



## 信贷需求回落，货币继续沉降

### ——金融数据点评（2024年3月）

3月我国新增社融4.87万亿（预期4.11万亿），同比大幅少增5,142亿；新增人民币贷款3.09万亿（预期3.03万亿），同比大幅少增8,000亿；M2同比增长8.3%（预期8.4%）。

#### 一、信贷：企业、居民同步回落

高频数据显示3月生产、需求以及物价水平均边际回落，同时受去年高基数影响，人民币贷款同比大幅下降，新增企业、居民和非银贷款同步退潮。3月新增人民币贷款3.09万亿，回到疫情三年当月平均水平。

企业端，由于经济长期结构性调整持续、假日短期提振因素消退、化债制约基建投融资需求，新增企业贷款动力不足。3月非金融企业贷款新增2.34万亿，同比少增3,600亿。其中，中长贷当月新增1.6万亿，同比少增4,700亿；短贷新增9,800亿，同比少增1,015亿。表内信贷需求疲弱推升贴现规模，票据利率月内“前高后低”显示信贷增长缺乏后劲。3月票据净融资减少2,500亿，同比少减2,187亿；国股行半年直贴利率中枢为2.10%，环比小幅上升22bp。

居民端，房地产“小阳春”弱于去年，二手房市场以价换量继续挤压新房销售，30大中城市新房成交同比降幅仍近五成，导致居民中长贷回到上一轮房价下行周期的平均水平（2018-2019年）。中长贷方面，3月居民中长贷新增4,516亿，同比少增1,832亿。短贷方面，仍受去年同期高基数以及银行放缓投放的影响，3月居民短贷新增4,908亿，同比少增1,186亿。

#### 二、社融：专项债融资缓慢



3月新增社融4.87万亿，社融存量增速同比下滑0.3pct至8.7%。由于去年增发国债和新增PSL可部分替代地方政府专项债，叠加今年投向扩容、项目申请时间延长，专项债发行速度较慢，拖累政府债融资进度明显慢于过去五年平均，3月新增政府债融资4,642亿，同比少增1,373亿。国债债券收益率持续下行，带动企业债融资成本降至历史低位，3月企业债融资增加4,608亿，同比多增1,251亿，但城投债融资有所收缩。

### 三、货币：流通下降、继续沉淀

M2同比增速再下滑0.4pct至8.3%，仍受企业存款拖累。企业端，信贷增速放缓拖累存款派生，企业存款增加2.07万亿，在上月存款同比大幅少增4.3万亿的基础上，再次少增5,330亿。居民端，资产配置继续从房地产、基金理财等转移至存款，延续疫情以来的高增长，3月居民存款增加2.83万亿，同比少增744亿。由于财政收支增速均偏慢，财政存款减少7,661亿，同比少减751亿。M1同比增速1.1%，环比小幅下降0.1pct，创当月历史新低，而M2-M1剪刀差处于高位，表明货币继续沉淀在银行体系，流通速度亟待提升。

### 四、债市影响：小幅下探

3月，《政府工作报告》关于2024年主要发展目标符合市场预期，但财政政策中“连续几年发行超长期特别国债”的安排超市场预期，市场就其发行方式展开博弈交易，债券收益率低位窄幅震荡。10Y和30Y国债收益率分别收于2.30%和2.46%。4月，随着跨季后流动性持续边际宽松，债券利率稳步下行，超长端维持横盘震荡。金融数据表现与预期较为一致，由于债券市场已调整充分，数据公布后10Y国债利率小幅下探至2.28%。未来债券收益率曲线长短端走势或将持续分化，考虑超长债券供给或增加，长端利率下行阻力较强，而中短端受货币政策预期变化或波动较大。

