

# 社融超预期，信贷符合预期，非银存贷款回落

——3月金融数据点评

## 核心观点

- **社融超市场预期，主要来自企业债和票据。**3月社融同比增长8.7%，环比2月下降0.3pct，社融增量4.87万亿元，超市场预期，同比少增5142亿元。结构上：1、人民币贷款同比少增6561亿元。一是去年同期高基数叠加今年监管引导信贷平滑投放的结果，二是结合新增信贷结构数据看，信贷需求改善仍不明显。2、政府债同比少增1373亿元，主要是地方专项债发行明显滞后于去年同期，这可能受特别国债资金结转使用、地方化债以及专项债项目审核较为严格等共同影响。3、企业债同比多增1251亿元，或部分来自2月受春节因素影响的发行计划的推迟。4、非标融资同比多增1846亿元，主要是未贴现票据同比多增，3月新增未贴现票据规模处于近年较高水平，但是否指向中小企业融资需求实质性改善，仍待观察。
- **平滑投放政策引导下，信贷符合市场预期。**3月人民币贷款新增3.09万亿元，同比少增8000亿元，略高于市场预期。**居民户有边际改善趋势**，同比少增量环比大幅改善，**其中短贷改善趋势更为明显**，但结合前两月金融机构资金运用数据看，经营性贷款或仍贡献核心增量；**中长贷同比少增规模环比略减少**，更多还是来自早偿现象缓解的支撑，3月“小阳春”地产销售尽管月度环比改善明显，但同比仍深度负增长。**对公贷款延续偏弱态势**，同比少增幅度环比显著加深，**或更多是季度间平滑信贷投放的影响**。短贷、中长贷分别同比少增1015亿元、4700亿元，均有一定的高基数影响，今年信贷平滑投放的效果或更多体现在企业中长贷之中。**票据贴现同比多增2187亿元**，主要受低基数影响，新增绝对规模仍为负值，表明票据继续为实贷让渡空间。**非银贷款在2月同比大幅多增后，3月转为少增1579亿元**，一是符合春节前后居民资产配置行为对非银机构融资影响的规律，二是或也反映了资本市场内生稳定性的增强。
- **M1增速低位徘徊，M2增速走弱主要受对公、非银存款影响。**3月M1同比增速1.1%，环比2月继续回落0.1pct，M2同比增速8.3%，环比回落0.4pct，M2与M1增速剪刀差继续收窄0.3pct至7.2pct。**3月M1增速小幅向下，更多是基础货币增速放缓的影响**，3月M0同比增速环比下降1.5pct，单位活期存款同比增速虽仍为负，但降幅环比收窄0.3pct，因此M1增速的继续下降或难以用企业资金活化率延续走弱来解释，且3月企业开工率有所回升。**M2同比增速环比明显走弱，主要是对公存款和非银存款同比少增的结果**，对公存款同比少增5330亿元，主要受对公贷款同比少增加深、派生存款减少的影响，非银存款同比少增4550亿元，原因与非银贷款同比少增类似。M2与M1增速剪刀差自23年12月以来持续收窄（除24年1月的季节性波动），我们理解是防范资金空转监管思路的体现。

## 投资建议与投资标的

- 2024年银行经营基本面有望筑底，关注银行业风险确认后处置出清的力度、新发贷款利率的拐点、全社会各部门债务成本压降后银行息差筑底，当前货币信用环境友好，财政也有望靠前发力稳定经济预期，继续看好银行股表现。**现阶段推荐三条主线**：1、经济增长仍承压，预期回报率下降背景下的高股息国有行，建议关注工商银行(601398，未评级)、农业银行(601288，未评级)、交通银行(601328，未评级)；2、经济大省“挑大梁”背景下，有区域α优势且基本面确定性强的城商行，重点推荐江苏银行(600919，买入)，建议关注苏州银行(002966，买入)、杭州银行(600926，买入)、成都银行(601838，买入)。3、困境反转兼具高股息特征的城农商行，重点推荐南京银行(601009，买入)，建议关注渝农商行(601077，未评级)、北京银行(601169，未评级)。

