

3月金融数据点评：社融增速接近底部区域，二季度有望边际改善



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



陈国文 研究助理
Email:chengguowen@lczq.com

投资要点：

社融增速续降。3月新增社融4.87万亿（wind一致预期4.11万亿），高基数下同比少增5142亿，社融存量增速环比回落0.3个百分点至8.7%。信贷同比少增，政府债供给偏慢是拖累社融增速的主因。

企业、居民贷款双双走弱。金融机构当月新增人民币贷款3.09万亿，同比少增8000亿。①企业部门当月新增2.34万亿，同比少增3600亿。**企业短贷同比少增。**一是去年同期基数偏高；二是中票、短融净融资规模同比多增，对企业短贷有一定“挤出”；三是产成品库存低位徘徊，企业资金周转需求偏弱。**企业中长贷再度同比少增。**一是在“盘活存量”、“避免资金沉淀空转”政策基调下，信贷投放更加注重质量和结构，高基数下同比少增；二是3月制造业PMI录得50.8%，生产、需求等各主要分项均重回扩张区间，支撑企业中长贷；三是化债背景下，部分城投和非标陆续回表，对企业中长贷有所拉动。②居民部门当月新增9406亿，同比少增3041亿。指向居民消费端动力较弱，地产销售发生实质性改善需等待。

M1、M2剪刀差小幅收窄。①M1方面，当月增速下滑0.1个百分点至1.1%，一是M0增速季节性回落。或与春节过后，居民取现需求走弱有关；二是单位活存仍然负增长。单位资金活化率仍低指向企业生产和投资意愿依旧偏弱。②M2方面，当月增速下滑0.4个百分点至8.3%，或与政府债发行偏慢，财政支出有所放缓有关；以及贷款增速整体回落有关。M1、M2剪刀差小幅收窄至-7.2%。绝对值仍处于历史低位，或指向实体经济活力依然偏弱。

社融增速接近底部。受新增信贷、政府债同比少增影响，一季度社融整体表现差强人意。一是“不惟增量、有取有舍”，信贷供给或更加注重向重大战略、重点领域和薄弱环节等领域倾斜，顺应培育和发展新质生产力、推动高质量发展的总体要求；二是开年出口、制造业、消费等经济分项表现出一定韧性，政府债为后续发挥托举作用留足空间。往前看，一方面信贷二季度高基数效应渐退，或将减少对社融的拖累；另一方面，专项债、特别国债或将在二季度逐步发力，为社融提供有效支撑。当前社融增速或接近底部区域，二季度有望迎来边际改善。

风险提示：房地产等重点领域风险扩大；财政政策货币政策稳增长不及预期；监管政策出现重大变化；海外流动性超预期收紧。

相关报告

美国3月非农点评：就业延续强势，降息再推后

2024.04.10

2月金融数据点评：社融增速回落，宽信用有待观察

2024.03.18

低基数效应显现，进出口数据迎来“开门红”——1-2月进出口数据解读

2024.03.12

目 录

1. 社融：增速下行，高于市场预期	4
1.1 社融存量增速环比下行	4
1.2 结构上信贷、政府债仍是主要拖累	4
2. 信贷：企业、居民部门同比均少增	7
2.1 企业部门：短贷、中长贷高基数下少增	8
2.2 居民部门：连续两月同比少增，指向消费、地产仍弱	8
3. M1、M2 增速均回落，剪刀差小幅收窄	9
3.1 M0 季节性回落，贷款增速回落，剪刀差仍处低位	9
3.2 社融增速二季度有望改善	11
4. 风险提示	11