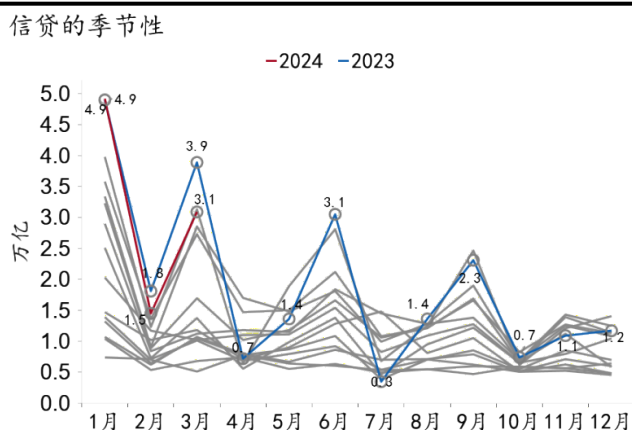
### 五、前瞻：社融和M2增速有望回升

总体而言，金融形势呈现“信贷需求回落、存款派生受阻、货币流通放缓”三大特点，显示开门红后劲不足，或预示3月实体经济表现有所回落。前瞻地看，疫情疤痕效应继续消退、出口韧性强于预期以及宏观政策发力托举，仍然有望增强经济内生增长动能。年内随着经济活力上升、政府债发行提速以及货币政策稳健配合，社融和M2同比增速或将回升。

(作者：谭卓 张巧栩 牛梦琦 郑箐)

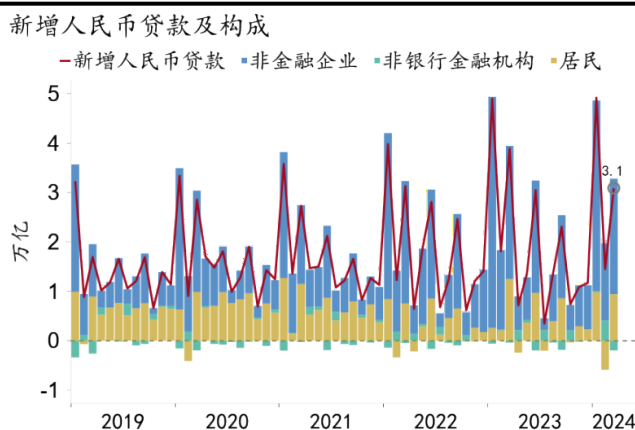
### 附录

图 1：3月信贷新增 3.09 万亿，同比下降 8,000 亿



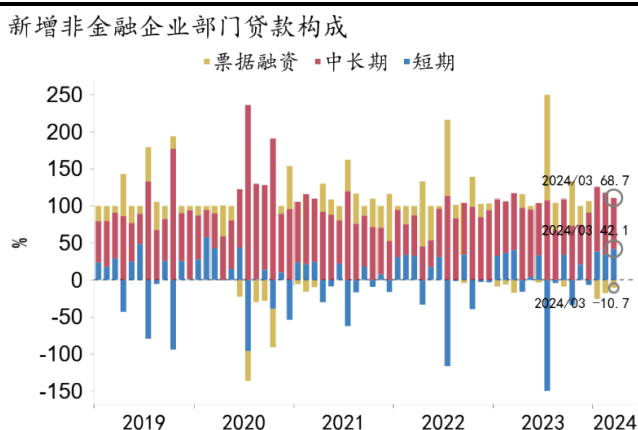
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：居民、企业和非银贷款同步回落



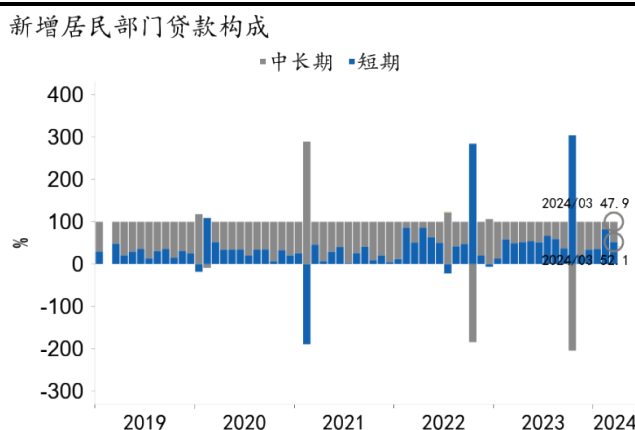
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：新增非金融企业贷款构成占比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：新增居民贷款构成占比

