账户建议止盈短端等待更好机会，相对收益账户关注7Y凸点和存单。**年初以来的资金面修复主要来自利率债供给空窗期与信贷偏弱，而非央行主动放松，这表现在DR007中枢保持不变。当前美国通胀数据粘性带来的人民币汇率压力，以及一季度GDP相对无虞的增速，都很难让央行主动进一步引导利率下行。未来大概率出现货币稳健配合+财政发力的组合，这种组合会出现阶段性的供给冲击，短端上行调整的时间较长端更长，调整的幅度往往也大于长端。考虑到4月以来曲线已经陡峭化，我们认为绝对收益目标的账户当前更好的选择是做一些止盈，并保留敞口应对供给冲击带来的长端机会。相对收益目标的账户可以继续保留杠杆，关注曲线上相对估值更好的部位，如当前收益率曲线上7Y的部分仍然是偏陡峭的凸点，而同业存单收益率和1Y国债利差仍在44BP的历史较厚的水平。
- **风险提示：**货币政策转向，通胀超预期，海外货币政策收紧持续性超预期。

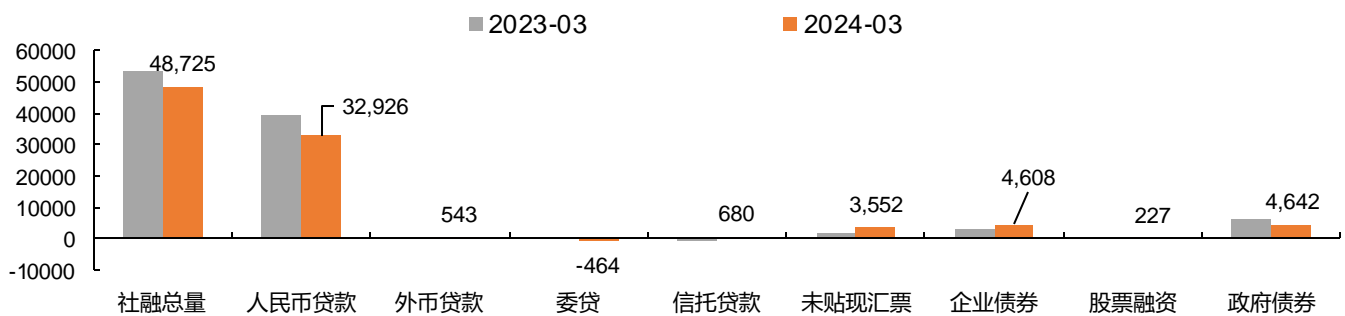
■ 新增社融超预期，部分来自统计差异，部分来自非标与企业债改善，存量社融增速如期回落

24年3月新增社融48725亿元，同比少增5142亿元，较wind市场预期高7600亿元。存量社融同比增速较上月0.3个百分点回落至8.7%。

3月少增的主要是人民币贷款、政府债券和股票融资。社融口径人民币贷款同比少增6561亿元，信贷投放虽然不及23年高基数，但整体也处在历史次高水平；股票融资同比少增387亿元，延续了去年3季度以来的同比少增趋势，股票市场融资活跃度有待提高；政府债券同比少增1373亿元，主要系今年以来政府债发行节奏偏慢。

