

## 二季度关注政府债发行情况

——银行行业月报

强于大市 (维持)

2024 年 04 月 15 日

### 事件:

2024 年 4 月 12 日, 中国人民银行发布 2024 年 3 月金融统计数据报告、社融存量以及增量统计数据报告。

### 投资要点:

**3 月社融存量增速 8.7%, 增速环比下降 0.3%:** 3 月, 社融新增 4.87 万亿元, 同比少增 5142 亿元。其中, 新增贷款和政府债是主要拖累项。一季度合计增量为 12.93 万亿元, 同比少增 1.61 万亿元。存量规模达到 390.32 万亿元, 同比增速 8.7%, 较 2 月同比增速环比下降 0.3%。基本符合市场预期。综合看, 我们预计二季度发债有望提速, 或对社融增速有一定的支撑。

**3 月金融数据出现一定波动:** 3 月, 新增人民币贷款 3.09 万亿元, 同比少增 8000 亿元。一季度合计增量为 9.46 万亿元, 同比少增 1.14 万亿元。金融机构人民币贷款余额 247.05 万亿元, 同比增长 9.6%, 增速环比下行 0.5%。2 月和 3 月新增贷款略有波动, 与 2023 年末以来盘活存量和均衡投放的政策基调保持一致。居民端, 3 月增加 9406 亿元, 其中, 短期贷款增加 4908 亿元; 中长期贷款增加 4516 亿元。如果结合 1-2 月份数据看, 一季度合计新增 1.33 万亿元, 较 2023 年同期少增 3800 亿元, 其中中长期贷款增加 9750 亿元, 同比多增 308 亿元。结合地产销售数据看, 居民中长期贷款新增明显强于地产销售, 预计或与提前还贷下降有关。企业端, 3 月新增 2.34 万亿元, 其中, 短期贷款增加 9800 亿元; 中长期贷款增加 1.6 万亿元; 票据融资减少 2500 亿元。一季度企业中长期贷款合计 6.2 万亿元, 比去年同期少增 4800 亿元。考虑到 2023 年一季度较高的基数因素, 我们认为企业端贷款增长仍保持良好态势。当前政策看, 2023 年 12 月新增的 PSL 额度已经落实到政策性银行, 房地产融资得到了一定的支持, 对当期企业端融资有一定的支撑。

**信贷增长放缓拉低 M2 增速:** 3 月, M2 同比增长 8.3%, 增速环比下行 0.4%; M1 同比增长 1.1%, 增速环比下降 0.1%。M2 增速下行主要是受到信贷增速下行的影响, 二季度预计负面影响或持续, 不过降幅或有收窄。M1 基本保持平稳, 结合财政存款数据, 预计财政投放加速起到了一定的支撑作用。

**投资策略:** 综合来看一季度社融以及信贷数据, 在盘活存量和均衡投放的新模式下, 单月的融资数据略有波动符合预期。未来仍需重点关注稳增长政策的落地情况, 短期看社会融资需求或难以明显回暖, 实体融资利率仍保持下行趋势。2023 年末以来, 宏观环境以及企业盈利预测持续调整的过程中, 高股息策略受到了市场的持续关注, 其中长端利率的下行是推动高股息资产价格表现的重

### 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

### 相关研究

一季度新发产品数量和规模均同比正增长  
经营承压 关注未来需求回升  
政策仍在继续发力

分析师:

郭懿

执业证书编号:

S0270518040001

电话:

01056508506

邮箱:

guoyi@wlzq.com.cn

要因素。银行股较高的股息率以及极低的估值成为资金的优选，叠加市场防御需求上升，助推了整个银行板块的市场表现。往后看，高股息策略中，分母端的支持因素或已较多反应，而分子端的稳定性成为高股息选股的重点逻辑。另外，从分红的角度看，分红率的提升，有利于银行股估值的提升。不过，由于银行本身商业模式的限制，净利润除了分红外，留存收益部分作为重要的资本内源补充，满足监管对资本充足的要求，推动未来业务和规模的扩张。综合考虑银行股当前的股息率以及估值水平。我们认为短期板块防御属性仍然较为明显。后续经济逐步回暖以及信用风险的改善，或带来新一轮的行情催化。

