

# 信用“开门红”再现，为何仍强调“盘活存量”？

## 事件点评

### 金融数据、《货币政策执行报告》速评

#### 投资要点

- ◆ **春节错位信贷向1月集中“开门红”再现，居民信贷阶段性改善，企业贷款小幅降温。**1月新增信贷4.92万亿，同比小幅多增，今年春节位于2月，新增信贷有更明显的1月集中效应，由此获得较为稳定的信贷“开门红”，但也正因春节错位，2-3月新增信贷的势头可能较去年同期更快衰减。近期多地地产限购政策放松加码，加之春节错位的1月集中效应，居民信贷同比改善比较明显，但2-3月居民信贷可能面临较高基数。房地产市场风险、地方债务风险持续化解，企业增量信贷需求整体有所降温，地产、基建投资今年结构调整的压力仍不可忽视。
- ◆ **企业债券、表外融资推动社融高增，但也同样具有明显的春节错位1月集中效应。**1月新增社融达6.5万亿，同比多增超5000亿，再创历史单月新高，主要助推因素是表外融资和企业债券融资的明显改善。当春节位于2月时，这两项融资会更大程度向1月集中，但2月可能面临较大的同比下滑压力。1月社融存量同比持平于上月9.5%的增速，2023年10月以来的一轮社融增速改善态势基本得到延续，政府债务融资的集中和增加构成这一轮主要的增量融资来源。
- ◆ **春节错位年终奖延迟，财政存款小幅多增，M2增速大幅回落。**1月M2同比8.7%，较2023年12月大幅下滑1个百分点，春节错位导致年终奖延迟、财政存款的小幅多增是主要原因，但扣除春节移动因素后，居民存款也相对偏弱，或与房地产市场、股市近期连续走弱导致的财富效应缩水的影响。
- ◆ **春节延迟令信用融资需求向1月集中，“开门红”可持续性相对较弱。在房地产市场和地方债务风险化解力度加大的过程中，23Q4《货币政策执行报告》突出强调“盘活信贷存量”、“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，显示经济结构优化升级过程中，质量重于数量，对金融数据的预期应回归理性。财政扩张对内需主动力的夯实作用将走向前台，货币政策将积极做好配合性合理宽松。**昨日（2月8日）晚间公布的23Q4《货币政策执行报告》中明确提出，要“合理把握债券于信贷两个最大融资市场的关系”，“支持采取债务重组等方式盘活信贷存量，提升存量贷款使用效率”。在专栏1中，更明确指出“随着我国房地产发展模式重大转型、地方债务风险防范化解，这两块贷款需求都明显下降”，“需更加注重处理好总量与结构、存量与增量的关系，盘活低效存量、不良贷款核销、在社会融资总量中持续提升直接融资占比等”。央行对增量贷款规模和存量贷款使用效率关注度的此消彼长，充分显示出房地产市场风险和地方债务风险的调整是经济结构优化升级过程中长期坚持的发展战略要求，并不是运动式的政策。由此我们也同样不建议对2024年信用扩张的增速抱有过高期待。外部形势复杂严峻的背景下，我国经济发展模式和政策传导模式都已经发生了深刻的变化，夯实以居民消费为代表的内需主动力预计将成为当前和未来一段时间经济政策的核心关切。而财政政策在优化内需结构、提升投资有效性和扩展消费可持续性方面能够发挥的作用是远大于货币政策本身的。央行强调“加强政策协调配合，有效支持促消费、稳投资、扩内需”，维持9月再降准50BP，全年实施向1年期LPR和MLF利率倾斜的小幅降息的货币操作预测不变。期待财政货币和衷共济，有效夯实内需主动力。
- ◆ **风险提示：**促进内需政策效果不及预期风险，房地产市场调整深度超预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