图目录

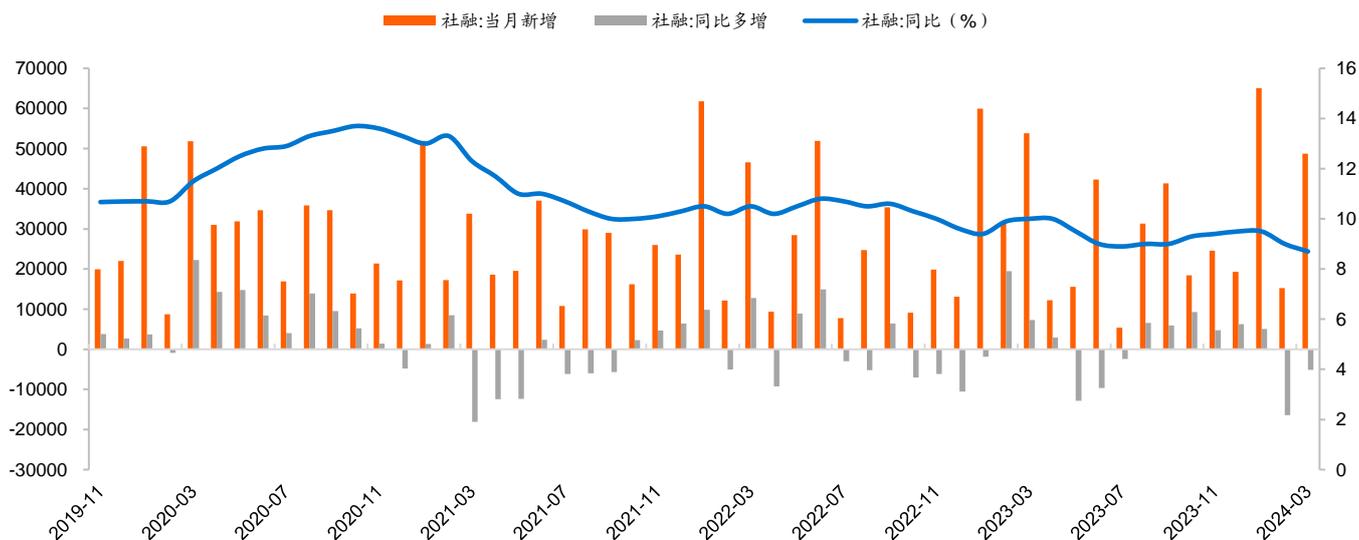
图 1	社融存量增速环比回落 (亿元)	4
图 2	社融主要分项均有所回落 (亿元)	5
图 3	3 月票据贴现利率中枢上移	5
图 4	国债净融资同比少增	6
图 5	地方政府一般债净融资同比少增	6
图 6	3 月专项债发行节奏偏慢	6
图 7	城投债净融资同比少增	6
图 8	3 月城投债收益率	7
图 9	3 月中票、短融净融资额同比增加	7
图 10	3 月新增人民币贷款同比少增 (亿元)	7
图 11	企业、居民部门同比均少增 (亿元)	8
图 12	企业部门中长期贷款同比少增 (亿元)	8
图 13	企业部门短期贷款同比少增 (亿元)	8
图 14	30 大中城市商品房销售同比 (%)	9
图 15	居民部门中长期贷款同比少增 (亿元)	9
图 16	居民部门短期贷款同比少增 (亿元)	9
图 17	M1、M2 剪刀差小幅收窄 (%)	10
图 18	居民存款同比少减, 企业、居民、非银存款同比均少增 (亿元)	10
图 19	M0 季节性回落 (%)	11
图 20	人民币贷款增速回落 (%)	11

1. 社融：增速下行，高于市场预期

1.1 社融存量增速环比下行

社融增速续降。3月新增社融4.87万亿（wind一致预期4.11万亿），高基数下同比少增5142亿，社融存量增速环比回落0.3个百分点至8.7%。结构上看，信贷同比少增，政府债供给偏慢是拖累社融增速的主因；信托贷款、企业债券以及未贴现银行承兑汇票是主要支撑项。

图1 社融存量增速环比回落（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

1.2 结构上信贷、政府债仍是主要拖累

人民币贷款高基数下同比少增。3月社融口径新增人民币贷款3.29万亿，同比少增6561亿。**一是基数偏高。**去年同期实体信贷新增3.95万亿，为有数据统计以来新高；**二是“均衡投放”指引下，银行季末冲量诉求有所减弱。**3月票据贴现（6M）利率中枢1.94%，环比2月上行23bp，虽然当月票据融资同比少减2187亿，但主因票据规模整体回升，表外未贴现票据亦同比多增1761亿。往前看，央行货币政策委员会2024年第一季度例会上再次强调“引导信贷合理增长、均衡投放”，预计信贷月与月之间波动将进一步平滑，随着二季度基数效益渐退，人民币贷款或将减少对社融的拖累。

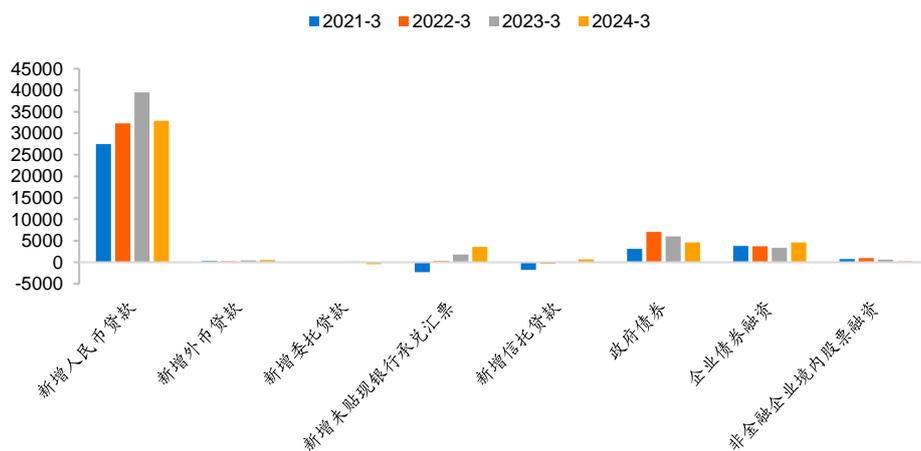
政府债券同比少增。政府债券当月新增4642亿，同比少增1373亿。结构上看，**一是国债净融资由正转负。**当月新发国债9500亿，净融资1411亿，同比少增171亿；**二是地方一般债发行仍然偏慢。**当月新发地方债一般债356亿，净融资177亿，同比少增362亿；**三是专项债仍是最大拖累项。**当月新增专项债2308亿，同比少增2991亿。国债、地方债净融资同比均少增，或仍然指向去年万亿特别国债增发资金落地后，相关项目储备有所消耗，补充资金需求相对偏弱。往前看，预计二季度专项债发行进度将加快，为政府债融资提供有效支撑。

