

## 宏观点评 20240207

# 水多得加面，一季度社融的“底线”是多少？

2024年02月07日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

- 央行春节前的“救市”举措颇有“兵马未动，粮草先行”的意味——大幅降准 50bp、PSL 连月投放，万亿资金空间已经打开，问题是如何使用。我们曾提示 2024 年一季度“开门红”，财政加力的成色尤为重要，同时也离不开流动性宽松与扩信用的再通胀动力，要兼顾防空转与稳增长，一季度的政府债融资与信贷投放量依旧不能少。

然而市场已经透露了信贷节奏放缓的信号。1 月 10 年期国债持续下行逼近 2.43%，暗示金融数据“开门红”成色不及 2023 年同期。观察开年以来房企业绩仍未好转，实体经济复苏波动，我们预计 1 月信贷投放在 4.5 万亿水平左右，总量同比少增，结构或延续“对公支撑，零售偏弱”局面。同时 Wind 高频数据显示 1 月政府债净融资 3353 亿元，同比少增约 3000 亿元，新年财政目前还处于“按兵不动”的状态。

这意味着实现一季度经济“开门红”，社融（主要是信贷与政府债）存在缺口——为了防止充裕流动性带来的资金空转风险，节后发债与宽信用提速是必要的。那么一季度社融的“底线”是多少？

我们以超储率作为主要着眼点，将 2023 年同期超储率为基准，在政府债做主力的假设下，我们测算 2024 年一季度新增社融需要加码至 13 万亿水平以上（2023Q1 为 14.5 万亿），方可兼顾资金防空转与经济稳增长，此时债市或有调整风险；而若新增社融数据同比显著回落，则流动性宽松与经济复苏波动短期均是债市行情延续的助推因素。

- 首先，从多个维度观察，2024 年春节前流动性或是近年来最为平稳充裕的一次。

一是央行空前庞大的流动性投放：1 月以来央行逆回购、MLF 存量均高于历史同期，2 月初还有降准后的 1 万亿流动性释放，一季度还有 PSL 等结构性工具的扩容。

二是资金压力在节前可控：临近春节 DR007 利率波动较小，债市杠杆率高于历史同期运行。

三是超储率高于 2023 年同期：由于 1 月政府债供给压力缓和，MLF 增量续作以及 PSL 放量，测算 2024 年 1 月金融机构超储率为 1.5%，高于 2023 年 1 月的 1.3%，后续依据季节性推算 2024 年一季度末为 1.8%，高于 2023 年同期的 1.7%，反映 2024 年一季度银行信贷扩张的空间不小。

- 那么，在流动性较为宽松的背景下，后续有哪些手段能扩信用、避免资金空转？从社融角度，信贷与政府债均有出手放量的必要。

信贷投放加码，抓手在房地产。一方面，1 月 24 日央行发布会上表明“预计一季度仍然会保持较快的信贷增长”，同时宣布首次设立“信贷市场司”，反映央行对信贷“开门红”依然重视。另一方面，开年的地产政策“雷厉风行”：经营性物业贷政策与城市房地产融资协调机制先后出台，短期地产供需两端均是扩信用的有利抓手。

政府债也有前置发行的可能。虽然历史上政府债少有在一季度就大规模放量，但观察 2 月 1 日财政部发布会上表态“国债拟靠前安排发行”、“适当增加中央预算内投资规模”，节奏与量均比以前的表述更加积极，释放了一季度财政有望前置发力的信号。

同时，类财政工具开年发力明显。2024 年 1 月央行接续投放 PSL1500 亿元，本轮新增总规模接近 2022 年 9-11 月；央行近期还将普惠小微贷款授信额度翻倍扩充至 2000 万元。“三大工程”、“五篇大文章”对企业中长贷的支撑作用预计持续放大。

- 测算来看，资金防空转下政府债发力或“事半功倍”，而信贷加码的任务有些“繁重”。我们通过五因素法测算金融机构超储率，在其他分项

### 相关研究

《今年春运有点“冷”，该关注什么？》

2024-02-04

《1 月美欧经济如何“收官”——海外宏观经济周报》

2024-02-04

符合季节性变动的假设下，2024年一季度政府债净融资需达到1.7万亿即可使一季度末超储率压降至2023年同期1.7%水平附近，对应一季度总新增社融13万亿水平；而同样条件下一季度新增信贷投放需要达到甚至超过2023年同期水平（10.6万亿）才能通过缴准来消耗较高的超储，意味着信贷投放需要支撑一季度总社融达到2023年同期的“天量”规模，这对于近期要求“投放均衡、平滑波动”的信贷增长是较为吃力的。