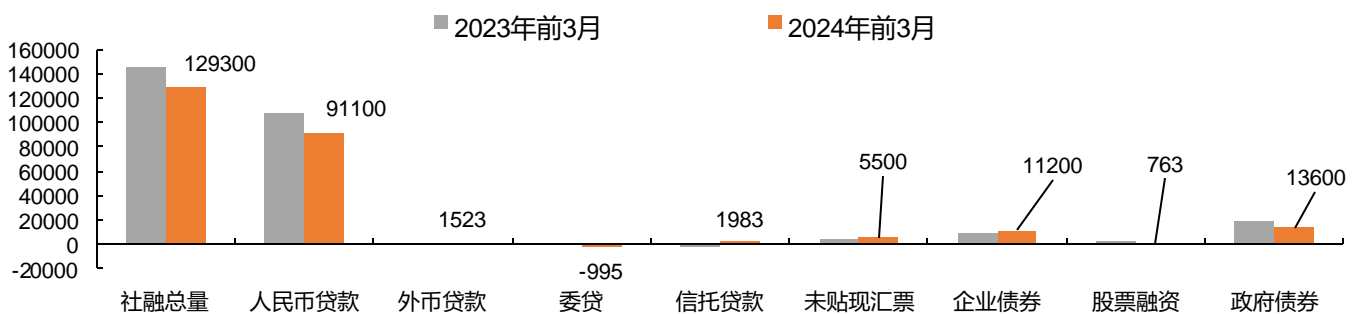
社融超预期可能一方面来自统计口径问题，一方面来自非标融资、企业债券等在3月实现了同比多增。从政府债来看，wind口径的3月国债+地方债同比少增约3145亿元，而社融口径同比少增1373亿元，此处数据统计口径的差异贡献了约2000亿偏差。社融口径的人民币贷款较信贷口径数据多出约1000亿元，前者更匹配实体融资需求，不包含银行拆借给非银的融资，说明3月市场对信贷可能过于悲观。非标融资同比多增1846亿元，与PSL撬动可能有一定关系；企业债券同比多增1251亿元，企业可能存在抓住低成本融资窗口期的考虑；外币贷款同比多增116亿元，今年以来外需偏强拉动外币贷款累计同比多增。结合1-3月的累计情况综合来看，信息指向一致，人民币贷款、政府债券和股票融资同比少增，而非标融资、企业债券和外币贷款同比多增。

图表1 3月当月新增社融及各分项（亿元）



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 前3月新增社融及各分项（亿元）

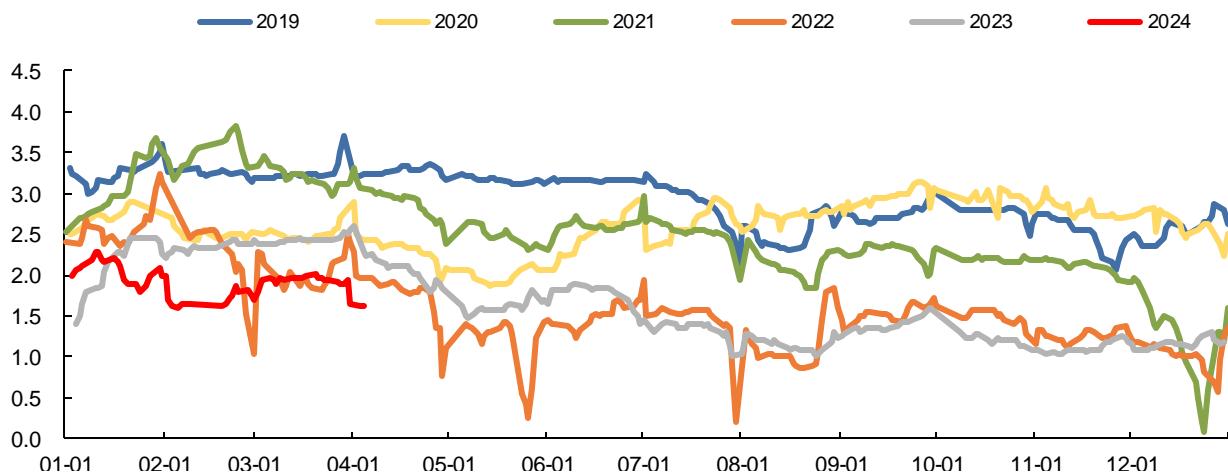


资料来源：Wind, 平安证券研究所

■ 信贷规模符合预期，居民与企业信贷结构均有待改善

人民币贷款少增，基本符合市场预期。信贷口径，3月新增人民币贷款30900亿元，同比少增8000亿元，较市场预期多增617亿元，基本符合市场预期。从票据利率来看，24年3月全月票据利率下行15BP，相比之下23年同期票据利率上行20BP，票据利率指示人民币贷款大概率同比少增。