企业债融资同比多增。企业债券当月新增4608亿，同比多增1251亿，或受利率下行，企业发债性价比有所提升影响。结构上，仍然延续“城投债发行规模低，中票、短融新增规模高”的特点。城投债当月净融资-257亿，同比多减2635亿，或指向化债力度仍强；中票和短融当月净融资2872亿，同比多增1889亿，或指向低利率环境下，企业更多是为运营周转、增加流动性和借新还旧而发债。

外币贷款同比多增。当月新增外币贷款 543 亿，同比多增 116 亿。一是进口增速下滑边际收窄。3 月我国进口金额同比-1.9%，虽然延续负增，但较 2 月-8.2%有所收窄，或带动当月进口付汇需求有所提升；二是美联储货币政策对外币贷款影响减弱。虽然美国 3 月就业和通胀数据均超出市场预期，指向降息紧迫性和必要性下降，但市场在博弈美联储降息过程中，对降息预期的反复波动逐渐适应，对数据关注或有所钝化。

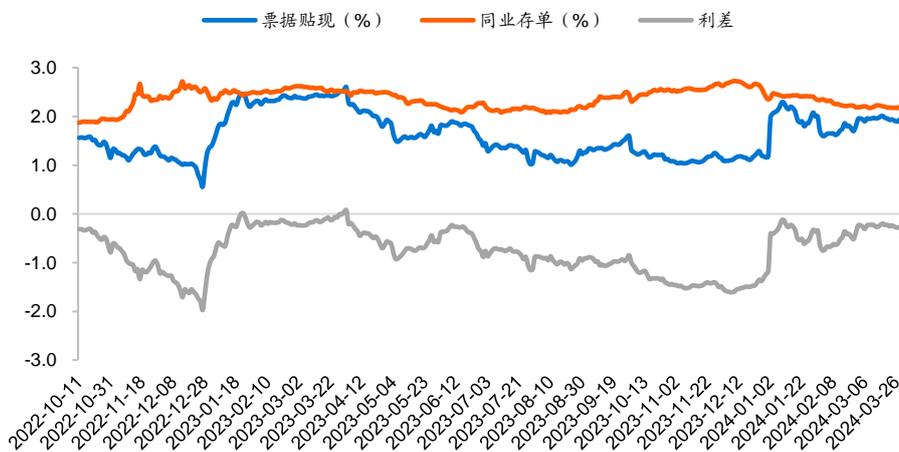
信托贷款同比多增，委托贷款同比少增。信托贷款、委托贷款当月分别新增 680 亿和-464 亿，同比分别多增 725 亿和少增 639 亿。前者或指向城投投融资规模压降后，部分融资需求转至表外；后者或指向政策性银行的基建配套融资依然偏弱。

图2 社融主要分项均有所回落（亿元）



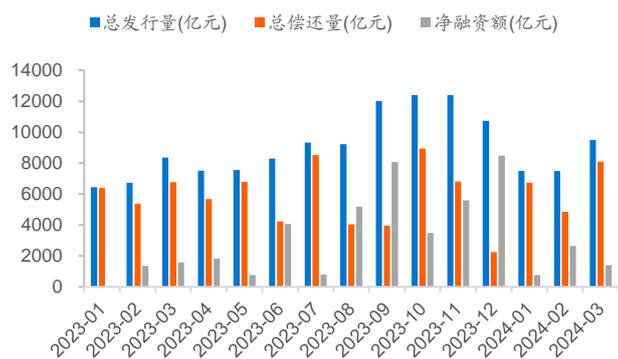
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 3月票据贴现利率中枢上移



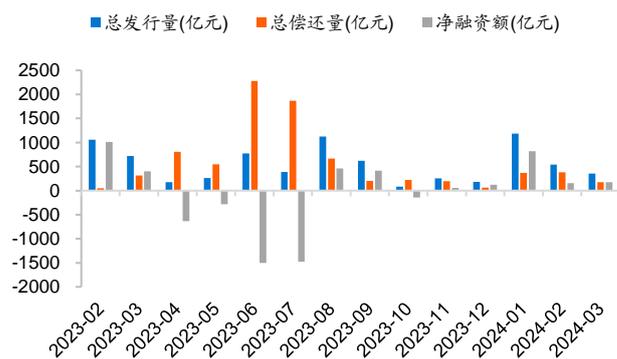
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 国债净融资同比少增