**风险因素：**宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

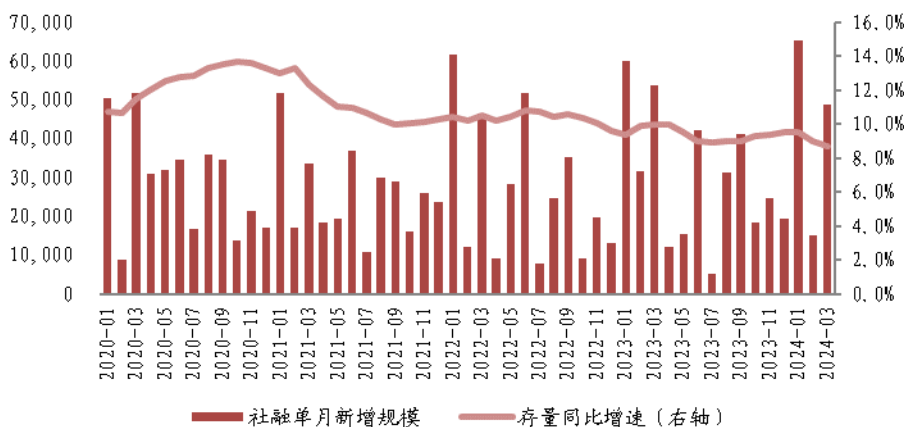
## 正文目录

1 3月社融存量同比增速 8.7%，增速环比下降 0.3%.....	4
2 3月金融数据出现一定波动.....	5
3 M1 同比增速 1.1%，增速环比下降 0.1%.....	6
4 投资策略.....	7
5 风险提示.....	7
图表 1: 社融单月新增规模及存量增速 (单位: 亿元, %)	4
图表 2: 3月分项数据同比变动 (单位: 亿元)	4
图表 3: 表外融资规模变动 (单位: 亿元)	4
图表 4: 新增人民币贷款规模及存量增速 (单位: 亿元, %)	5
图表 5: 居民端新增贷款结构图 (单位: 亿元)	5
图表 6: 企业新增贷款结构图 (单位: 亿元)	6
图表 7: M1 和 M2 同比增速 (单位: %)	6

### 1 3月社融存量同比增速 8.7%，增速环比下降 0.3%

3月，社融新增4.87万亿元，同比少增5142亿元。其中，新增贷款和政府债是主要拖累项。一季度社融合计增量为12.93万亿元，同比少增1.61万亿元。存量规模达到390.32万亿元，同比增速8.7%，增速环比下降0.3%。基本符合市场预期。综合看，我们预计二季度发债有望提速，或对社融增速有一定的支撑。

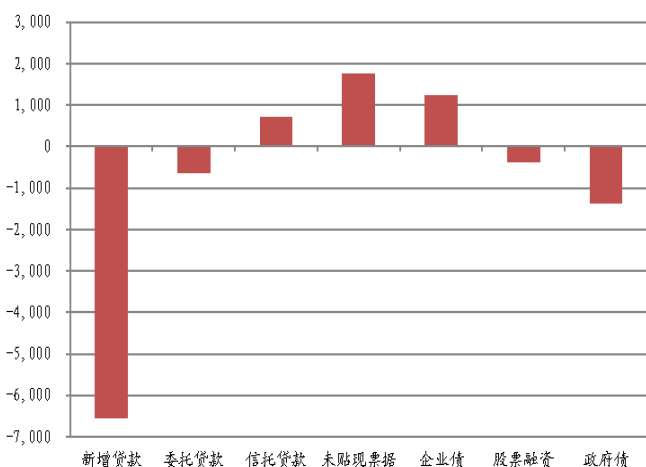
图表1: 社融单月新增规模及存量增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

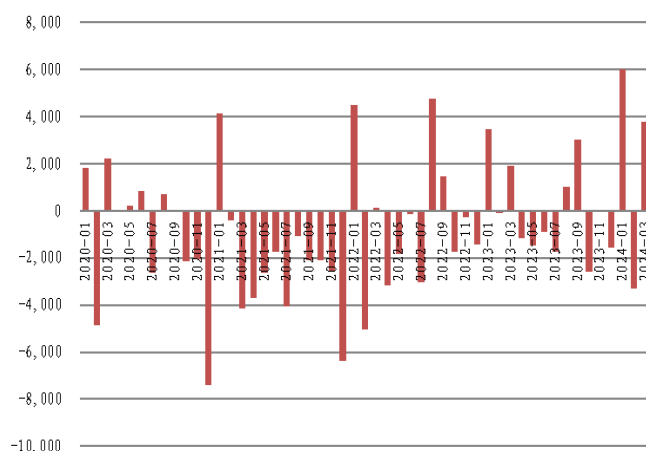
分项数据看, 一季度, 社融口径的新增人民币贷款9.11万亿元, 同比少增1.59万亿元; 委托贷款减少995亿元, 同比多减1676亿元; 信托贷款增加1983亿元, 同比多增2024亿元; 未贴现的银行承兑汇票增加5500亿元, 同比多增814亿元; 企业债券净融资1.12万亿元, 同比多2551亿元; 政府债券净融资1.36万亿元, 同比少4708亿元; 非金融企业境内股票融资763亿元, 同比少1386亿元。