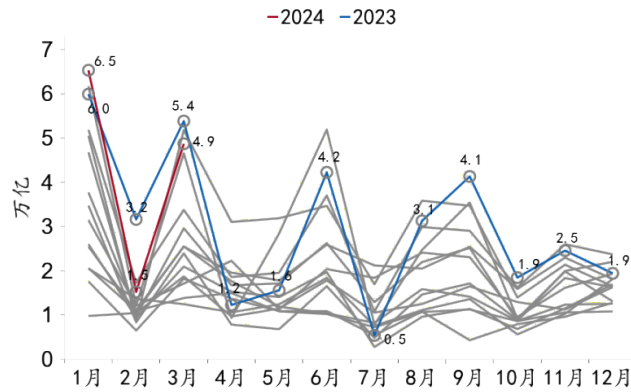


资料来源：Macrobond、招商银行研究院



图5: 受信贷拖累, 3月新增同比下降5,142亿

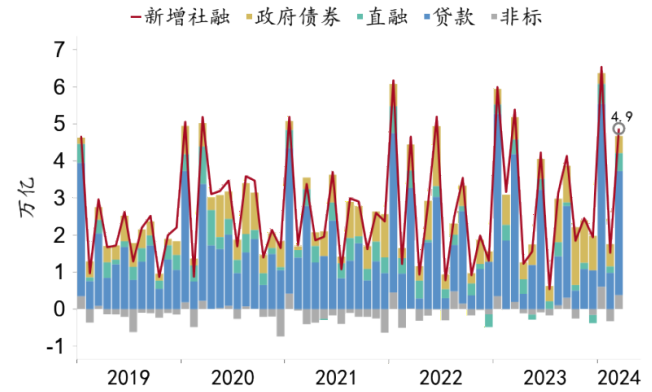
新增社融的季节性



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图6: 3月新增社融4.87万亿, 社融存量增速8.7%

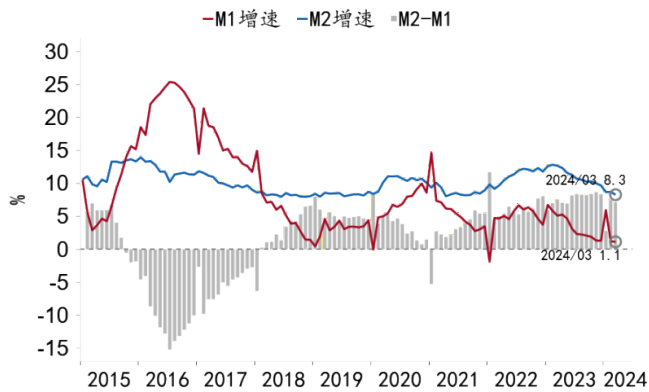
新增社融及构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图7: 受企业存款少增拖累, 3月M2增速下滑至8.3%

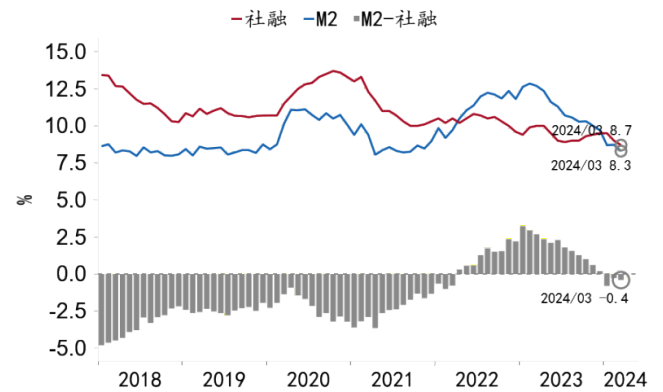
中国M2-M1增速剪刀差



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图8: M2增速下滑, 带动广义流动性缺口扩大至0.4pct

社融存量与M2存量同比增速



资料来源: Macrobond、招商银行研究院