图表3 3月票据转贴现利率全月下行15BP (%)



资料来源：Wind, 平安证券研究所

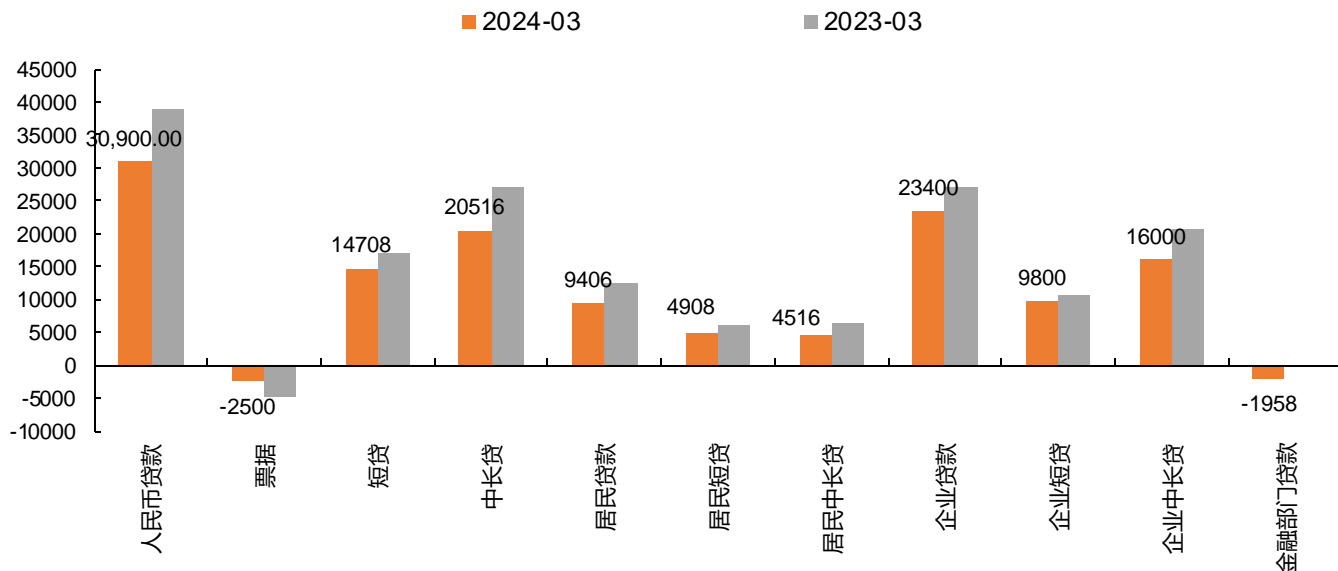
从信贷结构来看，3月居民、企业均同比少增，长贷均弱于短贷。

居民短贷、长贷均有走弱，长贷同比降幅更大。居民贷款同比少增3041亿元，居民贷款中短期贷款同比少增1186亿元，中长期贷款同比少增1832亿元。居民中长期贷款延续同比少增，和仍然偏弱的30城商品房成交数据和二手房价格数据互相验证，居民购房信心仍然偏弱。

企业贷款同比少增，主要系中长期贷款同比少增拉动，而票据融资同比多增，呈现出一定的冲量特征。3月企业贷款同比少增3600亿元，短贷、长贷均同比少增、票据融资同比多增，其中企业短贷同比少增1015亿元，企业中长贷同比少增4700亿元，票据融资同比多增2187亿元。考虑到企业债券融资同比多增，若以企业中长贷+社融口径的企业债综合代表企业的中长期融资，则3月同比少增3449亿元，相比之下2月同比少增220亿元；考虑上非标融资则同比少增约1603亿元，相比之下2月同比少增3429亿元，延续2月的同比少增趋势。全口径融资指示融资需求和信心仍有待修复。