图表2: 3月分项数据同比变动 (单位: 亿元)



资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

图表3: 表外融资规模变动 (单位: 亿元)

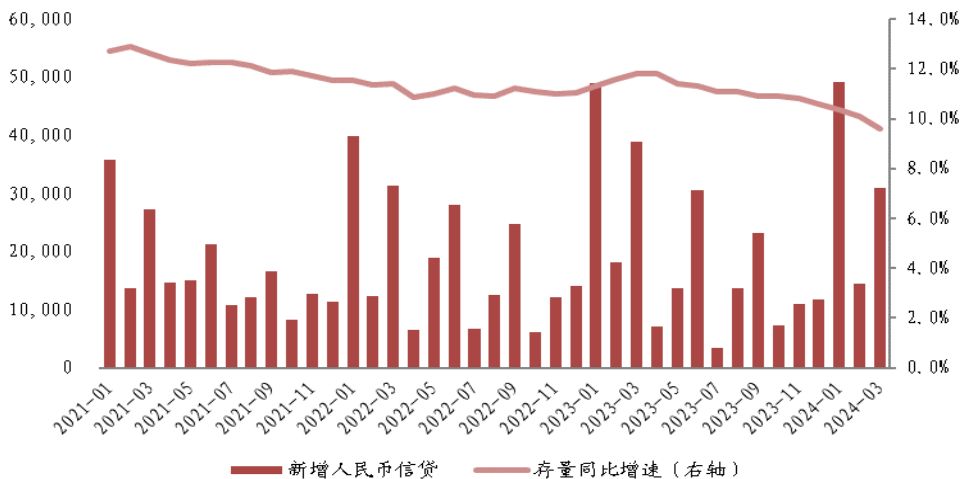


源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

## 2 3月金融数据出现一定波动

3月，新增人民币贷款3.09万亿元，同比少增8000亿元。一季度合计增量为9.46万亿元，同比少增1.14万亿元。金融机构人民币贷款余额 247.05万亿元，同比增长9.6%，增速环比下行0.5%。2月和3月新增贷款略有波动，与2023年末以来盘活存量和均衡投放的政策基调保持一致。

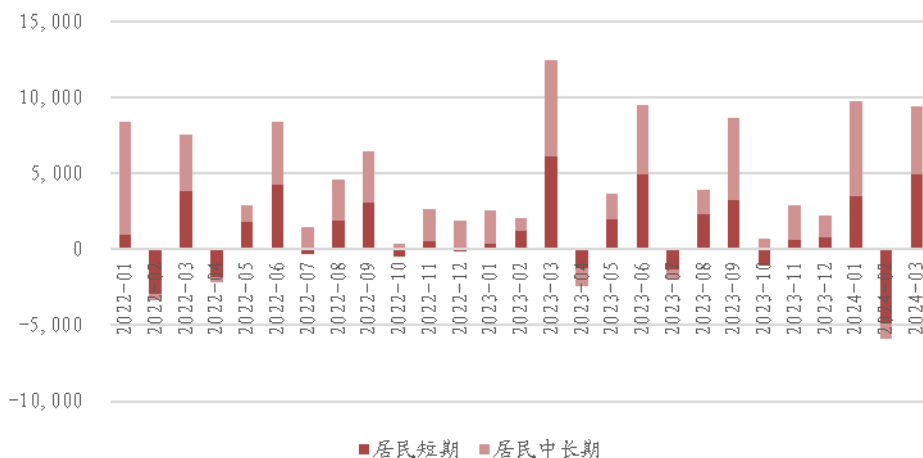
图表4: 新增人民币贷款规模及存量增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

居民端, 3月增加 9406 亿元, 其中, 短期贷款增加 4908 亿元; 中长期贷款增加 4516 亿元。如果结合 1-2 月份数据看, 一季度合计新增 1.33 万亿元, 较 2023 年同期少增 3800 亿元, 其中中长期贷款增加 9750 亿元, 同比多增 308 亿元。结合地产销售数据看, 居民中长期贷款新增明显强于地产销售, 预计或与提前还贷下降有关。

图表5: 居民端新增贷款结构图 (单位: 亿元)