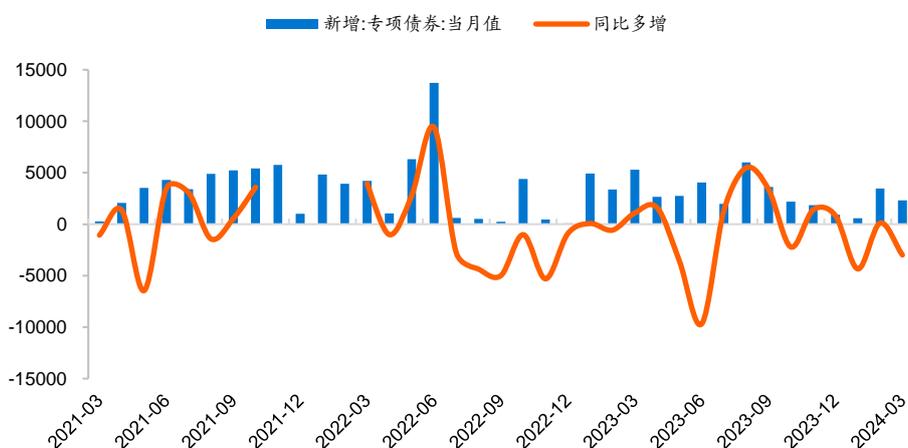
资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 地方政府一般债净融资同比少增



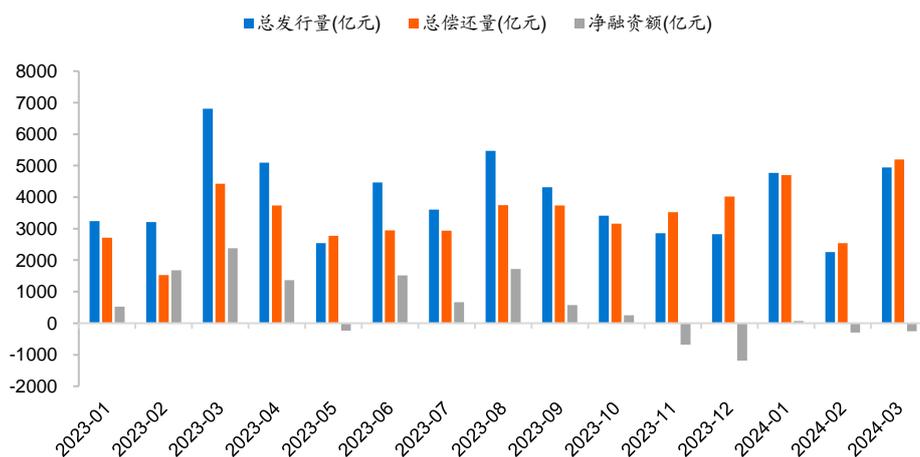
资料来源：Wind，联储证券研究院

图6 3月专项债发行节奏偏慢



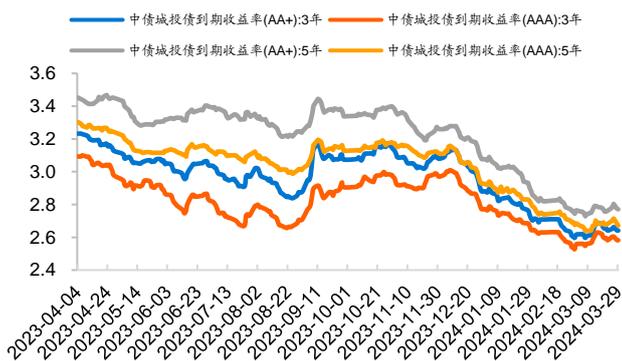
资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 城投债净融资同比少增



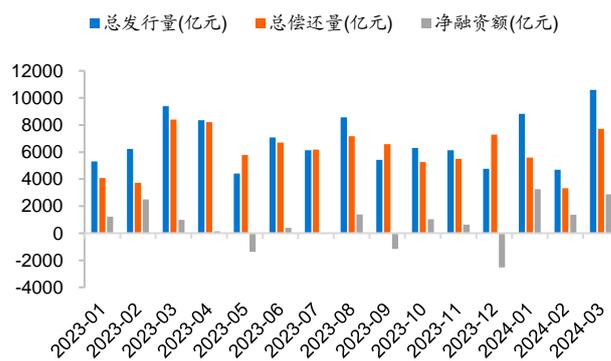
资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 3月城投债收益率