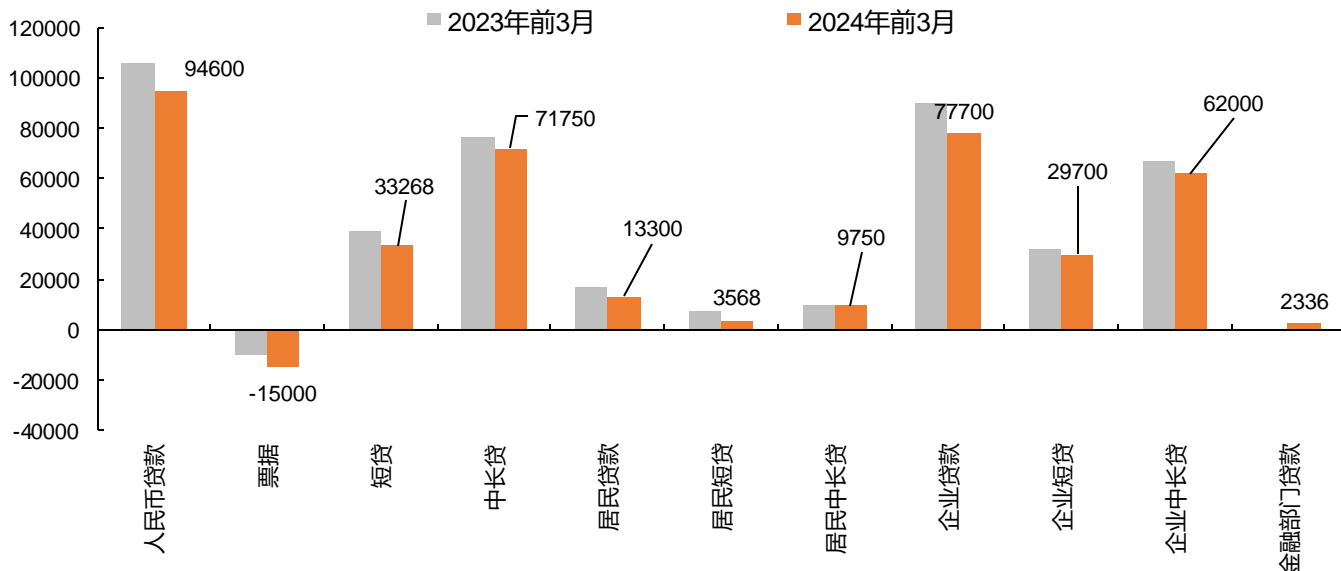
从1-3月的累计情况来看，居民、企业贷款同比均少增，其中居民短贷更弱、或反映居民消费信心不足，企业则是中长贷则弱于短贷，反映出实体融资需求仍有待修复。而金融部门贷款同比多增3127亿元，贡献了较大同比多增的部分。

图表4 3月当月新增人民币贷款及各分项(亿元)



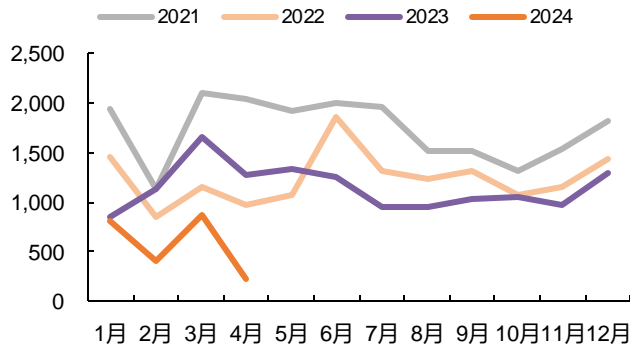
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 前3月新增人民币贷款及各分项(亿元)



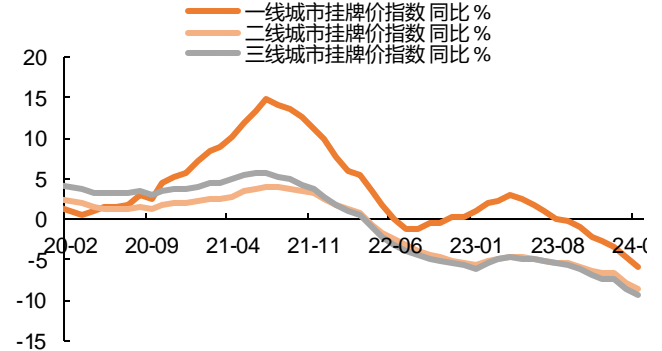
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 3月30大中城市地产销售面积进一步走弱(万平方米)



