

市场主体融资需求偏弱叠加信贷“均衡投放”要求，3月金融数据继续回落

——2024年3月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2024年4月12日，央行公布数据显示，2024年3月新增人民币贷款3.09万亿，同比少增8000亿；3月新增社会融资规模48725亿，同比少增5142亿。3月末，广义货币(M2)同比增长8.3%，增速比上月末低0.4个百分点；狭义货币(M1)同比增长1.1%，增速较上月末低0.1个百分点。

基本观点：

整体上看，3月新增信贷、社融环比季节性大规模回升，但同比少增幅度较大。除上年同期基数明显偏高外，背后主要是当前楼市较为低迷、宏观经济依然面临一定下行压力，市场主体融资需求偏弱；与此同时，监管层要求银行信贷“均衡投放”，避免一季度信贷过度集中投放导致经济波动性加大。这也会对3月新增贷款有一定影响，并且是一季度新增贷款合计同比少增1.14万亿的重要原因。社融方面，受贷款和政府债券融资拖累，3月新增社融同比少增逾5000亿元，但少增规模小于贷款，这主要受表外票据融资和企业债券融资同比多增支撑。

展望未来，4月新增信贷和社融环比会有季节性回落，但伴随上年同期基数走低，信贷“均衡投放”影响反转，以及“三大工程”全面推进、政府债券发行节奏加快，4月新增贷款和社融同比回落幅度有望显著缓和，不排除出现同比多增的可能。考虑到当前及未来一段时间物价水平都会处于偏低状态，而完善今年“5.0%左右”的增长目标需要逆周期调节政策适度加力，后期降息降准都有空间。

具体来看：

一、3月新增人民币贷款同比大幅少增，除去年同期基数偏高外，主要原因是当前楼市仍然偏冷，消费不旺，经济运行仍面临一定下行压力，会在一定程度上抑制市场主体的融资需求；与此同时，从供给角度看，货币信贷政策强调“均衡投放”，也可能继续对3月新增信贷规模有一定影响。

3月新增人民币贷款3.09万亿元，环比季节性回升1.64万亿元，但同比大幅少增8000亿元，拖累月末贷款余额增速较上月末放缓0.5个百分点至9.6%。实际上，3月底票据利率大幅回落，市场已普遍预计3月信贷数据可能不强。除去年同期基数偏高外，主要原因是尽管一季度宏观经济可能好于市场普遍预期，

但当前楼市仍然偏冷，消费不旺，经济运行仍面临一定下行压力，这会一定程度上抑制市场主体的融资需求。同时，从供给角度看，当前货币信贷政策强调“均衡投放”，重点是避免一季度信贷投放量过高，这也可能继续对3月新增信贷规模有一定影响。

从结构上看，3月信贷各分项新增规模均高于上月，这符合假期因素退去和季末信贷发力的季节性规律，当月的非银贷款负增1958亿元，环比大幅多减6003亿元——我们判断，主要原因是2月较大规模的新增非银贷款或为“救市”资金，而3月股市进入反弹过程，由此非银贷款在3月有显著回落。

同比来看，除票据融资同比少减2187亿元以外，3月信贷各分项均现同比少增。居民贷款方面，3月居民短贷和中长期贷款恢复正增，分别新增4908亿元和4516亿元，但同比仍分别少增1186亿元和1832亿元，反映在楼市偏冷、消费不旺背景下，居民新增贷款需求仍受到抑制。同时，考虑到当前房贷利率相较存款、理财等资产收益率仍然偏高，不排除居民仍在提前偿还房贷的可能。

企业贷款方面，3月企业中长期贷款同比少增4700亿元。这一方面与去年同期高基数有关，另一方面，当前地产、城投两个主要行业都处于调整阶段，信贷需求收缩，并且正在偿还存量贷款，这会不可避免地影响中长期贷款增量。此外，3月企业短贷同比少增1015亿元，票据融资虽同比少减2187亿元，但仍然保持负增，显示尽管当月企业中长期贷款同比大幅少增，但在信贷“均衡投放”要求下，银行并未通过短贷和票据冲量。

二、受贷款和政府债券融资拖累，3月新增社融同比少增逾5000亿元，但少增规模小于贷款，这主要受表外票据融资和企业债券融资同比多增支撑。

3月新增社融4.87万亿元，环比季节性多增3.35万亿元，同比少增5142亿元，拖累月末社融存量增速下滑0.3个百分点至8.7%。社融各分项中，除投向实体经济的人民币贷款同比少增外，政府债券融资也少增1373亿元，背后是一季度特别国债资金下拨地方、地方政府专项债发行相对较缓，这一现象在3月仍在持续。

