

实体扩张谨慎，财政发力或驱动利率反弹

——中国 2024 年 3 月金融数据点评

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

4 月 12 日，央行发布 2024 年 3 月金融统计数据。数据显示：2024 年一季度社会融资规模增量累计为 12.93 万亿元，比上年同期少 1.61 万亿元。一季度人民币贷款增加 9.46 万亿元。3 月末 M2-M1 剪刀差为 7.2%，较上月的 7.5% 收窄。

核心观点

■ 3 月金融数据显示出去杠杆压力

负债端：主要宏观主体仍处于缺乏动力状态。货币负债端活化度一季度出现波动，但仍维持缓慢抬升（图 4），M1 同比增速从 2 月的 1.2% 继续回落至 1.1%，显示出经济主体对于前景维持谨慎状态，但是 M2-M1 剪刀差从 2 月 7.5% 小幅回落至 7.2%，显示出由于“防空转”之下流动性结构略有好转。关注央行 4 月份货币政策操作，虽然美元强势之下市场对于流动性的补充需求上升，预计政策或继续保持“稳健”。

资产端：实体扩张继续保持谨慎特征。3 月社融和信贷数据除季末的回升之外，整体仍表现出对于扩张的“谨慎”——相比较 2023 年同期，无论是居民部门还是企业部门、无论是短期流动性补充还是中长期扩张均表现出同比的收缩。从银行的角度来看，3 月存贷差再次接近 2023 年的新高，主要是居民部门的存款保持季节性高位，突显微观主体的谨慎。2024 年政府工作报告给出了 3% 的赤字率和万亿特别国债的政策组合，关注二季度政府融资对于资产端的“稳健”状态的改变程度。

■ 关注强美元之下预期的修正风险

美国：美债利率的避险降低强美元压力。美国 2 月以来经济数据（3 月 PMI 显示转向扩张）尤其是通胀数据的回升（3 月 CPI 超预期回升），给与美联储“不降息”的定力，市场对于美联储年内降息的定价继续回落。4 月中东的地缘热度进一步上升，伊朗和以色列尽管暂保持谨慎，但伊朗的参战意味着中东局势正在朝着恶化方向运行，避险需求下预计美债利率存在回落空间，对冲“不降息”带来的利率上行。

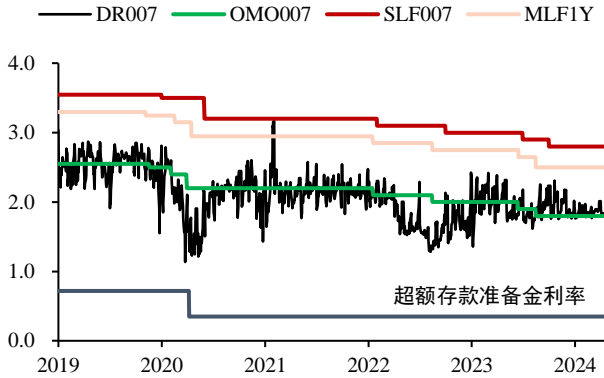
中国：宏观政策对冲需求在进一步上升。一方面对于国内经济主体，3 月金融数据继续显示出扩张的谨慎姿态，另一方面对于外需的出口改善，强美元之下海外需求的改善预期存在扰动因素。关注财政支出在二季度的扩张节奏，在央行宏观负债端短期内可能进一步“宽松谨慎”的背景下，4 月份利率或存在反弹风险。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

