

评货币政策执行报告及1月金融数据

“开门红”成色与货币政策趋向

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

■ 2023年第四季度货币政策执行报告中，三个问题值得关注：

1、如何把握货币信贷的新特点？第一，多看利率下降的成效。2023年四季度，新发放贷款加权平均利率为3.83%，单季回落31bp，“降成本”力度较前三季度明显提升。第二，多看重点领域的金融支持力度。2023年末，高新技术企业贷款、绿色贷款、普惠小微贷款分别同比增长15.3%、36.5%和23.5%，均高于同期各项贷款增速。第三，多看涵盖直接融资的社会融资规模。报告“下一阶段主要政策思路”的第一点中，首提“保持融资和货币总量合理增长”，并解释“融资”包括债券和信贷两个最大市场，“稳信用”内涵得以拓展。

2、如何理解信贷“盘活存量”？一方面，“盘活存量”的基本含义是信贷结构的有增有减。从1月人民币贷款数据看，票据融资创历史新低，银行以票“冲量”或有减少，也能体现信贷结构优化、存量盘活。另一方面，报告“下一阶段主要政策思路”部分看，“盘活存量”也包括必要的市场化出清、债务重组等方式。

3、如何看待货币政策的动向？总量方面，报告多沿袭此前表述。我们认为，2024年MLF及LPR调降有20bp以上调降空间。结构方面，PSL资金的进一步落地、科创及数字金融的再贷款工具的推出值得期待。

■ 2023年1月金融数据呈现以下特点：

1、社融受企业债及表外票据融资支撑。2024年1月新增社融规模6.5万亿，创历史同期新高；社融存量同比持平于9.5%。从分项看：1)未贴现票据明显多增，创2018年以来同期新高。2)企业债融资同比多增，因2023年初企业债融资受理赎回潮冲击、基数偏低。3)权重较大的人民币信贷及政府债融资有所拖累，二者均弱于去年同期。

2、人民币贷款结构趋于均衡，质量有所提升。1月新增人民币贷款同比略多增162亿元。结构上：1)企业中长贷自高位小幅回落，处历史同期次低点，离不开基建项目集中开工、城中村改造贷款投放的支撑。2)居民中长贷自低位有所恢复，与百强房企销售情况有所背离，或得益于居民提前偿还贷款减少。3)票据融资创历史新低。1月新增票据融资-9733亿元，创历史新低，体现信贷“盘活存量”的政策导向。

3、货币供应方面：1) M1同比超预期回升，春节错位为主导因素，可持续性有待观察。考虑到去年同期春节较早、M1环比增速偏低，而24年1月末据离春节超过一周，工资奖金尚未集中发放，春节规律基本可以解释1月M1增速的“异动”。当然，万亿增发国债资金下发至项目，对M1增速也有一定支撑。2) M2同比增速回落1个百分点。除却去年同期高基数扰动，信贷增速回落、金融空转趋缓也有拖累。

2024年2月8日,《2023年第四季度中国货币政策执行报告》发布;2月9日,央行公布2024年1月金融数据统计报告。

一、货币政策执行报告的三个关注点

1、如何把握货币信贷的新特点?

报告专栏一为“准确把握货币信贷供需规律和新特点”,认为“评判金融支持不能‘唯信贷增量’”,解释了货币信贷“看什么”的问题。

第一,“多看利率下降的成效”。从报告披露的数据看,2023年四季度“降成本”力度明显较前三季度提升。2023年四季度,新发放贷款加权平均利率为3.83%,单季回落31bp,而前三季度表现持平;一般贷款加权平均利率为4.35%,单季回落16bp,而前三季度合计回落6bp。

第二,“多看科技创新、绿色发展、中小微企业等重点领域的金融支持力度”。结合央行1月26日公布的《2023年金融机构贷款投向统计报告》看,2023年末高新技术企业贷款、绿色贷款、普惠小微贷款余额分别为13.64万亿、30.08万亿和29.4万亿,而同期各项贷款余额为237.59万亿元;三者分别同比增长15.3%、36.5%和23.5%,均高于同期10.6%各项贷款增速。

第三,“多看涵盖直接融资的社会融资规模”。报告“下一阶段主要政策思路”部分,第一点为“保持融资和货币总量合理增长”。此处首提“融资和货币总量”概念,而2021年一季度至2023年第三季度的11次报告中均为“货币信贷”概念。紧跟第一点后的语句也不同于以往,提出“按照大力发展直接融资的要求,合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系。继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展”,解释“融资”的概念包括债券和信贷两个最大市场,对“稳信用”的内涵做出拓展。

图表1 2023年第四季度货币政策执行报告首提“融资和货币总量合理增长”