不过，3月新增社融同比表现要好于信贷，这主要受表外票据融资和企业债券融资拉动。3月表外票据融资同比多增1760亿元，我们判断可能与当月票据到期量较少有关，同时3月表内票据融资延续负增，表外转表内冲击减弱，也对表外票据融资规模形成支撑。3月企业债券融资同比多增1251亿元，在城投新增融资受到严格限制、房企发债不畅的情况下，企业债券融资同比多增主要受地产债以外的产业债拉动——当前债券发行利率处历史低位，对产业类企业债券融资需求有较强提振。

三、主要受信贷同比少增影响，3月末M2增速延续近期回落趋势；M1增速低位下行，主要受楼市低迷以及市场主体经营和投资活跃度不足拖累，3月末M2与M1增速“剪刀差”继续处于较高水平。

M2方面，3月末同比增速为8.3%，较上月末回落0.4个百分点，创近30个月以来最低。直接原因是当月贷款同比少增，各项贷款余额增速下行0.5个百分点，这会导致存款派生速度下降。2023年2月以来，M2增速从12.9%持续下行，根本原因是受房地产行业持续调整影响，经济面临一定下行压力，而且物价水平也在走低，名义GDP增速下滑较快，这导致市场主体融资需求下降，各项贷款余额增速从2023年3月末的11.1%持续降至今年3月末的9.6%，存量社融增速也从2023年3月末的10%降至今年3月末的8.7%。存款由贷款派生，M2和社融是一体两面，融资需求放缓带动货币供应量减速。

不过，当前M2增速仍然高于名义GDP增速，符合“M2增速要与经济增长和价格水平预期目标相匹配（分别为5.0%左右和3.0%）”的要求。这意味着与宏观经济运行状况相比，当前8.3%的M2增速仍处于较快增长水平，金融系统对宏观经济的资金支持力度不低，也是货币政策逆周期调节发力的体现。

3月末M1增速为1.1%，较上月末下行0.1个百分点，继续处于明显偏低水平，背后是楼市偏冷，以及企业经营投资活跃度仍有待提升。

3月末M2和M1增速的“剪刀差”为7.2个百分点，较上月收窄0.3个百分点，但继续处于偏高水平。近年来M2与M1增速“剪刀差”持续处于高位，主要原因是房地产低迷背景下，居民购房需求下降，居民存款向房企活期存款转移受阻，同时经济下行压力下，企业经营投资活跃度偏弱，资金“活化”比重下降。这也意味着宽货币向稳增长的传导不畅。当前亟需通过有效刺激内需、提振实体经济活跃度，特别是推动房地产行业尽快实现软着陆等方式，提振经济内生增长动能。

整体上看，3月新增信贷、社融环比季节性大规模回升，但同比少增幅度较大。除上年同期基数明显偏高外，背后主要是当前楼市较为低迷、宏观经济依然面临一定下行压力，市场主体融资需求偏弱；与此同时，监管层要求银行信贷“均衡投放”，避免一季度信贷过度集中投放导致经济波动性加大。这也会对3月新增贷款有一定影响，并且是一季度新增贷款合计同比少增1.14万亿的重要原因。

展望未来，4月新增信贷和社融环比会有季节性回落，但伴随上年同期基数走低，信贷“均衡投放”影响反转，以及“三大工程”全面推进、政府债券发行节奏加快，4月新增贷款和社融同比回落幅度有望显著缓和，不排除出现同比多增的可能。不过，考虑到当前经济仍然面临一定下行压力，特别是地产、城投两个主要行业都处于调整阶段，信贷需求收缩，并且正在偿还存量贷款，这会不可避免地影响信贷总量

增速。而当前政策面的重点是盘活以上存量贷款，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，做好“五篇大文章”。因此，当前及未来一段时间，可适度淡化对信贷、社融总量的关注，重点观察结构性货币政策工具引导金融资源对重点领域有效需求的满足程度，其中包括制造业中长期贷款、普惠小微企业贷款、绿色贷款等的增速。这是今年货币政策“精准有效”的具体体现。

货币政策走向方面，开年前两个月宏观数据超出市场预期，3月官方PMI指数大幅反弹，一季度GDP增速有望达到5.0%左右，高于此前普遍预期，加之2月5年期以上LPR报价大幅下调、全面降准落地不久，我们判断短期内实施降息降准的可能性都不大。不过，当前房地产行业还处于调整状态，宏观经济仍面临一定下行压力。这意味着接下来包括大规模设备更新及耐用消费品以旧换新等在内的稳增长措施会扎实推进，房地产支持政策仍需进一步加码，也不排除年中前后实施降息降准的可能。未来一段时间物价水平会继续处于稳中偏低状态，加之海外“降息潮”临近，都为后期国内货币政策灵活调整、“更加注重做好逆周期调节”拓展了空间。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。