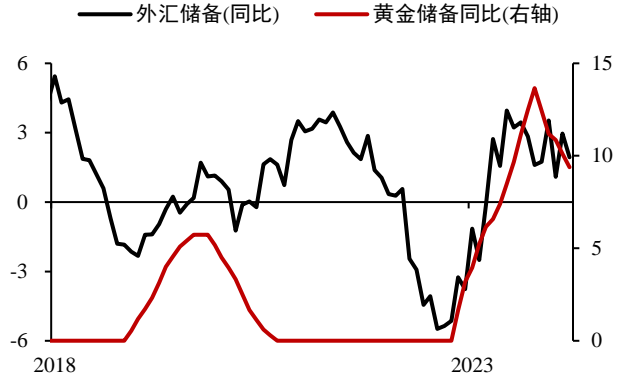
相关图表

图 1: 央行利率走廊向下压缩 | 单位: %



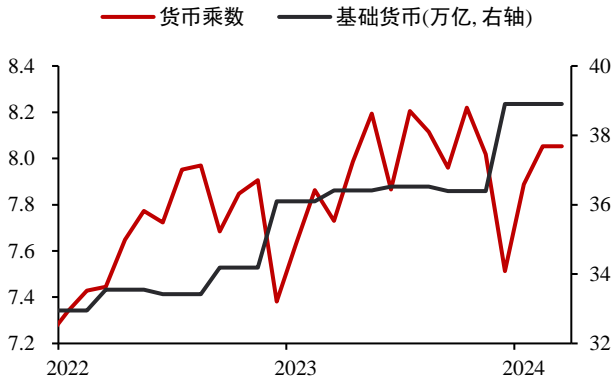
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 2: 外汇储备和黄金储备变化 | 单位: %YOY



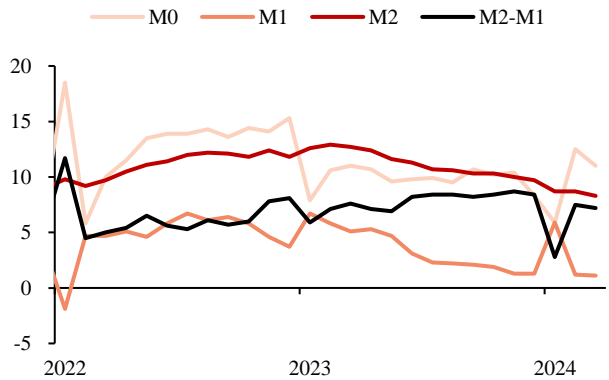
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 3: 基础货币和货币乘数 | 单位: 倍, 万亿



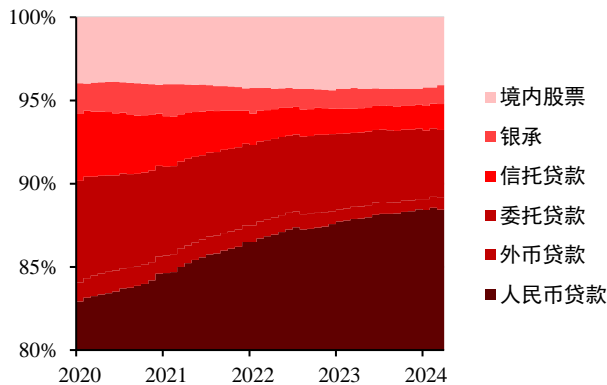
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 4: 货币流动性低位小幅改善 | 单位: %YOY



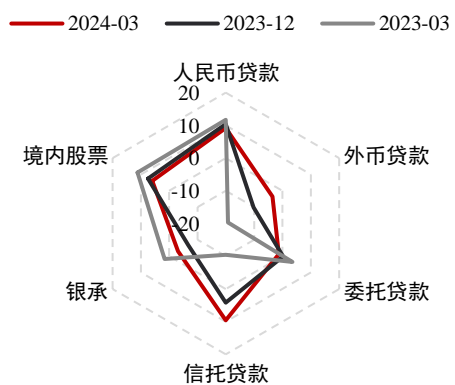
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 5: 社融存量结构 | 单位: %



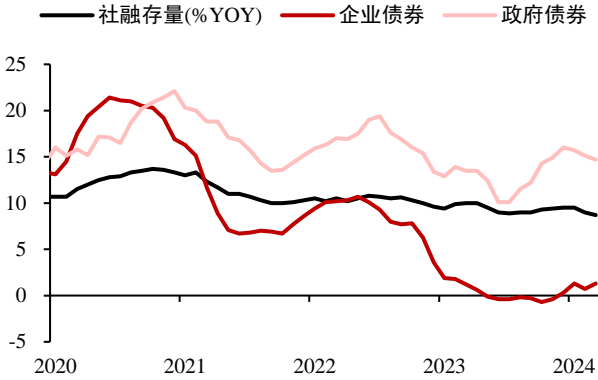
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 6: 社融存量增速 | 单位: %YOY



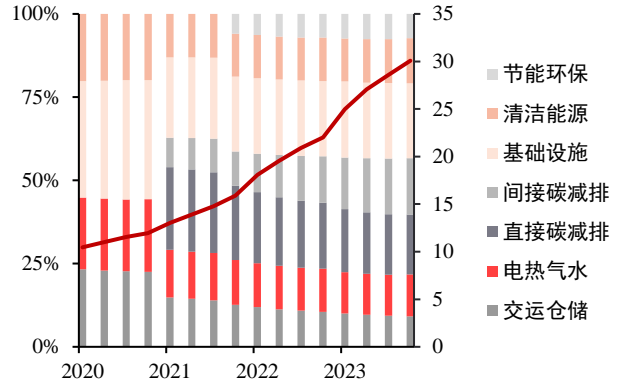
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 7：社融和债券融资增速对比 | 单位：%YOY