#### 相关报告

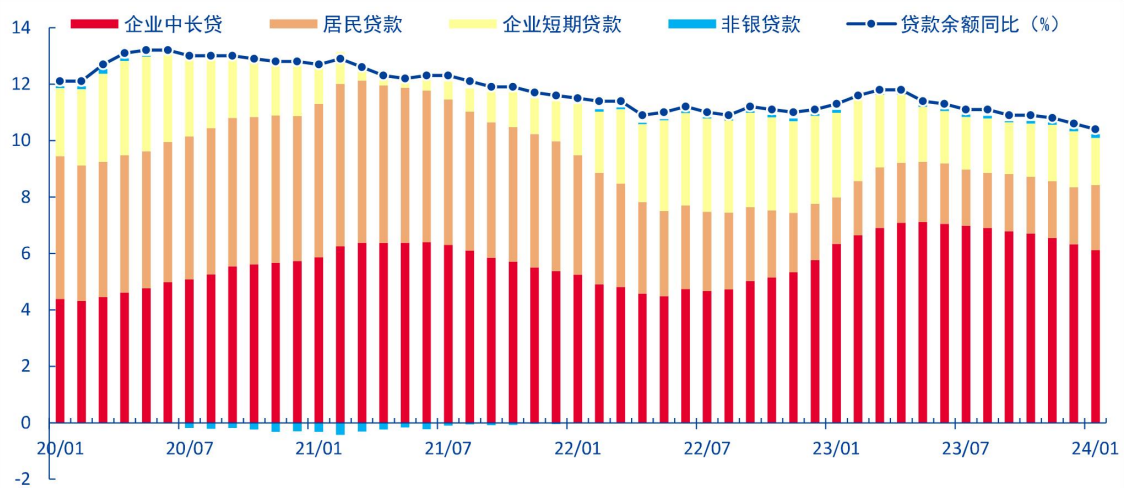
- 春节错位消费平稳，内需主动力仍需夯实——CPI、PPI点评（2024.1） 2024.2.8
- 松地产再度加码，强非农推迟降息——华金宏观·双循环周报（第43期） 2024.2.3
- 美联储转鹰“三重奏”——FOMC会议点评 2024.2.1
- PMI低位徘徊，需求改善重在消费——PMI点评（2024.1） 2024.1.31
- 美国经济的强劲表现是否可持续？——华金宏观·双循环周报（第42期） 2024.1.26



## 一、春节错位信贷向 1 月集中“开门红”再现，居民信贷阶段性改善，企业贷款小幅降温。

1 月新增信贷 4.92 万亿，同比小幅多增 162 亿，由于 2024 年春节位于 2 月，1 月工作日明显较春节位于 1 月的 2023 年偏多，因此 1 月新增信贷有更明显的 1 月集中效应，由此获得较为稳定的信贷“开门红”，但也正因春节错位，2-3 月新增信贷的势头可能较去年同期更快衰减。1 月新增信贷呈现两大结构特征：其一，近期多地地产限购政策放松加码，加之春节错位的 1 月集中效应，居民信贷同比改善比较明显，1 月居民户贷款新增 9801 亿，其中住户中长期贷新增达 6272 亿，同比分别多增逾 7000 亿、逾 4000 亿，但去年 1 月因居民普遍刚刚从疫情中恢复健康，房贷需求实际上延迟至 3 月才集中释放，因此 2-3 月居民信贷可能面临较高基数。其二，房地产市场风险、地方债务风险持续化解，企业增量信贷需求整体有所降温，1 月企业贷款、企业中长期贷款分别新增 3.86 万亿、3.31 万亿，尽管增量仍高，但同比分别少增超过 8000 亿和近 2000 亿，地产、基建投资今年结构调整的压力仍不可忽视。