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表7 二手房挂牌价格指数同比进一步回落



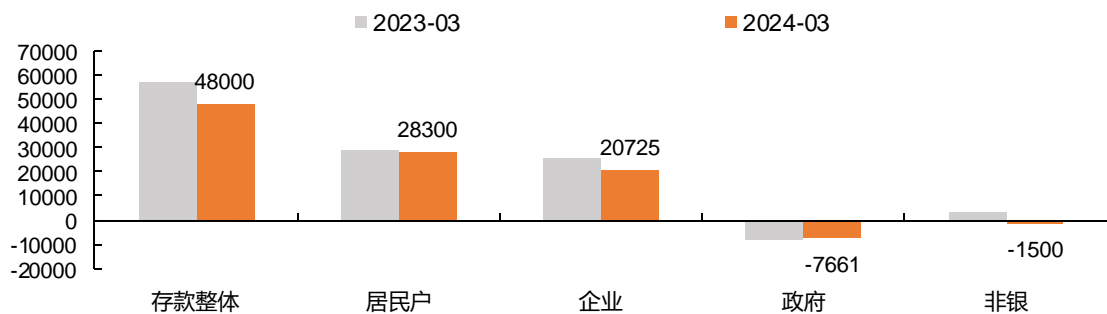
资料来源:Wind,平安证券研究所

■ 存款结构中企业、非银同比少增，M2-M1 增速剪刀差季节性回落

3月企业存款、非银存款同比少增，与季节性因素和基数因素有关；政府存款同比小幅多增，指示政府支出速度偏慢。3月新增人民币存款48000亿元，同比少增9100亿元。结构上，变化较大的主要是企业和非银存款，企业存款3月同比少增5330亿元，非银存款同比少增4550亿元；居民存款3月同比少增774亿元，政府存款同比多增751亿元。春节次月多对应企业存款少增，与部分企业年终奖节后发放有关；而非银存款同比少增，与23年3月同期基数较高有关，23年3月赎回潮褪去后此前撤出的资金回流至金融市场，贡献了23年同期的高基数，一般非银存款3月多数回落。政府存款同比变动虽然不大，但在政府债发行速度明显慢于去年同期的背景下仍实现了同比多增，反映出资金使用速度可能偏慢。

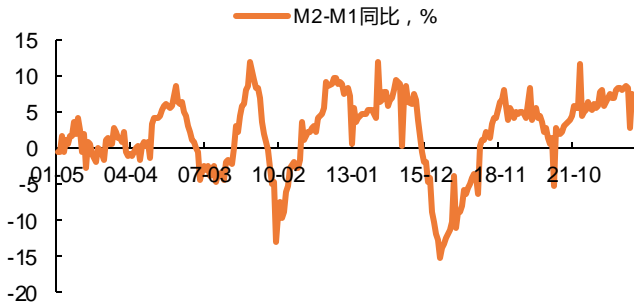
M2-M1 增速剪刀差季节性回落，资金活化程度较低。3月M2、M1同比增速分别录得8.3%、1.1%，较2月分别回落0.4和0.1个百分点，带动M2-M1剪刀差回落0.3个百分点至7.2%。此前我们在2月的金融数据点评中曾提到，春节所在月受财政支出增加和居民取现需求增加的影响，往往对应M1增速回落、M2增速回升，M2-M1剪刀差季节性回升，而3月剪刀差则季节性回落；但从数据来看，M1增速和M2增速本身处在历史极低水平，也反映出资金的活化程度较低，地产拖累下存款的低迷程度很难明显改善。3月社融增速同比回落0.3个百分点，M2增速回落0.4个百分点，带来社融-M2同比增速小幅回升0.1个百分点至0.4%。

图表8 3月新增人民币存款同比少增9100亿元(亿元)