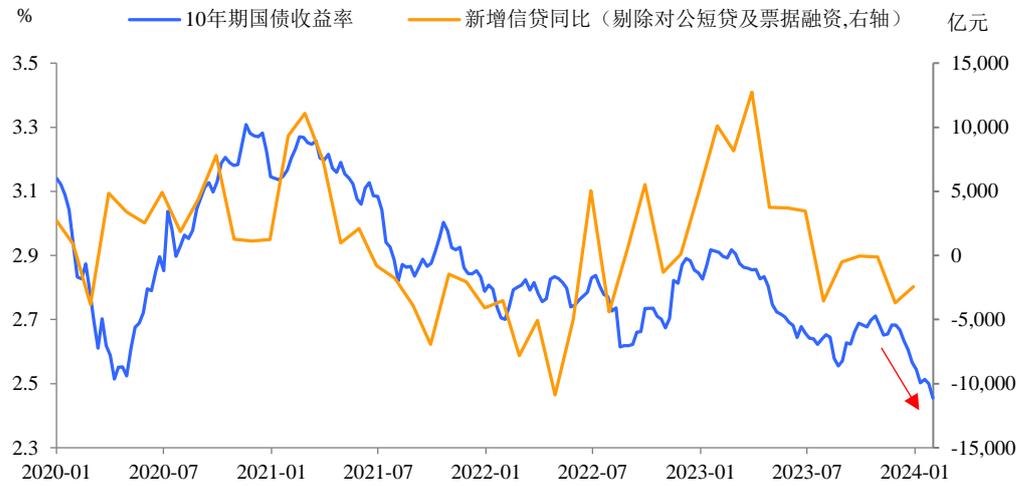
另外，央行节后也可通过公开市场操作回笼流动性。我们预计2-3月逆回购余额将有所压降；而MLF由于其更强的政策属性，2月及月大幅缩量续作的概率不大。

- **一季度新增社融规模对市场有何变盘？** 如果新增社融同比连月显著少增，则流动性宽松与实体扩信用偏缓短期均可成为债市行情延续的助推因素。历史上可参照2020年一季度：开年降准50bp后经济临疫情冲击，货币宽松加码，央行加大流动性投放推动利率显著下行，而信贷扩张受到实体需求限制，政府债发力不明显，10年期国债一路下行，直到4月下旬基本面好转、特别国债出台后才触底回升。

而另一面，如果一季度社融能够实现“开门红”，则会消耗超储水平使资金面收敛，实体融资景气度也将回升，债市或面临调整压力。历史上可参考2023年一季度，防疫调整后信贷与经济均“开门红”，资金面利率上行，10年期国债收益率在年初回升后震荡。

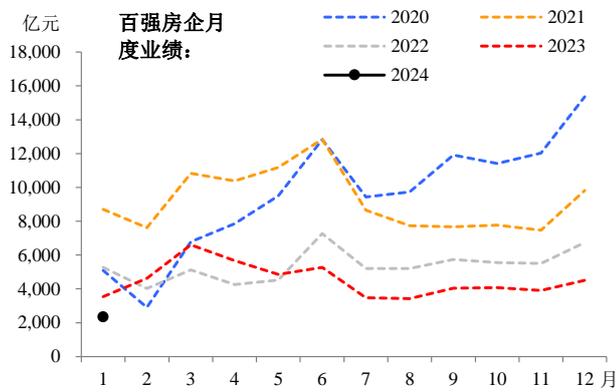
- **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩；一季度信贷投放量、政府债发行量超预期；超储率测算存在误差。