图 1：贷款余额同比及贡献结构（%）

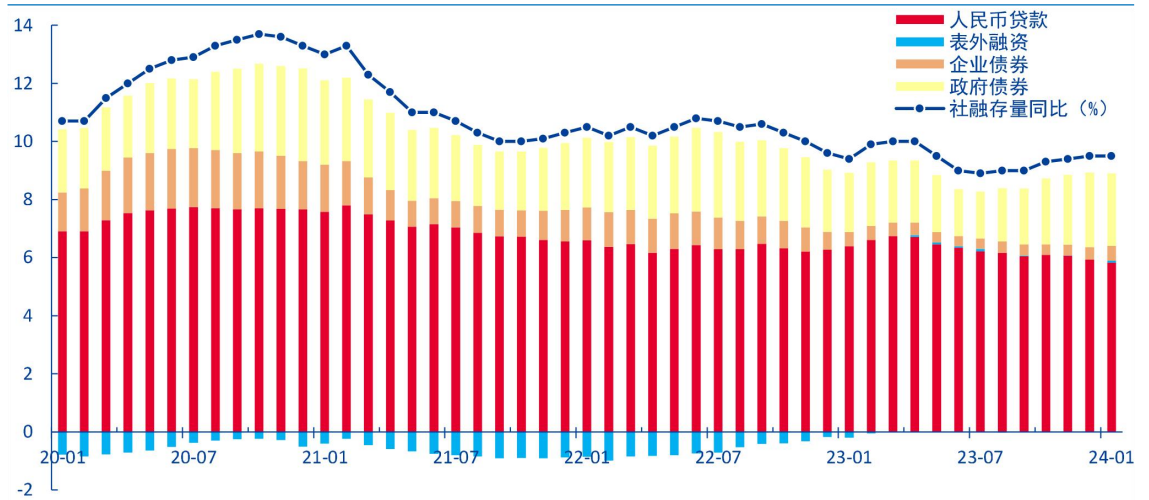


资料来源：CEIC，华金证券研究所

## 二、企业债券、表外融资推动社融高增，但也同样具有明显的春节错位 1 月集中效应。

1 月新增社融达 6.5 万亿，同比多增超 5000 亿，超过 2022 年 1 月再创历史单月新高，主要助推因素是表外融资和企业债券融资的明显改善。委托贷款、信托贷款、未贴现银行汇票三项表外融资合计新增 6008 亿，同比多增超过 2500 亿。企业债券当月新增 4835 亿，同比多增也超过 3000 亿。每年 1 月和 2 月表外融资和企业债券融资增量之间的分布都存在明显的季节性特征，未贴现汇票主要用于工业企业生产经营活动的资金周转，企业债券发行流程需要时间，当春节在 1 月时（如 2023 年），1 月的有效工作日明显减少，企业生产活动的融资需求也有明显下降，当年 1 月这两项融资增量就会较往年同期均值有所减少，而在 2 月有所增加。反之，当春节位于 2 月时（如 2024 年），这两项融资会更大程度向 1 月集中，从而导致 1 月数据的同比多增，但 2 月可能面临较大的同比下滑压力。1 月社融存量同比持平于上月 9.5% 的增速，2023 年 10 月以来的一轮社融增速改善态势基本得到延续，尽管 1 月政府债券融资短暂降温，但政府债务融资的集中和增加构成这一轮主要的增量融资来源，期待今年两会对广义财政扩张的幅度和结构予以明确。

图 2: 社融存量同比及贡献结构 (%)

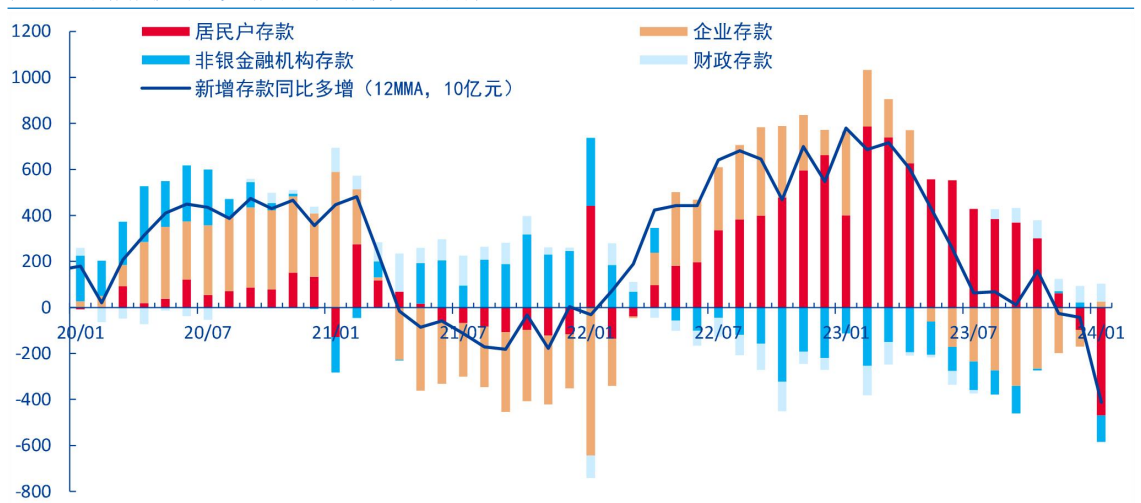


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

### 三、春节错位年终奖延迟，财政存款小幅多增，M2 增速大幅回落。

1 月 M2 同比 8.7%，较 2023 年 12 月大幅下滑 1 个百分点，春节错位导致年终奖延迟、财政存款的小幅多增是主要原因，但扣除春节移动因素后，居民存款也相对偏弱，或受到财富效应收缩效应影响。从存款结构来看，居民和企业部门存款分别新增 2.53 万亿、1.14 万亿，同比分别少增 3.67 万亿、多增 1.86 万亿，因春节延迟至 2 月而导致较多企业年终奖延迟至 2 月发放，企业存款多增、居民存款少增的格局符合春节移动跨年错位的季节性特征。此外，财政存款同比多增 1776 亿，近几个月以来政府债券融资集中，支出速度稍慢于融资，也对 M2 形成抵消。但也关注到，居民存款少增量大幅高于企业存款多增量，可能也与房地产市场、股市近期连续走弱导致的财富效应缩水有直接关系。与股市走势正相关的非银金融机构存款同比大幅少增超过 4500 亿。M1 同比因春节移动效应短暂大幅反弹 4.6 个百分点至 5.9%，2 月之后预计随春节效应消退而再度回落。