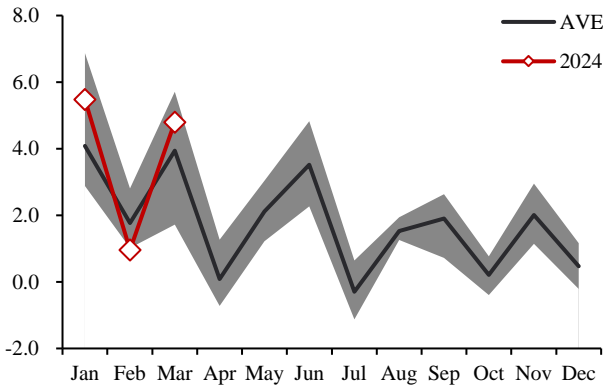
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 8：绿色贷款结构 | 单位：%、万亿



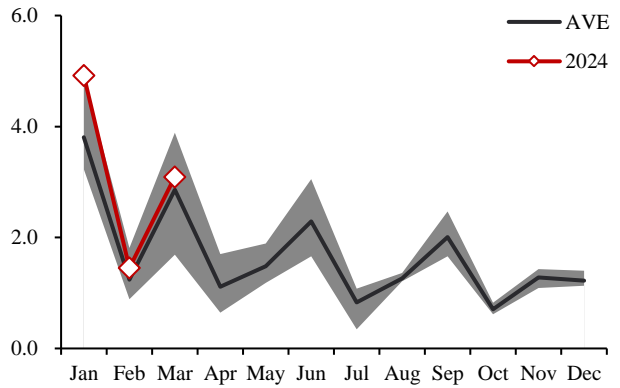
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 9：人民币存款季节性 | 单位：万亿元



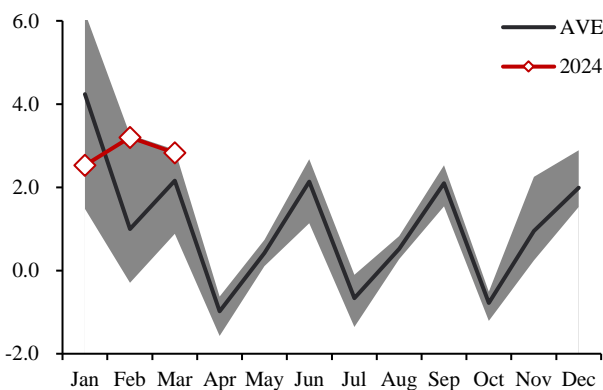
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 10：人民币贷款季节性 | 单位：万亿元



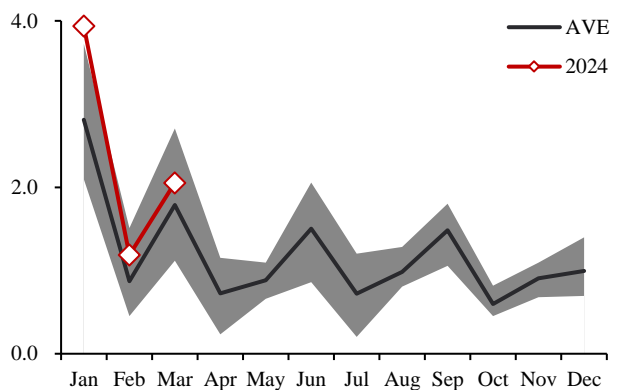
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 11：住户存款季节性 | 单位：万亿元



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 12：中长期贷款季节性 | 单位：万亿元



数据来源：iFind 华泰期货研究院

附录 1：2024 年 3 月金融统计数据报告¹

一、广义货币增长 8.3%

3 月末，广义货币(M2)余额 304.8 万亿元,同比增长 8.3%。狭义货币(M1)余额 68.58 万亿元,同比增长 1.1%。流通中货币(M0)余额 11.72 万亿元,同比增长 11%。一季度净投放现金 3766 亿元。