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图9 3月中票、短融净融资额同比增加

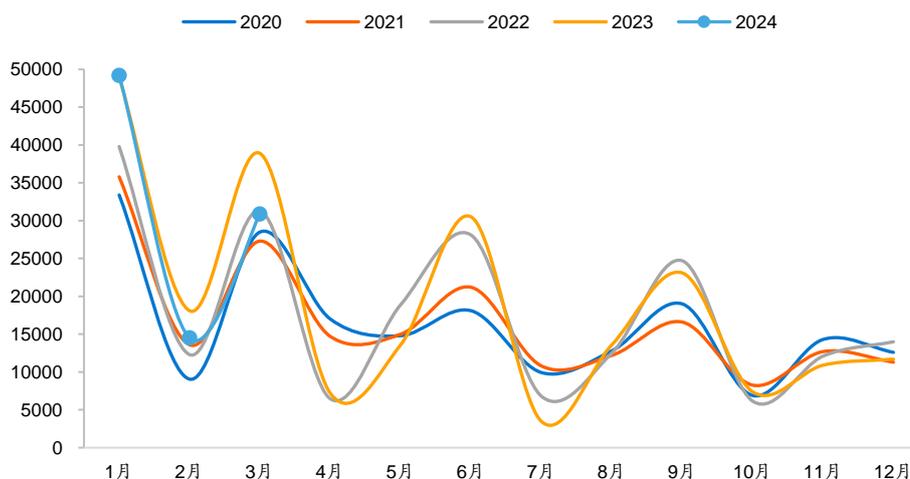


资料来源: Wind, 联储证券研究院

2. 信贷: 企业、居民部门同比均少增

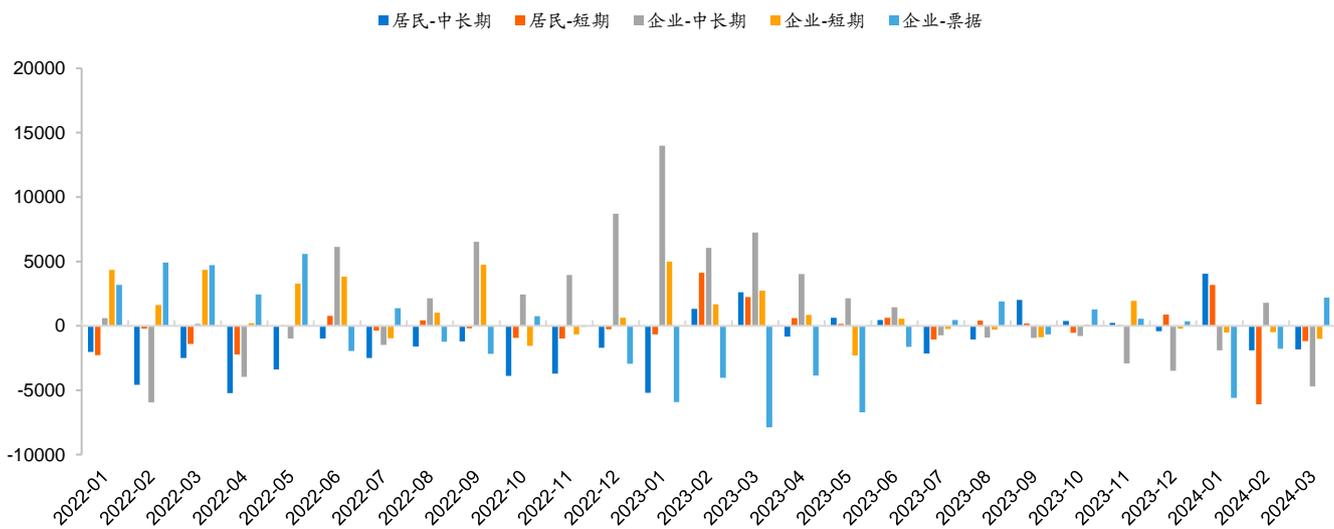
企业、居民贷款双双走弱。金融机构当月新增人民币贷款 3.09 万亿, 同比少增 8000 亿。结构上, ①居民部门当月新增 9406 亿, 同比少增 3041 亿。②企业部门当月新增 2.34 万亿, 同比少增 3600 亿。

图10 3月新增人民币贷款同比少增 (亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图11 企业、居民部门同比均少增（亿元）



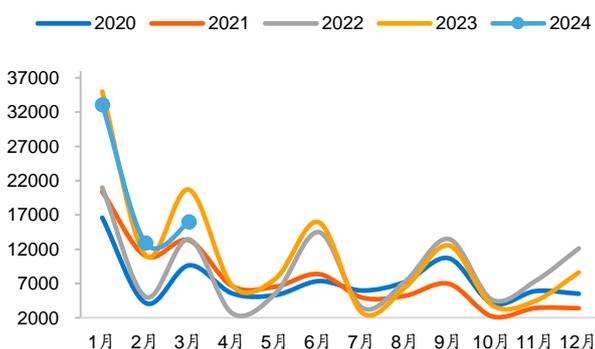
资料来源：Wind，联储证券研究院

2.1 企业部门：短贷、中长贷高基数下少增

企业短贷同比少增。企业部门短期贷款当月新增 9800 亿，同比少增 1015 亿，一是去年同期基数偏高；二是中票、短融净融资规模同比多增，对企业短贷有一定“挤出”；三是产成品库存仍在低位徘徊，企业资金周转需求偏弱。