时间	货币政策执行报告-下一阶段主要政策思路部分-第一点
23年Q4	保持 融资和货币 总量合理增长。按照大力发展直接融资的要求,合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系。
23年Q3	保持 货币信贷 总量适度、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕。
23年Q2	保持 货币信贷 总量适度、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕。
23年Q1	保持 货币信贷 总量适度、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕。
22年Q4	保持 货币信贷 合理平稳增长。综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕……
22年Q3	保持 货币信贷 平稳适度增长。综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕……
22年Q2	保持 货币信贷 平稳适度增长。综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕……
22年Q1	保持 货币信贷 和社会融资规模稳定增长。密切关注国际国内多种不确定因素变化,深入研判流动性供求形势……
21年Q4	保持 货币信贷 合理增长。密切关注国内外经济金融形势边际变化,加强对财政收支、政府债券发行、现金投放回笼和主要经济体货币政策调整等不确定因素的监测分析……
21年Q3	保持 货币信贷 和社会融资规模合理增长。加强对内外部市场环境和多种不确定因素的监测分析,深入研判市场流动性供求形势,做好流动性跨周期调节……
21年Q2	保持 货币信贷 和社会融资规模合理增长。完善货币供应调控机制,健全中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制,管好货币总闸门……
21年Q1	保持 货币信贷 和社会融资规模合理增长。完善货币供应调控机制,搞好跨周期设计,管好货币总闸门……

资料来源:中国人民银行,平安证券研究所

2、如何理解信贷“盘活存量”？

一方面，“盘活存量”的基本内涵在于信贷结构的有增有减。2023 年中央金融工作会议部署“盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”，而后 2023 年第三季度的货币政策执行报告特辟专栏聚焦盘活存量资金的问题，从“增”的一面（持续加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务）和“减”的一面（在经济结构转型升级过程中，不同成分之间自然会有所更替，相关信贷需求也随之改变和调整）阐述盘活存量资金在结构优化方面的含义。从 2024 年 1 月的人民币贷款数据看，票据融资创历史新低，银行以此“冲量”或有减少，也能体现信贷结构优化、存量盘活。

另一方面，“盘活存量”也包括必要的市场化出清、债务重组等方式。报告“下一阶段主要政策思路”部分提及“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”，“着力提升贷款使用效率，通过部分贷款到期回收后转投更高效率的经营主体、优化新增贷款投向、推动必要的市场化出清，为经济可持续发展提供更好支撑”。

3、如何看待货币政策的动向？

在货币政策总量方面，报告多沿袭此前表述。我们延续此前观点，2024 年 MLF 及 LPR 调降有 20bp 以上调降空间。

结构性货币政策工具方面，PSL 资金的进一步落地、科创及数字金融的再贷款工具的推出值得期待。1) 央行在本次报告中表示，已于 2023 年 12 月增加抵押补充贷款（PSL）额度 5000 亿，明确 PSL 资金将支持“三大工程”建设。据我们不完全统计，截至 2 月初，国开行及农发行对各地城中村改造专项借款项目授信额度已达 9000 多亿元，或意味着 PSL 资金仍有进一步投放的可能性。2) 央行提出“整合支持科技创新和数字金融领域的工具方案”。截至 2023 年四季度，央行于 2022 年创设的 4000 亿元科技创新再贷款工具已到期，年末余额较 2023 年三季度末回落 900 亿元至 2556 亿元。在前期工具的基础上，或有望推出新的支持工具。

二、社融信贷“提质”

1、企业债及表外票据支撑社融

2024 年 1 月新增社融规模 6.5 万亿元，同比多增 5000 多亿元，创历史同期新高；社融存量的同比增速持平于 9.5%。

新增社融中，表外未贴现票据明显多增、企业债融资在低基数下表现偏强，而权重较大的人民币信贷及政府债融资有所拖累。具体看：

- 一是，表外票据表现偏强，创 2018 年以来同期新高，对社融增速的支撑较上月提升 0.07 个百分点。
- 二是，企业债融资同比多增，但低于 2022 年同期，因 2023 年初企业债融资受理财赎回潮冲击、基数偏低；企业债融资对社融增速的支撑较上月提升 0.08 个百分点。
- 不过，作为主体部分的人民币信贷略弱于去年同期，前期表现较强的政府债净融资也同比少增，二者对社融增速的拉动分别较上月减少 0.12 个百分点、减少 0.09 个百分点。