图1: 长端利率下行暗示1月信贷“开门红”成色不足



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2024年1月房企业绩继续磨底



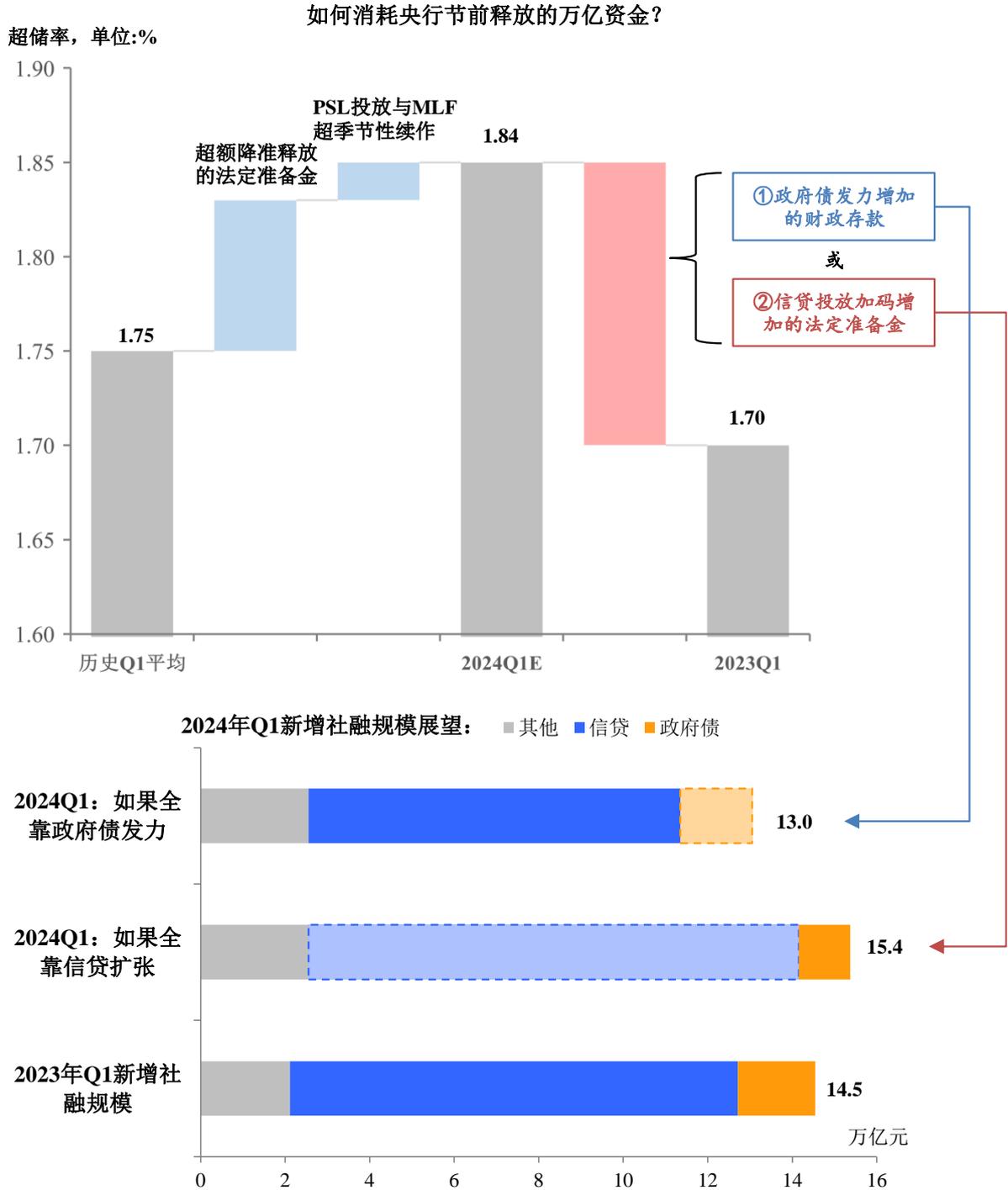
数据来源: 克而瑞, 东吴证券研究所

图3: 高频指标显示实体经济运行仍处波动



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

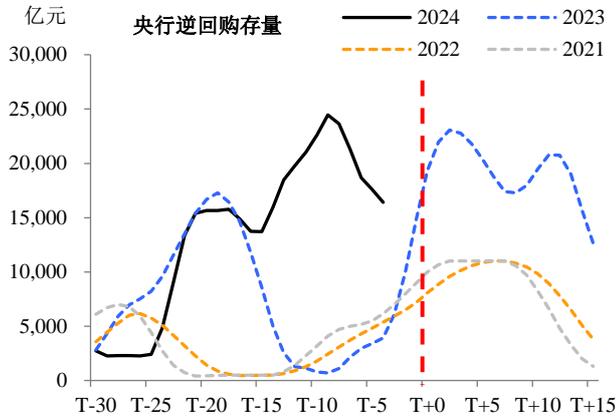
图4: 从社融角度, 如何消耗央行节前释放的万亿资金



注: 2024Q1 数据为预测值, 历史平均取值范围为 2020-2023 年

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 央行节前逆回购投放超季节性



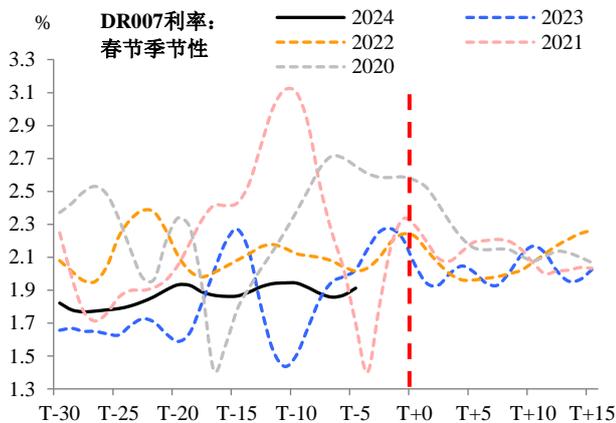