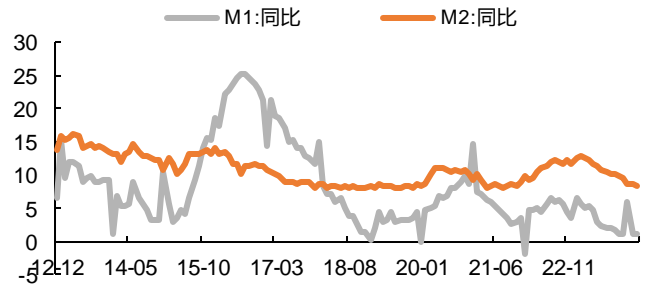
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表9 M2-M1 增速回落



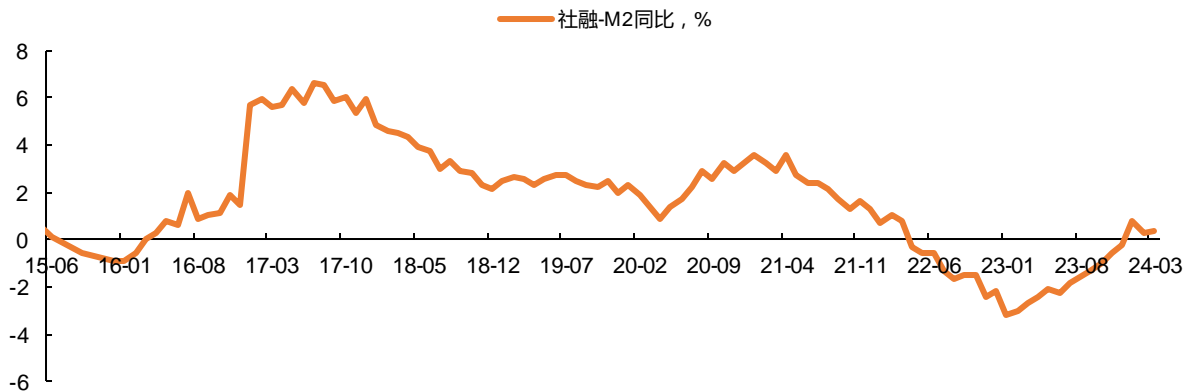
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表10 M1、M2 增速均下降 (%)



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表11 3月社融-M2 同比小幅回升



资料来源:Wind,平安证券研究所

■ 策略方面，绝对收益账户建议止盈短端等待更好机会，相对收益账户关注 7Y 凸点和存单

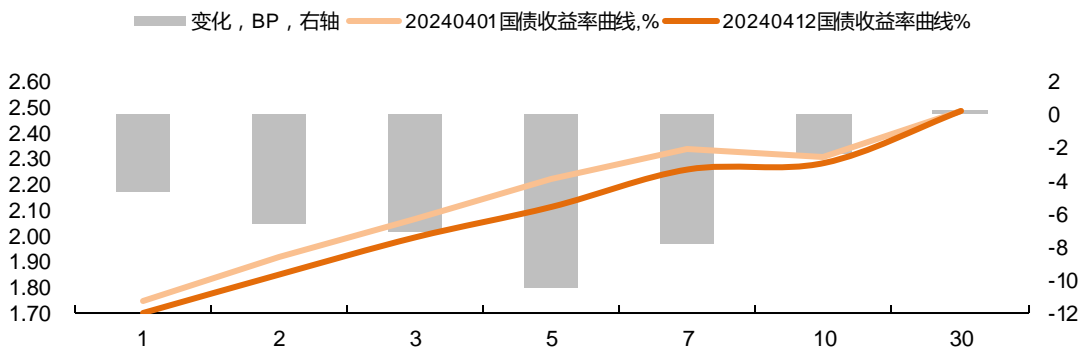
整体来看，3月社融数据呈现数量有亮点，结构待修复的特征。新增社融规模超预期可以用统计口径和非标等解释，信贷结构中的长期贷款偏弱、票据冲量特征、M1 增速低位回落等都呈现出实体融资需求仍待改善的状态。