图表2 2024年1月新增社融同比增量



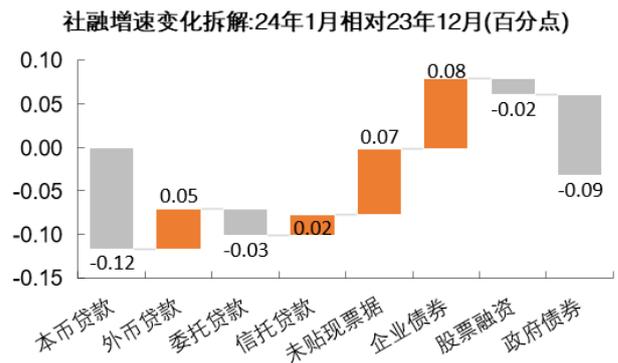
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 其他类包括贷款核销、存款类机构资产支持证券等分项

图表3 2024年1月社融增速持平, 贷款增速回落



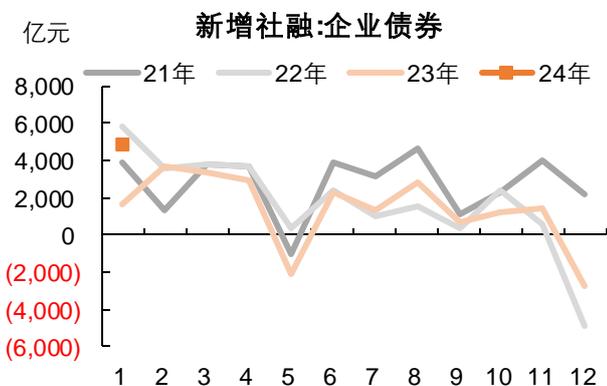
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 2024年1月新增社融受表外及其他分项支撑



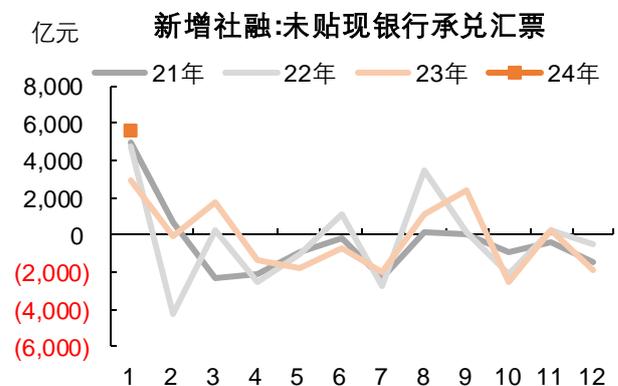
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2024年1月企业债同比多增, 但低于22年同期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 2024年1月表外票据创18年以来同期新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、人民币贷款结构趋于均衡

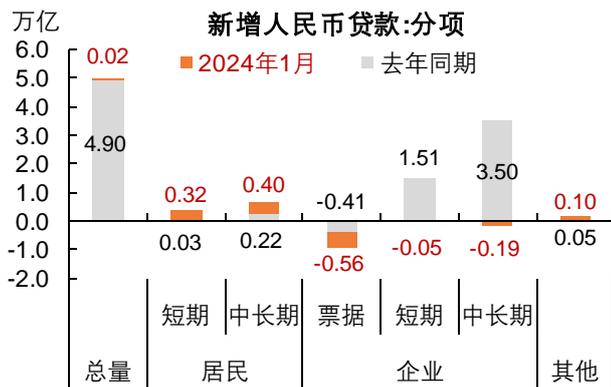
新增贷款总量平稳，但结构趋于均衡，质量有所提升。2024年1月新增人民币贷款4.92万亿元，同比略多增162亿元；贷款存量同比增速回落0.2个百分点至10.4%。从结构上看：

一是，企业中长贷自高位小幅回落。2024年1月，新增企业中长贷约3.3万亿，虽较去年同期减少，但处于历史同期次低点，离不开基建项目集中开工、城中村改造贷款投放的支撑。据Mysteel不完全统计，1月全国重大项目开工投资额约54295.15亿元，低于去年同期，但高于2020至2022年同期。1月30日住建部下发城中村改造专项借款项目名单，国开行、农发行于月末最后两天集中对相关项目进行授信和贷款投放。

二是，居民中长贷自低位有所恢复。2024年1月，新增居民中长贷6272亿元，相比去年同期的低位多增4000多亿元，但低于2021至2022年同期。居民中长贷的恢复与房地产销售有所背离，或得益于居民提前偿还贷款减少。据克而瑞统计，2024年1月TOP100房企销售操盘金额同比降低34.2%，单月业绩规模创近年新低。1月25日，金融监管总局新闻发布会表示，2023年个人住房贷款新发放规模约6.4万亿元，年末余额38.3万亿元（约较2022年末减少0.5万亿元）。假设房贷自然还本规模为余额的十分之一，则提前偿还房贷规模在3.1万亿元左右，对居民中长贷的影响不容小觑。