注: T+0 为春节前最后一个交易日  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2024年1月MLF余额续创新高



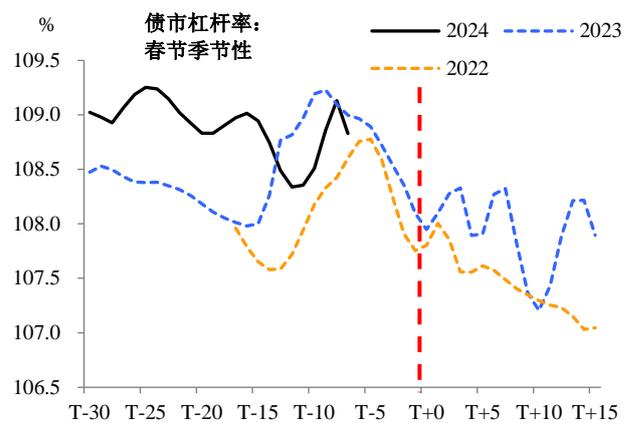
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 资金利率波动小于历史同期



注: T+0 为春节前最后一个交易日  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 债市杠杆率高于历史同期



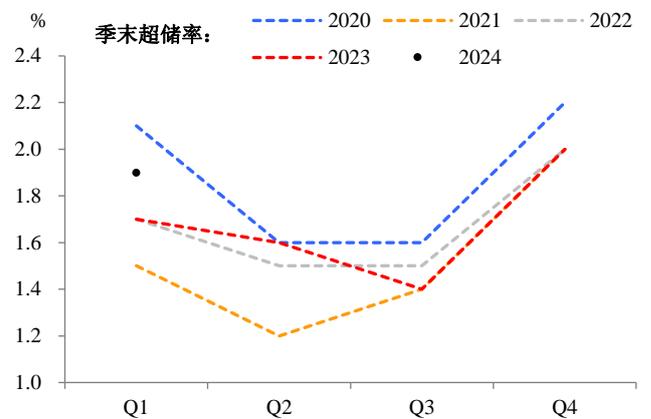
注: T+0 为春节前最后一个交易日  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 超储率变化与市场资金利率呈反比关系