二、一季度人民币贷款增加 9.46 万亿元

3 月末，本外币贷款余额 251.81 万亿元，同比增长 9.2%。月末人民币贷款余额 247.05 万亿元，同比增长 9.6%。

一季度人民币贷款增加 9.46 万亿元。分部门看，住户贷款增加 1.33 万亿元，其中，短期贷款增加 3568 亿元，中长期贷款增加 9750 亿元；企（事）业单位贷款增加 7.77 万亿元，其中，短期贷款增加 2.97 万亿元，中长期贷款增加 6.2 万亿元，票据融资减少 1.5 万亿元；非银行业金融机构贷款增加 2336 亿元。

3 月末，外币贷款余额 6703 亿美元，同比下降 11.7%。一季度外币贷款增加 140 亿美元。

三、一季度人民币存款增加 11.24 万亿元

3 月末，本外币存款余额 301.41 万亿元，同比增长 7.6%。月末人民币存款余额 295.51 万亿元，同比增长 7.9%。

一季度人民币存款增加 11.24 万亿元。其中，住户存款增加 8.56 万亿元，非金融企业存款增加 2225 亿元，财政性存款减少 2855 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.56 万亿元。

3 月末，外币存款余额 8326 亿美元，同比下降 8.7%。一季度外币存款增加 347 亿美元。

四、3 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.88%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.91%

一季度银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 541.9 万亿元，日均成交 8.88 万亿元，日均成交同比增长 19.9%。其中，同业拆借日均成交同比下降 20.2%，现券日均成交同比增长 46.6%，质押式回购日均成交同比增长 18.5%。

3 月份同业拆借加权平均利率为 1.88%，分别比上月和上年同期高 0.03 个和 0.18 个百分点

¹ 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5327959/index.html>

点。质押式回购加权平均利率为 1.91%，分别比上月和上年同期高 0.02 个和 0.06 个百分点。

五、国家外汇储备余额 3.25 万亿美元

3 月末，国家外汇储备余额为 3.25 万亿美元。3 月末，人民币汇率为 1 美元兑 7.0950 元人民币。

六、一季度经常项下跨境人民币结算金额为 3.72 万亿元，直接投资跨境人民币结算金额为 1.97 万亿元

一季度，经常项下跨境人民币结算金额为 3.72 万亿元，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 2.9 万亿元、0.82 万亿元；直接投资跨境人民币结算金额为 1.97 万亿元，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 0.65 万亿元、1.32 万亿元。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：自 2015 年起，人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项，人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注 3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

注 4：自 2022 年 12 月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。12 月末流通中数字人民币余额为 136.1 亿元。修订后，2022 年各月末 M1、M2 增速无明显变化。修订后 M0 增速如下：

表 1: M0 增速修订 | 单位：%YOY

	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06
流通中货币(M0)	18.50%	5.80%	10.00%	11.50%	13.50%	13.90%
	2022.07	2022.08	2022.09	2022.1	2022.11	2022.12
流通中货币(M0)	13.90%	14.30%	13.60%	14.40%	14.10%	15.30%

资料来源：中国人民银行

注 5：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。2023 年 1 月末，三类机构贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；存款余额 222 亿元，当月增加 27 亿元。文中数据均按可比口径计算。

附录 2：2024 年 3 月社会融资规模统计数据报告

2024 年 3 月社会融资规模存量统计数据报告²

初步统计，2024 年 3 月末社会融资规模存量为 390.32 万亿元，同比增长 8.7%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 244.59 万亿元，同比增长 9.2%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.81 万亿元，同比下降 3.6%；委托贷款余额为 11.17 万亿元，同比下降 1.3%；信托贷款余额为 4.1 万亿元，同比增长 9.6%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.03 万亿元，同比下降 3.1%；企业债券余额为 31.83 万亿元，同比增长 1.3%；政府债券余额为 71.15 万亿元，同比增长 14.7%；非金融企业境内股票余额为 11.51 万亿元，同比增长 6%。

从结构看，3 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.7%，同比高 0.3 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.5%，同比持平；委托贷款余额占比 2.9%，同比低 0.3 个百分点；信托贷款余额占比 1.1%，同比高 0.1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.8%，同比低 0.1 个百分点；企业债券余额占比 8.2%，同比低 0.6 个百分点；政府债券余额占比 18.2%，同比高 0.9 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 2.9%，同比低 0.1 个百分点。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

2024 年 3 月社会融资规模增量统计数据报告³

初步统计，2024 年一季度社会融资规模增量累计为 12.93 万亿元，比上年同期少 1.61 万

² 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5327955/index.html>

³ 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5327951/index.html>

亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 9.11 万亿元，同比少增 1.59 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 1523 亿元，同比多增 917 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。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com