## 风险提示

经济复苏不及预期；房地产等重点领域风险蔓延；流动性环境超预期收紧。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级 **看好（维持）**

国家/地区 中国  
行业 银行业  
报告发布日期 2024年04月13日



## 证券分析师

屈俊 qujun@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860523060001  
于博文 yubowen1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860524020002

## 联系人

王霄鸿 wangxiaohong@orientsec.com.cn

## 相关报告

业绩承压，存贷款增长放缓，资产质量整体稳健：——21家A股上市银行2023年年报综述 2024-04-08  
银行股如何开展市值管理：——央企国企改革专题研究 2024-03-16  
社融低于市场预期，对公信贷结构延续改善：——2月金融数据点评 2024-03-16

## 一、社融超市场预期，主要来自企业债和票据

2024年3月社融同比增长8.7%，环比2月下降0.3pct，3月社融增量4.87万亿元，超市场预期，同比少增5142亿元。结构上：

- 1、人民币贷款同比少增6561亿元。一方面是去年同期高基数叠加今年监管引导信贷平滑投放的结果，另一方面结合新增信贷结构数据看，信贷需求改善仍不明显。
- 2、政府债同比少增1373亿元。主要是地方专项债发行明显滞后于去年同期，而这可能受23Q4特别国债资金结转使用（资金相对充裕）、地方化债（部分重点化债省份下调3月专项债额度）以及专项债项目审核较为严格等共同影响。
- 3、企业债同比多增1251亿元，或部分来自2月受春节因素影响的发行计划的推迟。
- 4、非标融资同比多增1846亿元，主要是未贴现票据同比多增1760亿元的影响，3月新增未贴现票据规模处于近年较高水平，但是否指向中小企业融资需求实质性改善仍待观察。

表 1：当月：历年 3 月新增社融结构（单位：亿元）

	社会融资规模	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券	其他
2020	51,838	30,390	1,145	-588	-21	2,818	9,931	198	6,344	1,621
2021	33,762	27,511	282	-42	-1,791	-2,296	3,807	783	3,131	2,377
2022	46,565	32,291	239	107	-259	287	3,750	958	7,074	2,118
2023	53,867	39,487	427	175	-45	1,792	3,357	614	6,015	2,045
2024	48,725	32,926	543	-464	680	3,552	4,608	227	4,642	2,011
同比多增	-5,142	-6,561	116	-639	725	1,760	1,251	-387	-1,373	-34

数据来源：中国人民银行官网，Wind，东方证券研究所

## 二、平滑投放政策引导下，信贷符合市场预期

2024年3月人民币贷款新增3.09万亿元，同比少增8000亿元，略高于市场预期。细分来看：

居民户有边际改善趋势，尽管延续同比少增（3018亿元），但少增量环比大幅改善近4000亿元。其中短贷改善趋势更为明显，但结合前两月金融机构资金运用数据看，经营性贷款或仍贡献核心增量。中长贷同比少增规模环比略减少，更多还是来自早偿现象缓解的支撑，3月“小阳春”地产销售尽管月度环比改善明显，但从当月30大中城市商品房成交面积看，同比负增接近50%，二手房表现相对更好。

对公贷款延续偏弱态势，同比少增3528亿元，且少增幅度环比显著加深，或更多是季度间平滑信贷投放的影响。短贷、中长贷分别同比少增1015亿元、4700亿元，均有一定的高基数影响，23年3月对公中长贷投放显著正偏离历史同期水平，今年信贷平滑投放的效果或更多体现在企业中长贷之中。票据贴现同比多增2187亿元，主要受低基数影响，新增绝对规模仍为负值，表明票据继续为实贷让渡空间。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