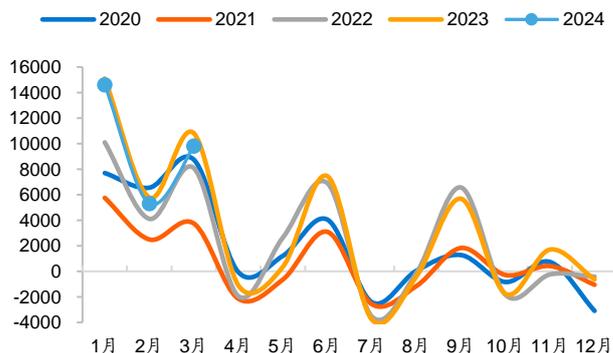
企业中长贷再度同比少增。企业中长期贷款当月新增 1.60 万亿，虽然同比少增 4700 亿，但五年维度看，绝对值仍处于同期次高。原因可能有三点：一是在“盘活存量”、“避免资金沉淀空转”的政策基调下，信贷投放边际上更加注重质量和结构，高基数下形成同比少增；二是 3 月制造业 PMI 录得 50.8%，超出市场预期，生产、需求等各主要分项均重回扩张区间，对企业中长贷形成一定支撑；三是化债背景下，部分城投和非标仍在陆续回表，对企业中长贷有所拉动。

图12 企业部门中长期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 企业部门短期贷款同比少增（亿元）



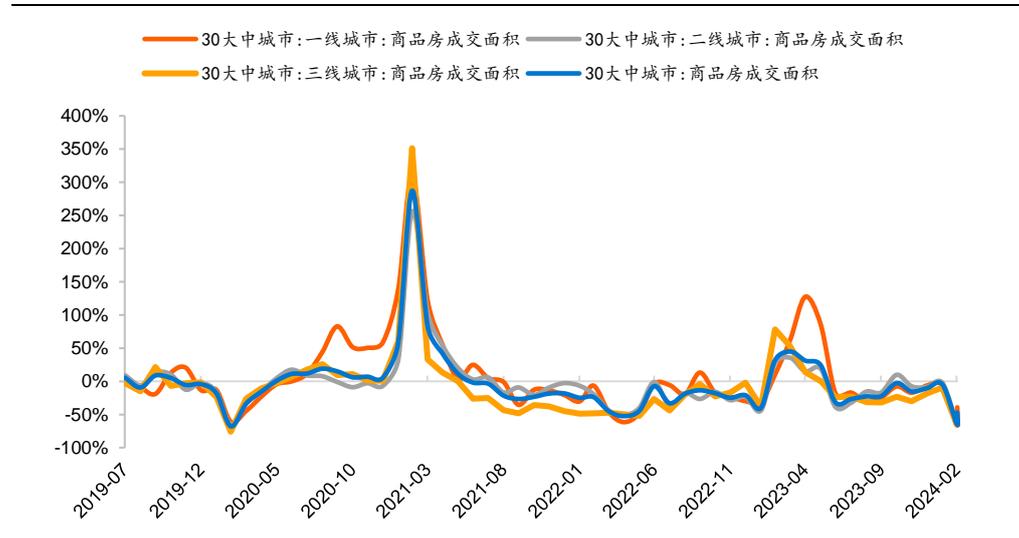
资料来源：Wind，联储证券研究院

2.2 居民部门：连续两月同比少增，指向消费、地产仍弱

居民部门新增短贷、中长贷双双转正，但同比均少增。①当月居民部门新增短贷 4908 亿，同比少增 1186 亿，指向居民消费端动力仍然较弱。结合 3 月通胀数据来看，当月 CPI、PPI 同比分别录得 0.1%和-2.8%，超预期回落，同样印证消费需求偏弱。②当月居

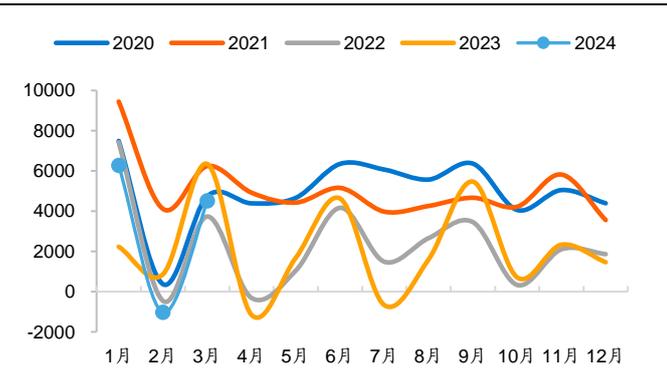
民部门新增中长期贷款 4516 亿，同比少增 1832 亿，3 月 30 大中城市商品房成交面积同比-47.0%（一、二、三线城市分别为-39.2%、-47.6%和-53.0%），或进一步指向今年的楼市“小阳春”成色不足，地产销售发生实质性改善仍需等待。