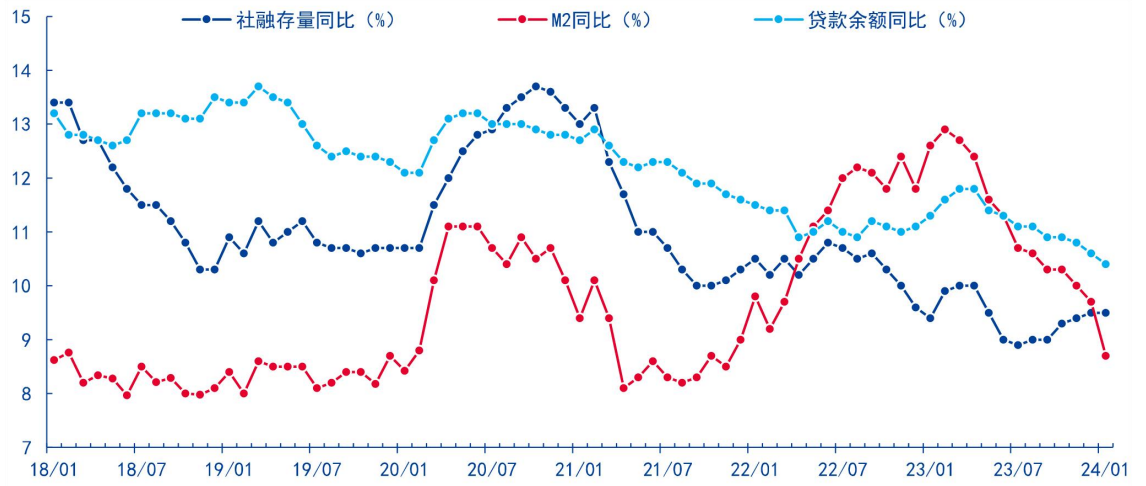
图 3: 新增存款同比多增与各类存款贡献结构 (12MMA, 10 亿元)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、春节延迟令信用融资需求向1月集中，“开门红”可持续性相对较弱。在房地产市场和地方债务风险化解力度加大的过程中，23Q4《货币政策执行报告》突出强调“盘活信贷存量”、“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，显示经济结构优化升级过程中，质量重于数量，对金融数据的预期应回归理性。财政扩张对内需主动力的夯实作用将走向前台，货币政策将积极做好配合性合理宽松。

图4：社融存量同比、贷款余额同比与M2同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

1月信贷、社融“开门红”仍然如期而至，对春节后的市场信心预计将起到较好的稳定作用。但也应看到，无论居民贷款、表外融资、企业债券融资的阶段性高增，都在很大程度上是今年春节延迟至2月、信用融资需求进一步向1月集中的阶段性结果，更具方向性的企业贷款融资已经呈现一定的降温态势。

昨日（2月8日）晚间公布的23Q4《货币政策执行报告》中明确提出，要“合理把握债券于信贷两个最大融资市场的关系”，“支持采取债务重组等方式盘活信贷存量，提升存量贷款使用效率”。在专栏1中，更明确指出“随着我国房地产发展模式重大转型、地方债务风险防范化解，这两块贷款需求都明显下降”，“需更加注重处理好总量与结构、存量与增量的关系，盘活低效存量、不良贷款核销、在社会融资总量中持续提升直接融资占比等”。央行对增量贷款规模和存量贷款使用效率关注度的此消彼长，充分显示出房地产市场风险和地方债务风险的调整是经济结构优化升级过程中长期坚持的发展战略要求，并不是运动式的政策。我们在2024年对于房地产投资和传统基建投资增速的预期是相对审慎的，由此我们也同样不建议对2024年信用扩张的增速抱有过高期待。

外部形势复杂严峻的背景下，我国经济发展模式和政策传导模式都已经发生了深刻的变化，夯实以居民消费为代表的内需主动力预计将成为当前和未来一段时间经济政策的核心关切，而财政政策在优化内需结构、提升投资有效性和扩展消费可持续性方面能够发挥的作用是远大于货币政策本身的。在23Q4《货币政策执行报告》中，央行强调“加强政策协调配合，有效支持促消费、稳投资、扩内需”，我们预计，如果在春节假期后、两会前见到各地房价调整到位底部趋稳、房地产市场“量缩价稳”的良好态势，则今年两会很可能采取更大力度的赤字率扩张、通过个税减税等二次收入分配政策改善中等收入人群收入预期，以形成持续的消费动能，夯实内需主动力。维持货币政策积极配合财政扩张实施合理力度的宽松操作的预期不变。在年初符合预期时点、幅

度的降准操作后，维持 9 月再降准 50BP，全年实施向 1 年期 LPR 和 MLF 利率倾斜的小幅降息的货币操作预测不变。期待财政货币和衷共济，有效夯实内需主动力。

**风险提示：**促进内需政策效果不及预期风险，房地产市场调整深度超预期风险。

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn