

信贷与政府债拖累社融增速改善

M1 同比低位运行仍需关注

——3月金融数据点评



联系人

作者：
中诚信国际 研究院

执行院长 袁海霞

hxyuan@ccxi.com.cn

研究员 张林

lzhang01@ccxi.com.cn

研究员 张莹

kzhang02@ccxi.com.cn

研究员 赵皓月

hyzhao@ccxi.com.cn



信贷同比少增是新增社融规模同比下降的主要因素，政府债券发行节奏偏慢进一步拖累社融改善。3月新增社融4.87万亿，同比少增5075亿元；存量社融增速为8.7%，较上月回落0.3个百分点。从一季度整体来看，1-3月新增社融12.93万亿，较上年同期少增1.59万亿，考虑到较高基数新增融资规模并不差，为历史同期次高水平。在结构方面，从表内融资看，本月社融口径新增人民币贷款3.29万亿，同比少增6576亿，一季度新增人民币贷款9.11万亿，同比少增1.59万亿，或由基数较高所致，也与央行要求引导信贷合理增长、均衡投放等因素有关。从表外融资看，3月未贴现银行承兑汇票增加3553亿元，同比多增1763亿元，是3月社融的主要拉动项，或与春节后生产经营活动恢复，企业短期融资需求增加有关；信托贷款增加680亿元，同比多增725亿元，体现出对房企合理融资需求的呵护；委托贷款减少464亿元，同比少增638亿元。从直接融资看，3月政府债券净融资额为4642亿元，同比少增1380亿元，截至3月底，地方债共发行1.57万亿，同比下降25%，发行节奏偏慢。从一季度整体来看，1-3月政府债券净融资规模均同比少增，表明一季度政府债券发行节奏与去年相比整体偏慢。本月企业债券净融资额4608亿元，同比多增1320亿元，是本月社融的另一重要拉动项。一季度企业债券净融资额1.12万亿，同比多增2782亿元，与当前债券利率持续降低、优质企业发债增多有关，10年期国债到期收益率降至2.3%左右，处于历史低位，企业发债融资意愿有所提升。股票融资本月新增227亿元，同比少增387亿元，降幅为近7个月以来的最低值，表明最近资本市场出台的一系列措施对于市场信心有一定的提振作用。后续看，一方面，超长期特别国债发行、专项债或加快发行，将有助于二季度社融规模的回升；另一方面，央行在3月份国新办政策例行吹



相关报告

贷款高增支撑新增社融规模创新高，

M1显著改善但可持续性仍需观察，2024年2月22日。

政府债融资同比多增支撑社融改善，M1同比触及谷底资金活化亟需加快，2024年1月17日

政府债融资支撑社融增速改善，M1降至低位降准降息必要性加大，2023年12月14日。

政府债融资支撑社融增速回升，票据冲量再现信贷结构不佳，2023年11月16日

政府债券支持新增社融超预期，居民消费与按揭贷款皆有改善，2023年10月16日

政府债净融多增带动社融改善，融资需求仍需政策呵护，2023年9月11日

社融增速创新低且信贷结构恶化，稳增长宽信用政策亟需提速加码，2023年8月12日

季节因素拉动新增社融信贷超预期，财政后置支撑社融增速有望企稳回升，2023年7月13日

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

www.ccxi.com.cn

赵耿 010-66428731

gzhaoh@ccxi.com.cn

风会表示，“除了关注总量以外，还更加注重引导金融机构信贷平稳投放，避免开门红冲得过猛，导致后劲不足”，平稳的信贷投放节奏也有助于二季度社融实现回升。

居民和企业部门新增贷款规模双双回落，但居民部门融资需求依然偏弱，尚未恢复至疫情前水平，企业部门融资表现较好，贷款规模为历史次高水平，这也体现了目前经济供需失衡的结构性矛盾。3月新增信贷3.09万亿，同比少增8000亿元，从一季度情况来看，1-3月新增信贷9.46万亿，同比少增1.14万。从居民部门来看，3月居民贷款增加9406亿元，同比少增3041亿元，其中，居民短期贷款增加4908亿元，同比少增1186亿元，虽然与基数较高有关，但仍低于2020、2021年的同期水平，反映出居民消费意愿仍较弱；居民中长期贷款增加4516亿元，同比少增1832亿元，与房地产市场持续低迷有关，3月，30大中城市商品房成交套数和面积同比增速分别为-47.3%和-46.4%。从占比来看，居民部门新增短期贷款占比为15.88%，与去年同期（15.67%）大致持平；居民部门新增中长期贷款占比为14.61%，较去年同期下降1.71个百分点。3月企业部门贷款新增2.34万亿，同比少增3600亿元，其中，企业短贷新增9800亿元，同比少增1015亿元；中长期贷款新增1.6万亿，同比少增4700亿元。3月票据融资减少2500亿元，同比少减2187亿元，票据冲量行为连续三个月下降。从占比来看，企业部门新增短期贷款占比为31.72%，较去年同期上升3.91个百分点；新增中长期贷款占比为51.78%，较去年同期下降1.43个百分点；票据融资占比为-8.09%，较去年同期增加3.96个百分点。从一季度的情况来看，居民部门贷款增加1.33万亿，同比大幅下降3800亿元，降幅超20%，其中，居民部门短期贷款增加3568亿元，同比少增4085亿元；中长期贷款增加9750亿元，同比增加308亿元，或主要受中长期的经营贷支撑。与居民部门相比，企业贷款规模同比下降多是由高基数所致。一季度企业部门贷款新增7.77万亿，同比少增1.22万亿，其中，企业短贷新增2.97万亿，同比少增2000亿元，中长期贷款新增6.2万亿，同比少增4800亿元，企业部门短期贷款和中长期贷款新增规模均为历史次高。目前经济运行当中工业生产的韧性较强，加之大规模设备更新政策效应的持续释放，企业中长期贷款有望保持较高的新增规模。

M1 增速跌至历史低位，资金活化程度仍有待加强；M2 增速小幅下降，或由信贷增速放缓所致。3月M1同比增速为1.1%，较上月下降0.1个百分点，基本保持平稳；M2同比增速为8.30%，比上月下降0.4个百分点。M2与M1同比的剪刀差为7.2%，环比、同比分

别下降 0.3 和 0.4 个百分点，目前资金活化程度虽仍较弱，但高于去年下半年的整体水平。3 月贷款余额增速为 9.6%，环比下降 0.5 个百分点，是 M2 增速同比下降的重要原因。3 月，居民存款新增 2.83 万亿，同比少增 774 亿元，一季度居民存款新增 8.56 万亿，同比少增 1.34 万亿。虽然居民存款出现少增，但仍处于历史高位，储蓄意愿仍然强烈。从财政存款来看，3 月财政存款减少 7661 亿元，同比少减 751 亿元，一季度财政存款减少 2855 亿元，同比少增 5829 亿元，体现出财政支出步伐加快，尽量靠前发力支撑经济良好开局。另外从社融规模存量增速和 M2 同比增速来看，自 2022 年 4 月份起，社融存量和 M2 同比增速出现逆向剪刀差，今年 1 月起逆向剪刀差消失。主要原因为，高基数影响下货币流通速度放缓、居民存款增速下降，M2 同比增速显著走低。工业企业在政策支撑下保持了一定信贷增长，但是并未扭转社融走低的局面，对应 5% 的增速目标当前的融资需求依然不足，还需要政府债加快发行支撑社融回暖，货币政策依然要坚持宽松取向，并引导宽信用。

融资需求延续结构性分化，居民端信贷需求偏弱，企业端融资需求显示出一定韧性；资金活化程度仍有待改善，需进一步呵护流动性、引导宽信用。人民币新增贷款同比少增是导致一季度新增社融同比回落的重要原因，而从贷款结构来看，居民端和企业端呈现出不同的特征：受收入预期较弱、预防性储蓄动机较强、房地产尚未筑底等因素影响，居民消费和购房意愿较为疲软，导致居民端信贷需求较弱，而受政策影响显现、外需回暖等因素影响，企业端新增信贷规模为历史次高，企业端信贷需求显示出一定韧性。从货币供应量来看，3 月 M1 增速跌至历史低位，M2 增速同比下降，M2-M1 剪刀差减小，说明资金活化程度仍然较弱。2024 年《政府工作报告》提出要“畅通货币传导机制，避免资金沉淀空转”；今年央行货币政策委员会一季度例会提出，“引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款”，相较于去年四季度，本次着重强调了“有市场需求”，后续资金空转的情况或有所好转。后续，超长期特别国债的发行、万亿专项债的落地，以及长期结构性货币工具、碳减排支持工具规模的增加、科技创新和技术改造再贷款的设立均有助于增强市场信心，支撑企业信贷和社融的回升，我们预期全年社融增速仍有望达到 9% 左右。但需要注意的是，居民端的消费意愿依然较弱，在供给率先恢复、需求依然不足的情况下，或将造成一定的产能过剩，进而制约企业端融资需求。