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 季节性测算 2024 年 Q1 超储率居历史同期高位



注: 2023Q4 及 2024Q1 为预测值  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

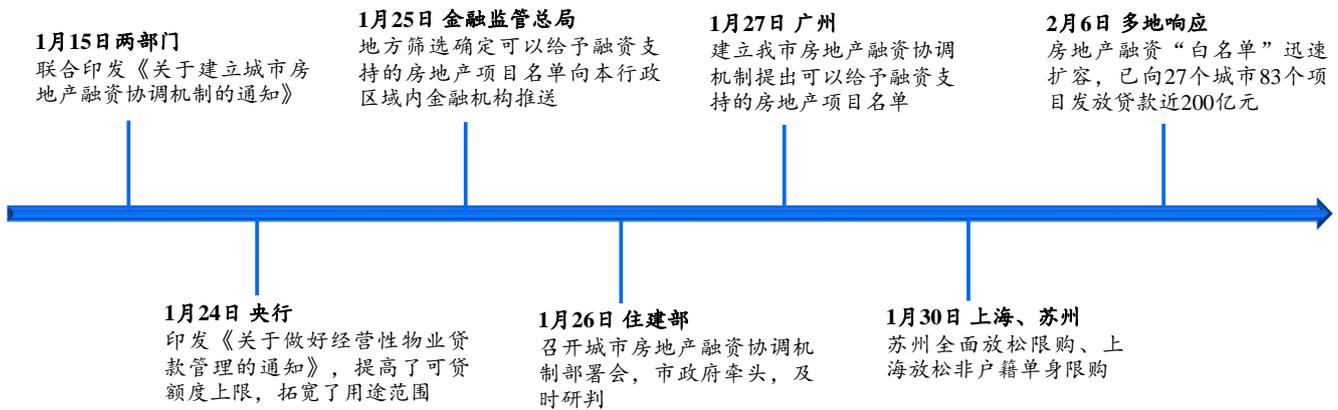
图11: 2024 年一季度超储率降至 1.7% 的两种情景测算

单位: (亿元)	月份	Δ 外汇占款	Δ 货币发行		Δ 法定准备金	Δ 财政性存款		流动性缺口	央行流动性净投放			Δ 超储规模	超储率 (%)
			M0	库存现金		政府债净融资	财政收支差		OMO	MLF	PSL		
官方数据外推	2023/09	421	2,738	303	-2,751	9,458	-16,039	6,712	9,180	1,910	-608	17,194	1.4
	2023/10	907	-688	-246	-924	10,977	1,525	-9,737	2,460	2,890	0	-4,387	1.2
	2023/11	762	1,660	-131	903	15,507	-12,284	-4,893	-120	6,000	0	987	1.3
	2023/12	690	3,219	368	1,146	9,536	-20,403	6,824	1,580	8,000	3,500	19,904	2.0
	2024/01	401	5,311	524	2,234	3,353	5,684	-16,705	-890	2,160	1,500	-13,935	1.5
2024Q1 预测	2024/02	20	2,299	1,481	-9,213	3,610	-4,475	6,318	-3,090	1,248	0	4,476	1.6
	2024/03	338	-3,733	-1,674	3,736	5,195	-9,922	6,734	-250	1,203	0	7,687	1.8
	2023Q1 数据	2023/01	1,537	9,895	2,765	3,656	6,434	393	-21,606	4,990	790	-142	-15,968
	2023/02												
	2023/03												1.7
① 假设只靠政府债放量	2024/03	338	-3,733	-1,674	3,736	10,000	-9,922	1,930	-250	1,203	0	2,882	1.7
						Δ 4,805		← 较历史Q1均值多增					
一季度总政府债净融资 → 16,962													
② 假设只靠信贷扩张	2024/01	401	5,311	524	4157	3,353	5,684	-18,628	-890	2,160	1,500	-15,858	1.4
					Δ 4,000		← 信贷同比多增						
	2024/02	20	2,299	1,481	-8,026	3,610	-4,475	5,131	-3,090	1,248	0	3,289	1.5
					Δ 3,000		← 信贷同比多增						
2024/03	338	-3,733	-1,674	4,173	5,195	-9,922	6,298	-250	1,203	0	7,250	1.7	
				Δ 3000		← 信贷同比多增							
一季度总信贷同比增加 → 10000													

注: 2023 年 10 月至 2024 年 3 月的超储率为预测值, 2024 年一季度的分项数据为历史季节均值 (2020-2023 年); 超储率在上表中保留一位小数。