4月以来，供给未兑现，跨季后资金面相对宽松，市场饱受“资产荒”压力。央行近期在1季度货政例会中提示长端利率下行与我国经济向好局面不匹配的风险，同时据21财经报道部分农商行接到指导，需要控制新增超长债仓位。因此，在资金面的配合下，部分机构转站短端品种，并逐渐修复曲线凸性。7年以内的品种收益率整体明显下行，尤其是5Y和7Y；短端品种方面，同业存单收益率受1-2月供给放量影响有较大估值溢价，而4月以来同业存单收益率迅速下行约20BP。

供给是确定的，时点不确定。年初以来的资金面修复主要来自利率债供给空窗期与信贷偏弱，而非央行主动放松，这表现在DR007中枢保持不变。接下来，我们是否能够看到央行主动引导市场利率下行并保持在政策利率下方？我们认为这个可能性

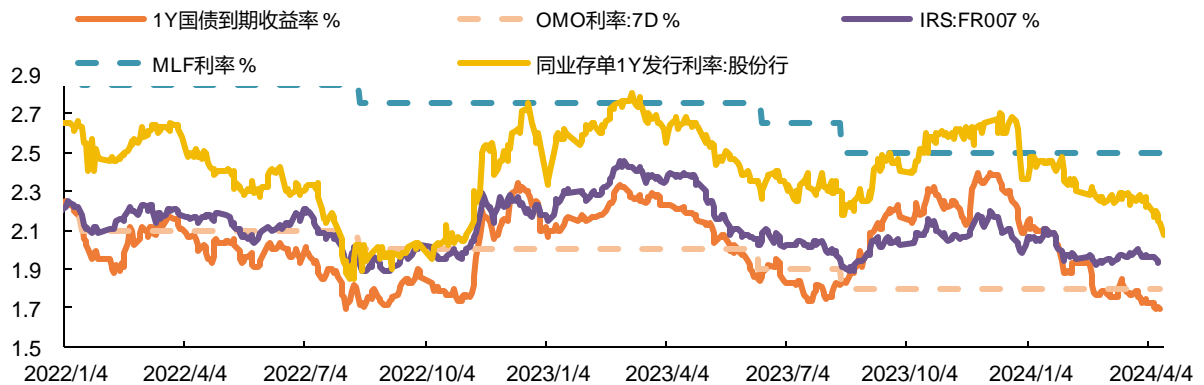
不大。首先，由于美国 3 月通胀数据超预期并呈现出广泛的黏性，年中降息的时间被大幅推延至四季度，人民币汇率压力在短期内难以缓解，会持续约束央行提供“充足”流动性。这是 22 年 4 月人民币大幅贬值以来，货币政策持续面临的挑战。其次，一季度 GDP 实现 5% 以上增速的可能性比较高，这意味着年初经济表现“达标”，略显不足的是 CPI 和 PPI 仍呈现一定的回落压力（3 月核心 CPI 环比创历史新低）。不过，解决价格问题可以通过降息压低名义利率，也可以通过财政发挥“最后借款人”的职能。一季度是货币发力而财政小幅回落，二季度供给是相对确定的，特别国债也在紧锣密鼓的准备中，因此大概率出现货币稳健配合+财政发力的组合，这种组合会出现阶段性的供给冲击，短端上行调整的时间较长端更长，调整的幅度往往也大于长端。考虑到 4 月以来曲线已经陡峭化，我们认为绝对收益目标的账户当前更好的选择是做一些止盈，并保留敞口应对供给冲击带来的长端机会。相对收益目标的账户可以继续保留杠杆，关注曲线上相对估值更好的部位，如当前收益率曲线上 7Y 的部分仍然是偏陡峭的凸点，而同业存单收益率和 1Y 国债利差仍在 44BP 的历史较厚的水平。

图表12 4月以来收益率曲线陡峭化下行



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表13 历经4月同业存单利率大幅下行后，当前其和1Y国债利差仍然相对可观（%）



资料来源:Wind, 平安证券研究所

- 风险提示：货币政策转向，通胀超预期，海外货币政策收紧持续性超预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层