附图：

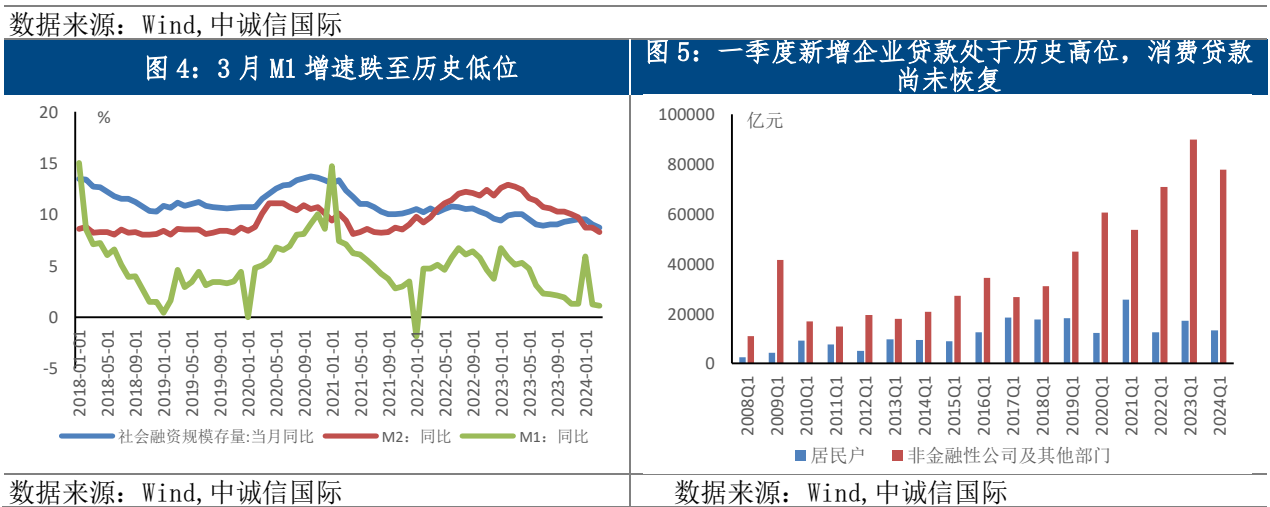
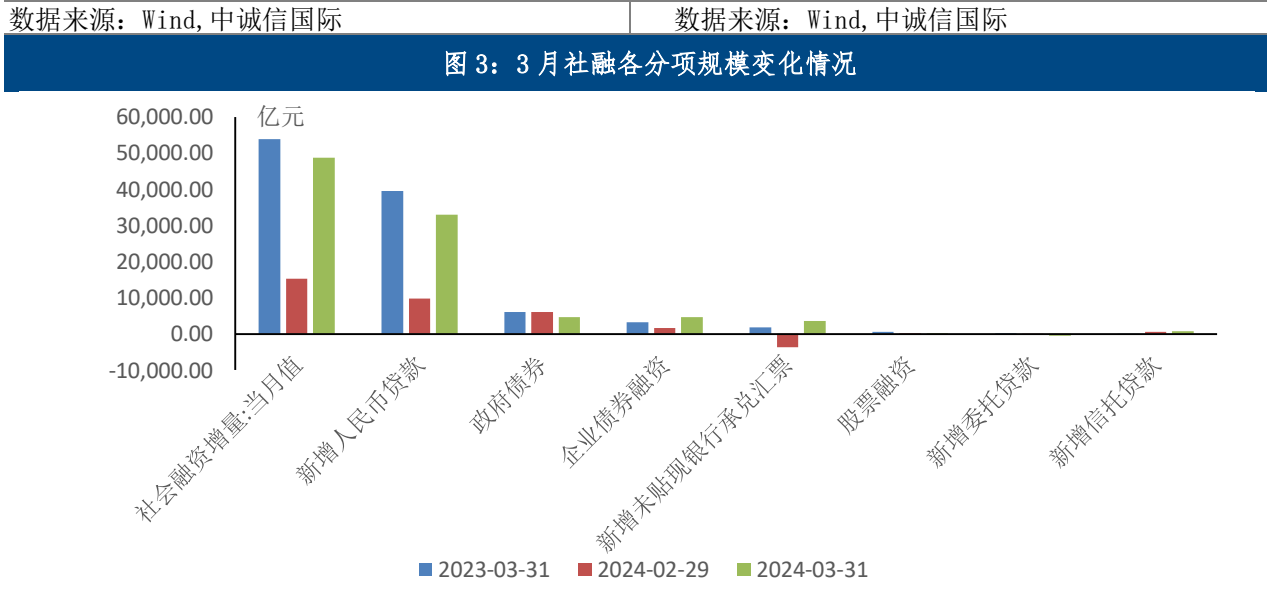
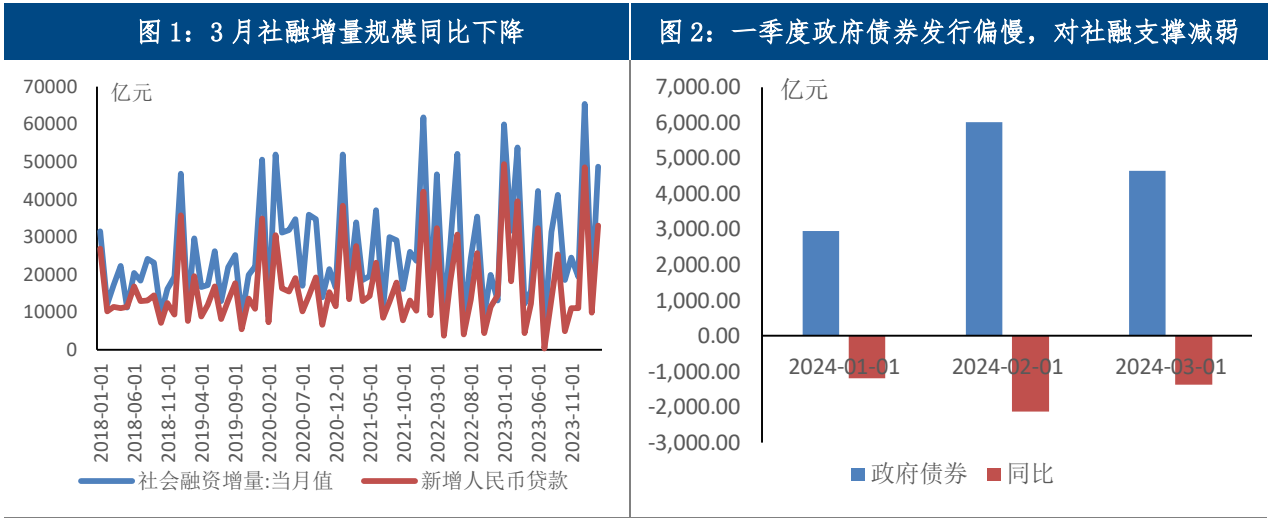
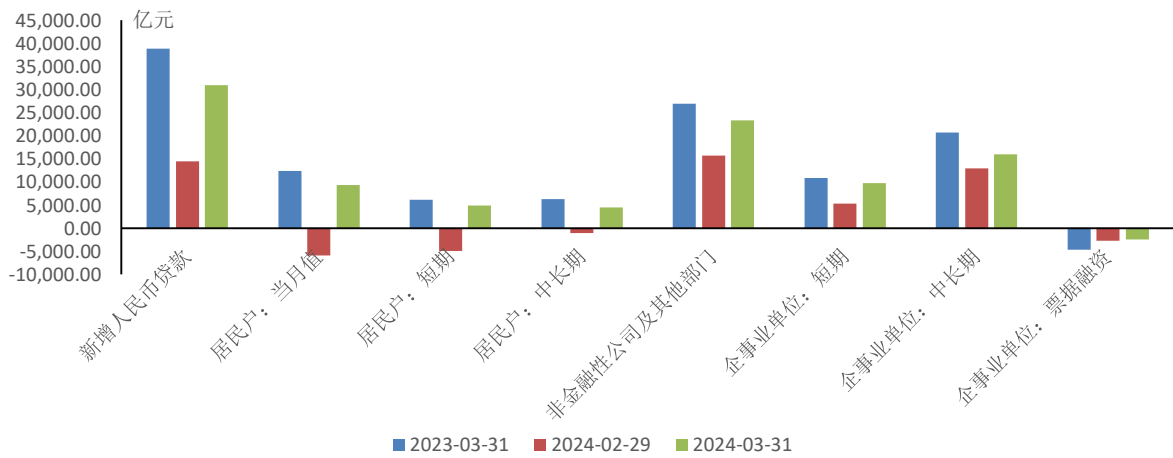
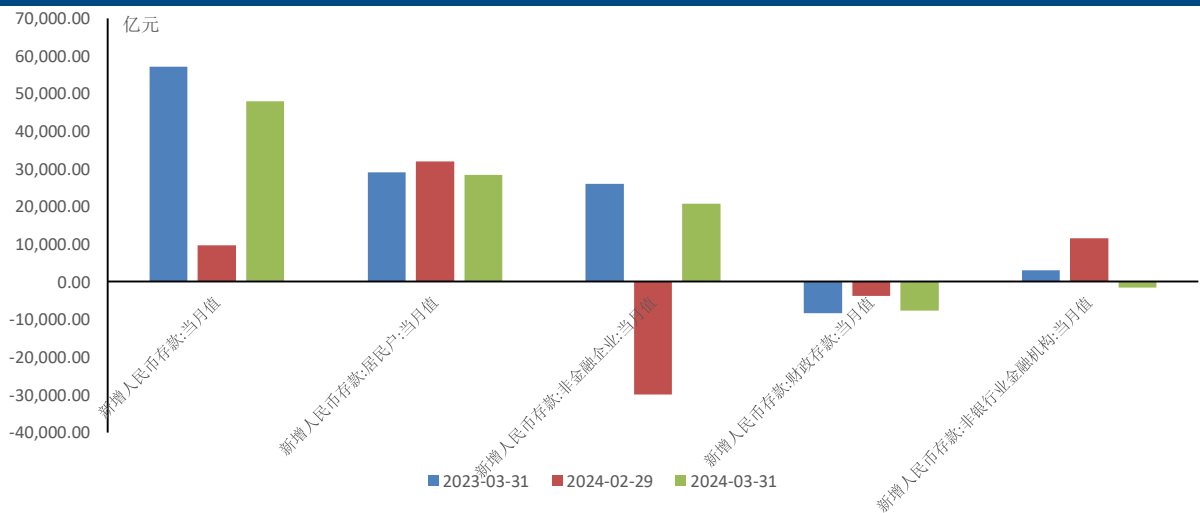


图 6：3月新增人民币贷款及各分项变化情况



数据来源：Wind, 中诚信国际

图 7：3月新增人民币存款及各分项变化情况



数据来源：Wind, 中诚信国际

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同2号银河SOHO5号楼

邮编：100020

电话：（86010）66428877

传真：（86010）66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD

ADD: Building 5, Galaxy SOHO,

No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,

Dongchengdistrict, Beijing, 100020

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>