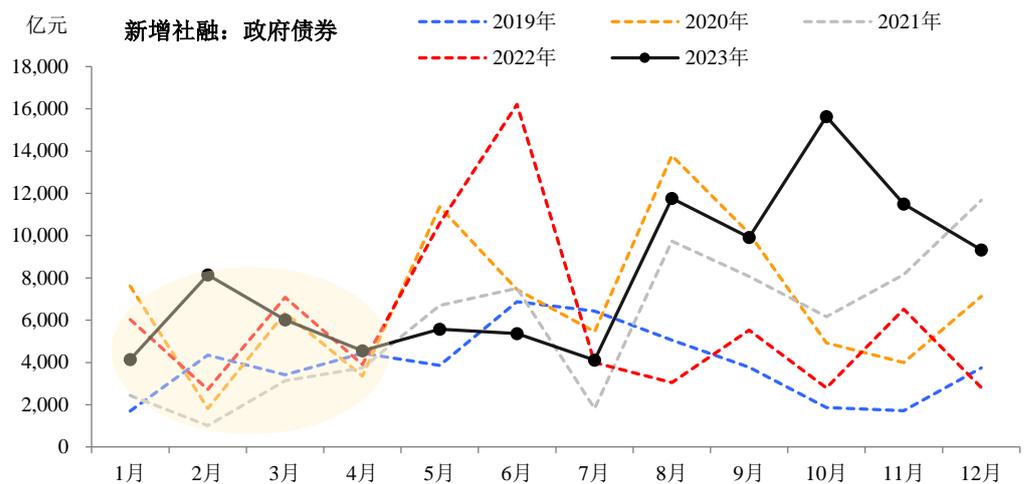
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 地产政策“抢开局”



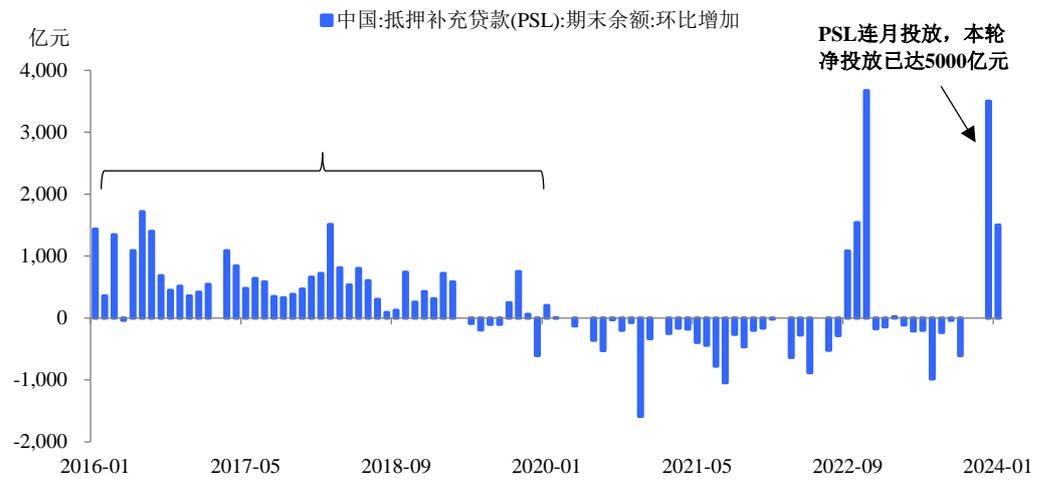
数据来源：央行，住建部，各地方政府网站，东吴证券研究所

图13: 历史上政府债不常在1-4月发力



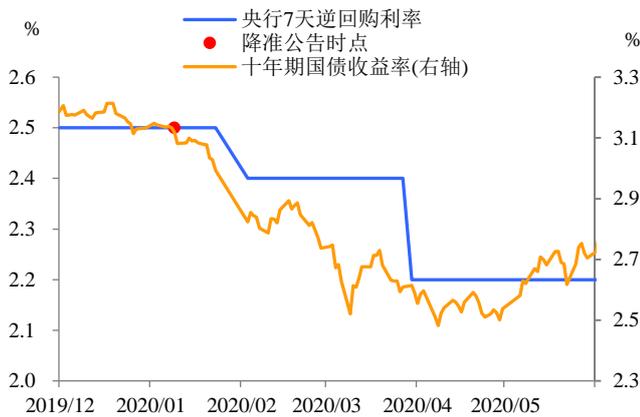
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14: 1月 PSL 继续放量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2020Q1 债市走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2023Q1 债市走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>