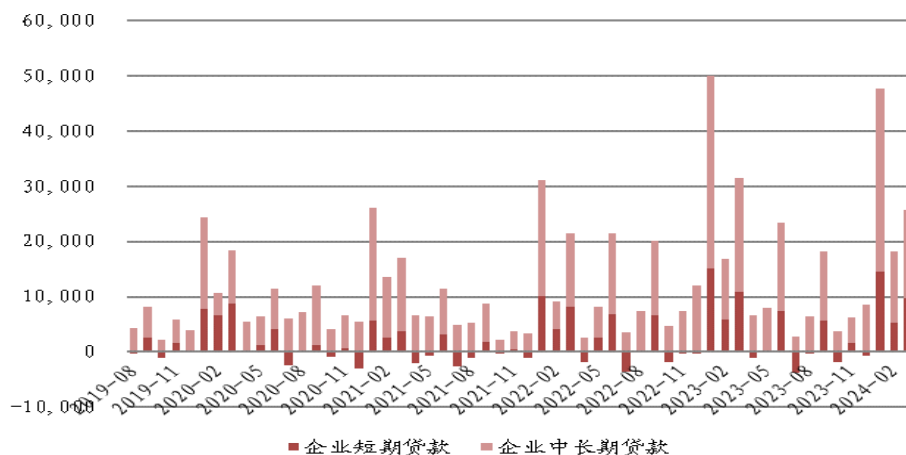


资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

企业端, 3月新增2.34万亿元, 其中, 短期贷款增加9800亿元; 中长期贷款增加

1.6万亿元；票据融资减少2500亿元。一季度企业中长期贷款合计6.2万亿元，比去年同期少增4800亿元。考虑到2023年一季度较高的基数因素，我们认为企业端贷款增长仍保持良好态势。当前政策看，2023年12月新增的PSL额度已经落实到政策性银行，房地产融资得到了一定的支持，对当期企业端融资有一定的支撑。

图表6: 企业新增贷款结构图 (单位: 亿元)



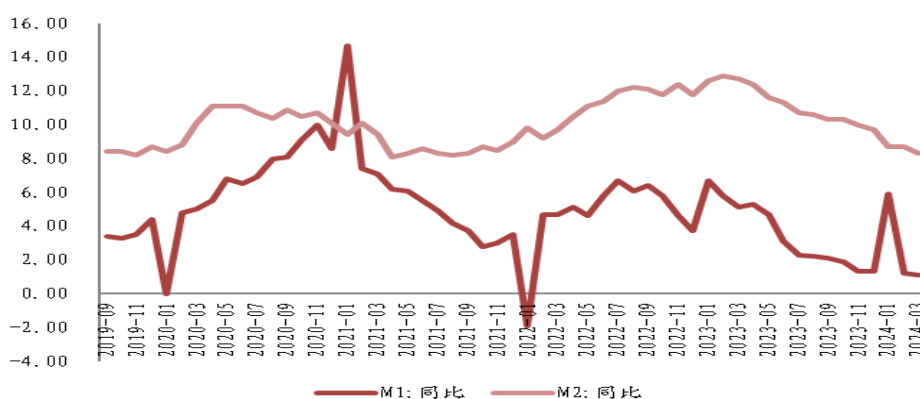
资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

### 3 M1 同比增速 1.1%，增速环比下降 0.1%

3 月份，人民币存款增加 4.8 万亿元，同比少增 9100 亿元。结构上，住户存款增加 2.83 万亿元，非金融企业存款增加 2.07 万亿元，财政性存款减少 7661 亿元，非银行业金融机构存款减少 1500 亿元。3 月末人民币存款余额 295.5 万亿元，同比增长 7.9%，增速环比下滑 0.5%。

3月，M2同比增长8.3%，增速环比下行0.4%；M1同比增长1.1%，增速环比下降0.1%。M2增速下行主要是受到信贷增速下行的影响，二季度预计负面影响或持续，不过降幅或有收窄。M1基本保持平稳，结合财政存款数据，预计财政投放加速起到了一定的支撑作用。

图表7: M1 和 M2 同比增速 (单位: %)



资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

## 4 投资策略

综合来看一季度社融以及信贷数据，在盘活存量和均衡投放的新模式下，单月的融资数据略有波动符合预期。未来仍需重点关注稳增长政策的落地情况，短期看社会融资需求或难以明显回暖，实体融资利率仍保持下行趋势。

2023年末以来，宏观环境以及企业盈利预测持续调整的过程中，高股息策略受到了市场的持续关注，其中长端利率的下行是推动高股息资产价格表现的重要因素。银行股较高的股息率以及极低的估值成为资金的优选，叠加市场防御需求上升，助推了整个银行板块的市场表现。往后看，高股息策略中，分母端的支持因素或已较多反应，而分子端的稳定性成为高股息选股的重点逻辑。另外，从分红的角度看，分红率的提升，有利于银行股估值的提升。不过，由于银行本身商业模式的限制，净利润除了分红外，留存收益部分作为重要的资本内源补充，满足监管对资本充足的要求，推动未来业务和规模的扩张。综合考虑银行股当前的股息率以及估值水平。我们认为短期板块防御属性仍然较为明显。后续经济逐步回暖以及信用风险的改善，或带来新一轮的行情催化。

## 5 风险提示

宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场