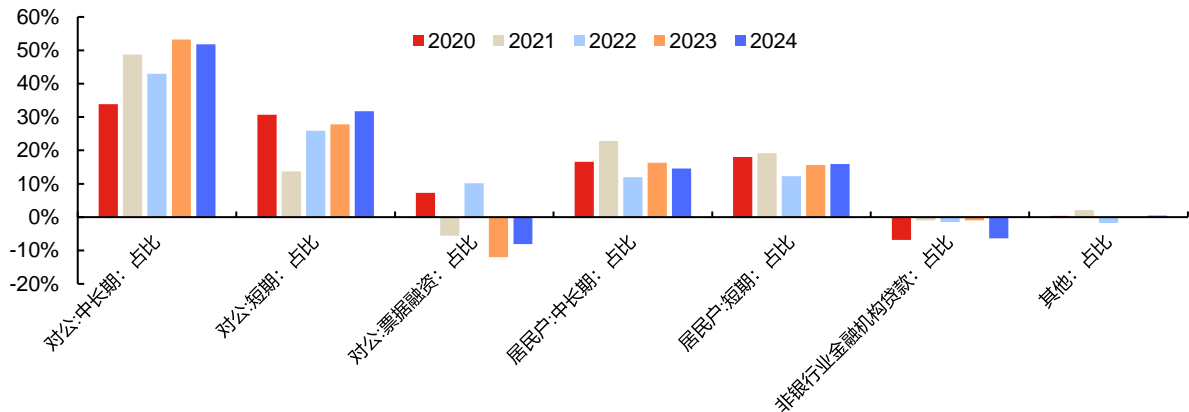
此外，值得关注的是，非银贷款在 2 月同比大幅多增（3872 亿元）后，3 月转为大幅少增（1579 亿元），一是符合春节前后居民资产配置行为对非银机构融资影响的规律，二是或也反映了资本市场内生稳定性的增强。

表 2：当月：历年 3 月新增贷款结构（单位：亿元）

	金融机构:新增人民币贷款	对公:中长期	对公:短期	对公:票据融资	居民户:中长期	居民户:短期	非银行业金融机构贷款	其他
2020	28,500	9,643	8,752	2,075	4,738	5,144	-1,948	96
2021	27,300	13,300	3,748	-1,525	6,239	5,242	-270	566
2022	31,300	13,448	8,089	3,187	3,735	3,848	-454	-553
2023	38,900	20,700	10,815	-4,687	6,348	6,094	-379	9
2024	30,900	16,000	9,800	-2,500	4,516	4,908	-1,958	134
同比多增	-8,000	-4,700	-1,015	2,187	-1,832	-1,186	-1,579	125

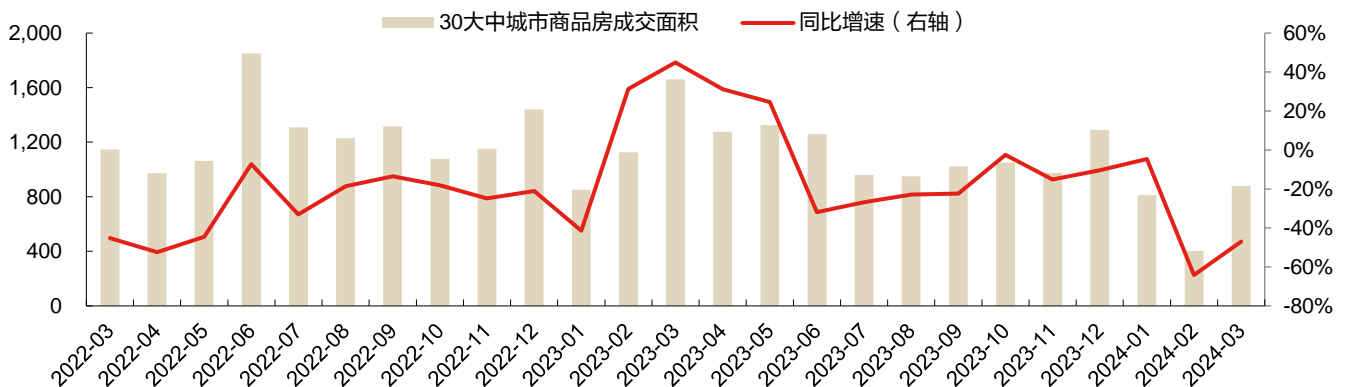
数据来源：中国人民银行官网，Wind，东方证券研究所

图 1：当月：历年 3 月新增贷款结构（占比：%）



数据来源：中国人民银行官网，Wind，东方证券研究所

图 2：30 城大中城市商品房成交面积（单位：万平方米）



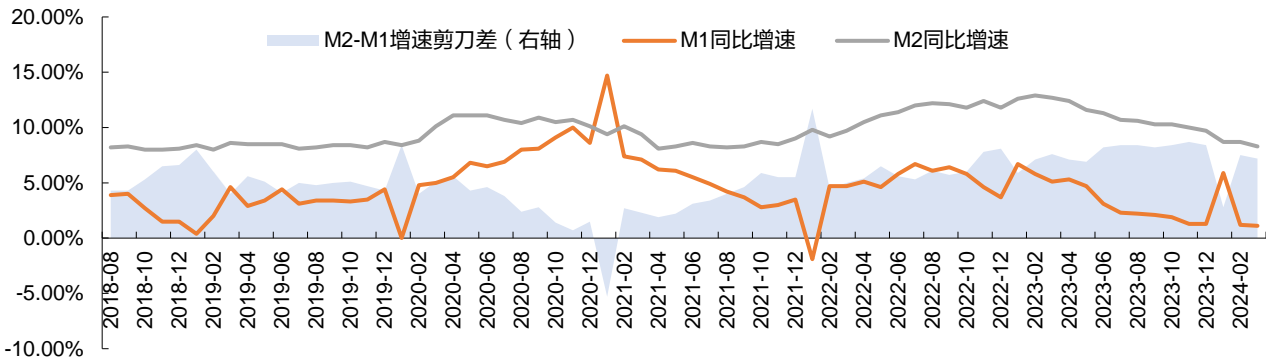
数据来源：Wind，东方证券研究所

### 三、M1 增速低位徘徊，M2 增速走弱主要受对公、非银存款影响

2024年3月M1同比增速1.1%，环比2月继续回落0.1pct，M2同比增速8.3%，环比回落0.4pct，M2与M1增速剪刀差继续收窄0.3pct至7.2pct。

3月M1增速小幅向下，更多是基础货币增速放缓的影响。拆分来看，3月M0同比增速环比下降1.5pct（2023年3月降准），单位活期存款同比增速随仍为负，但降幅环比收窄0.3pct，指向若仅针对3月而言，M1增速的继续下降或难以用企业资金活化率延续走弱来解释，且3月企业开工率有所回升。M2同比增速环比明显走弱，主要是对公存款和非银存款同比少增的结果，对公存款同比少增5330亿元，主要受对公贷款同比少增加深、派生存款减少的影响，非银存款同比少增4550亿元，原因与报告上文对非银贷款同比少增的解释类似。M2与M1增速剪刀差自2023年12月以来持续收窄（除24年1月的季节性波动），我们理解是防范资金空转监管思路的体现。