图14 30大中城市商品房销售同比（%）



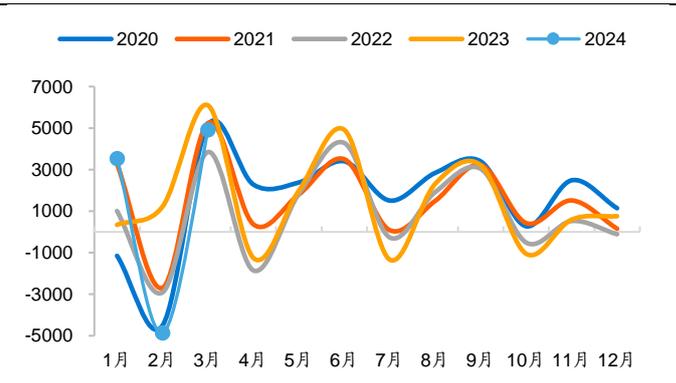
资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 居民部门中长期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图16 居民部门短期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1、M2 增速均回落，剪刀差小幅收窄

3.1 M0 季节性回落，贷款增速回落，剪刀差仍处低位

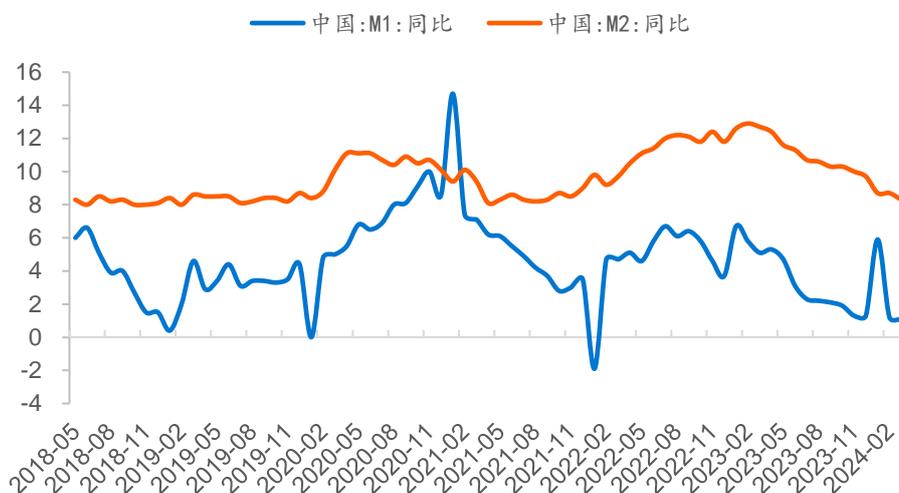
M1 增速继续磨底。M1 当月增速环比下滑 0.1 个百分点至 1.1%。一是 **M0 增速季节性回落。**M0 增速当月下滑 1.5 个百分点至 11.0%，或与春节过后，居民取现需求走弱有关；二是**单位活存仍然负增长。**单位活存增速当月小幅回升 0.3 个百分点至-0.7%，单位资金活化率仍低指向企业生产和投资意愿依旧偏弱。

M2 增速小幅回落。M2 当月增速环比下滑 0.4 个百分点至 8.3%，结合存款数据来看，一是**财政存款释放偏慢。**当月财政存款同比少减 751 亿，或与政府债发行偏慢，财政支出有所放缓有关；二是**企业、居民和非银存款同比均少增。**当月企业、居民和非银存款同比分别少增 774 亿、5330 亿和 4550 亿；或与贷款增速整体回落有关，但趋势上仍然体现了年后企业开复工，居民和理财存款开始向企业迁移。

M1、M2 剪刀差小幅收窄至-7.2%。剪刀差小幅收窄，主因财政存款发力偏慢，信贷

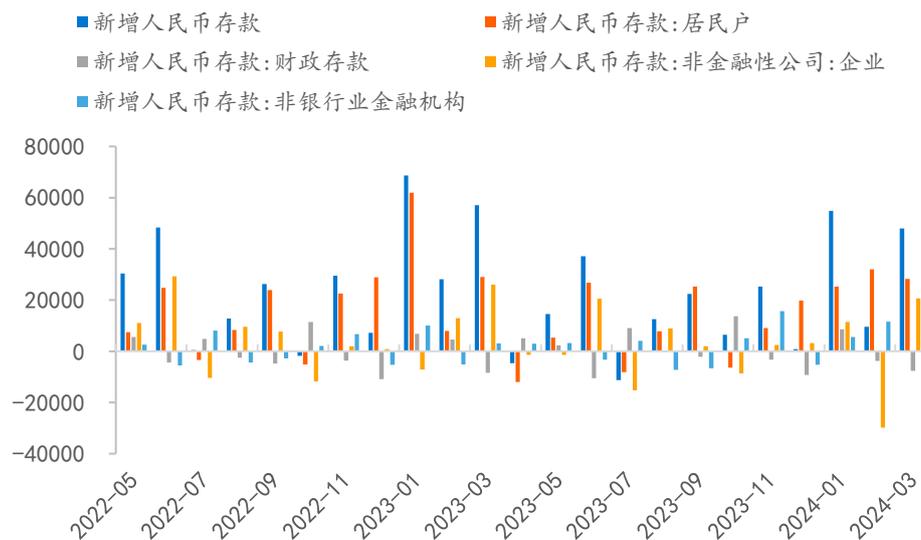
增速整体回落拖累 M2 增速。剪刀差绝对值仍处于历史低位，或指向实体经济活力依然偏弱。

图17 M1、M2 剪刀差小幅收窄 (%)



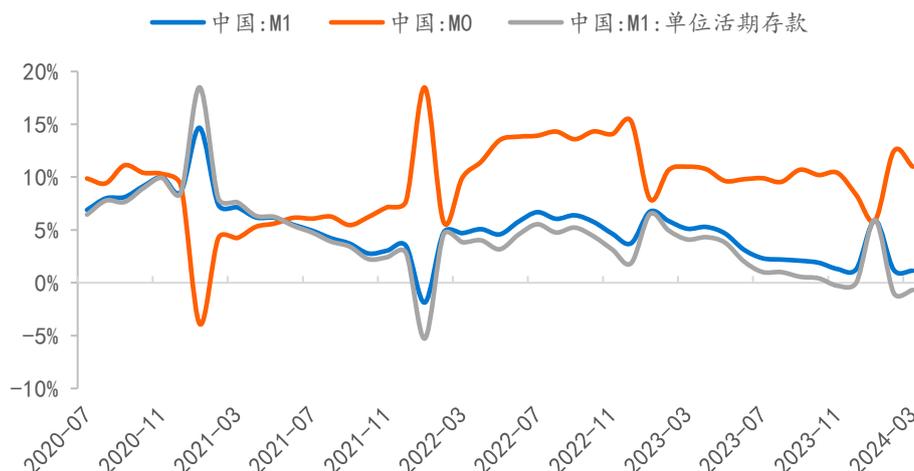
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图18 居民存款同比少减, 企业、居民、非银存款同比均少增 (亿元)



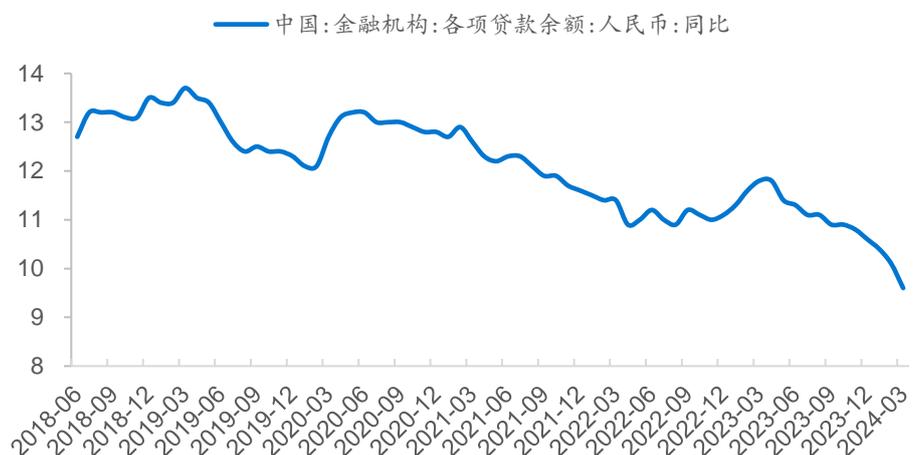
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图19 M0 季节性回落 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图20 人民币贷款增速回落 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

3.2 社融增速二季度有望改善

社融增速接近底部。受新增信贷、政府债同比少增影响，一季度社融整体表现差强人意。一是“不惟增量、有取有舍”，信贷供给或更加注重向重大战略、重点领域和薄弱环节等领域倾斜，盘活存量，注重质量，顺应培育和发展新质生产力、推动高质量发展的总体要求；二是开年出口、制造业、消费等经济分项表现出一定韧性，政府债为后续发挥托举作用留足空间。往前看，一方面信贷二季度高基数效应渐退，或将减少对社融的拖累；另一方面，专项债、特别国债或将在二季度逐步发力，为社融提供有效支撑。当前社融增速或接近底部区域，二季度有望迎来边际改善。

4. 风险提示

房地产等重点领域风险扩大；财政政策货币政策稳增长不及预期；监管政策出现重大变化；海外流动性超预期收紧。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
邮编：518000