图3：M1、M2增速与M1、M2增速剪刀差



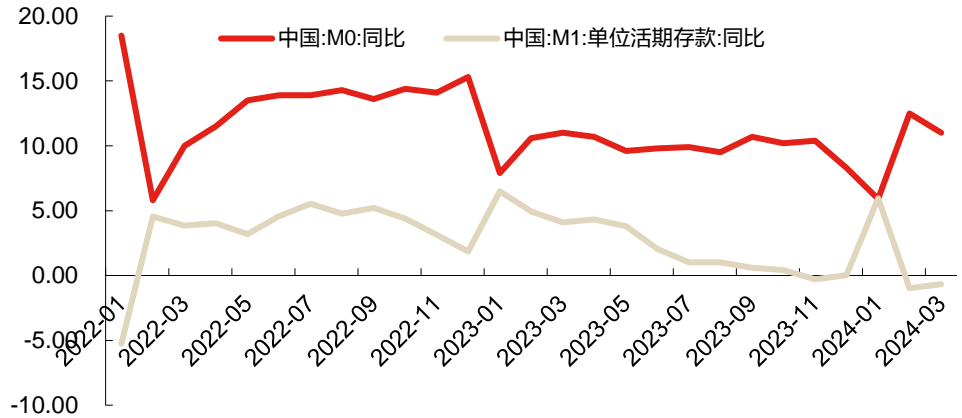
数据来源：中国人民银行官网，Wind，东方证券研究所

表3：当月：历年3月新增存款结构（单位：亿元）

	新增人民币存款	新增居民存款	新增企业存款	财政存款	非银金融机构存款	机关团体存款	境外存款
2020	41,600	23,500	31,860	-7,353	-14,338	5,976	1,893
2021	36,300	19,400	17,290	-4,854	-3,280	7,642	126
2022	44,900	27,023	26,511	-8,425	-6,320	7,034	-952
2023	57,100	29,074	26,055	-8,412	3,050	7,004	236
2024	48,000	28,300	20,725	-7,661	-1,500	-	-
同比多增	-9,100	-774	-5,330	751	-4,550	-7,004	-236

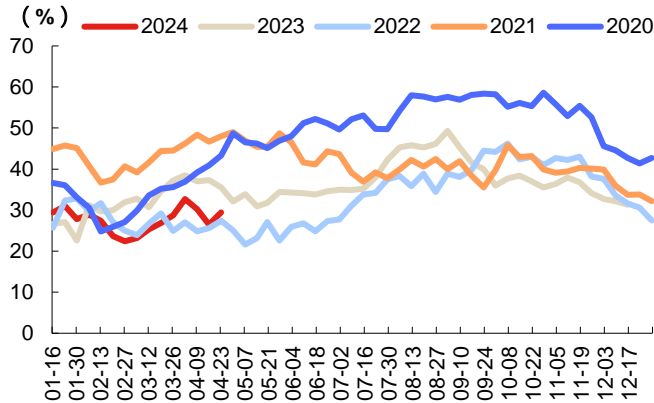
数据来源：中国人民银行官网，Wind，东方证券研究所

图 4: M0、单位活期存款余额同比增速 (%)



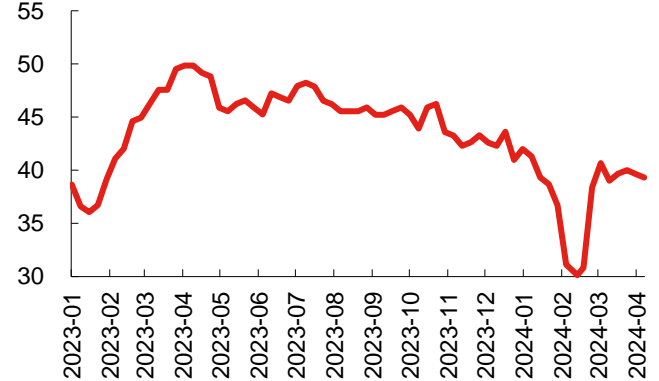
数据来源: 中国人民银行官网, Wind, 东方证券研究所

图 5: 石油沥青装置开工率



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 6: 螺纹钢开工率 (%，周)



数据来源: wind, 东方证券研究所

## 四、投资建议

2024 年银行经营基本面有望筑底，关注银行业风险确认后处置出清的力度、新发贷款利率的拐点、全社会各部门债务成本压降后银行息差筑底，当前货币信用环境友好，财政也有望靠前发力稳定经济预期，继续看好银行股表现。

**现阶段推荐三条主线：**1、经济增长仍承压，预期回报率下降背景下的高股息国有行，建议关注工商银行(601398, 未评级)、农业银行(601288, 未评级)、交通银行(601328, 未评级)；2、经济大省“挑大梁”背景下，有区域  $\alpha$  优势且基本面确定性强的城商行，重点推荐江苏银行(600919, 买入)，建议关注苏州银行(002966, 买入)、杭州银行(600926, 买入)、成都银行(601838, 买入)。3、困境反转兼具高股息特征的城农商行，重点推荐南京银行(601009, 买入)，建议关注渝农商行(601077, 未评级)、北京银行(601169, 未评级)。

## 五、风险提示

- 1、经济复苏不及预期，银行经营或面临量、价压力；
- 2、房地产等重点领域风险蔓延，银行信用成本承压；
- 3、流动性环境超预期收紧，非息收入承压。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。