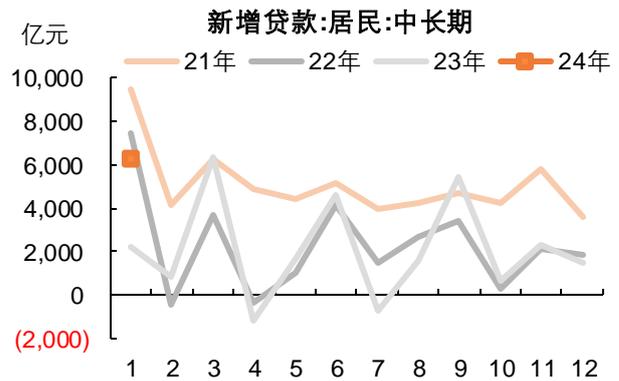
三是，新增票据融资创历史新低。2024年1月新增票据融资-9733亿元，创历史新低，体现信贷“盘活存量”的政策导向。

图表7 2024年1月居民贷款同比多增、企业同比少增



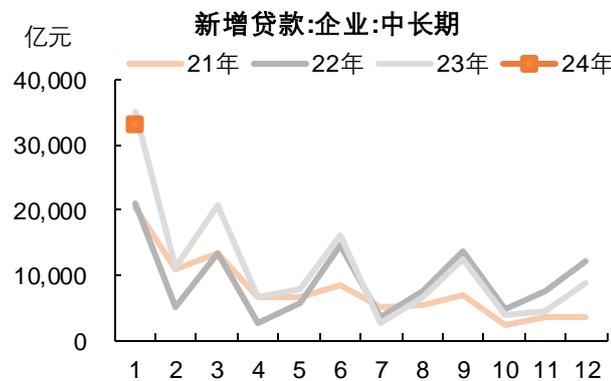
资料来源: Wind, 平安证券研究所。注:分项四舍五入, 总数或有差异

图表8 2024年1月新增居民中长贷自历史同期低位恢复



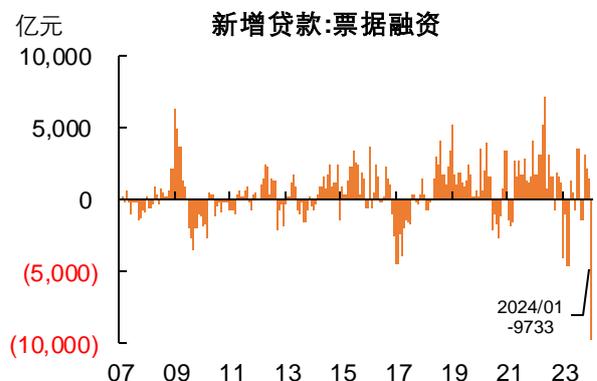
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2024年1月新增企业中长贷较历史同期高位减少



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2024年1月表内票据融资创历史新低



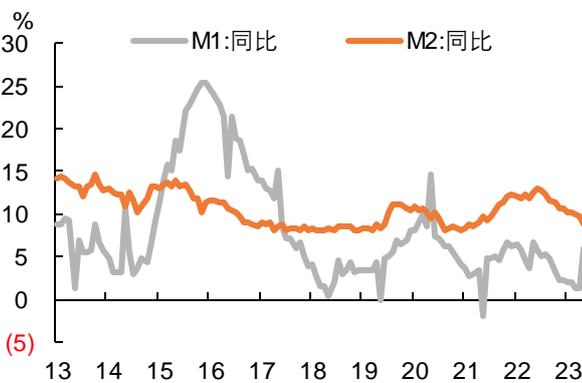
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、M1 同比增速超预期回升

M1 同比超预期回升，春节错位为主导因素，可持续性有待观察。2024 年 1 月，M1 同比增速为 5.9%，自历史低位大幅回升。为剔除春节错位扰动，我们将 2011 年以来 1 月的 M1、M2 环比增速按农历先后顺序排列。我们发现：**1）**M1 环比增速较高的 1 月份，1 月 31 日的农历往往对应于腊月二十至腊月二十二之间，或因距离春节时间不远不近，工资奖金筹备发放、而春节取现的影响尚未集中释放；**2）**M1 环比增速较低的 1 月份，1 月 31 日的农历往往对应于腊月二十九至正月初十之间，因春节时间偏早，工资奖金发放和春节取现的影响集中体现。考虑到 2023 年 1 月 M1 环比增速偏低、2024 年 1 月 31 日为腊月二十一，春节规律基本可以解释 2024 年 1 月 M1 同、环比增速的“异动”。当然，万亿增发国债资金下发至项目，对 M1 增速也有一定支撑。

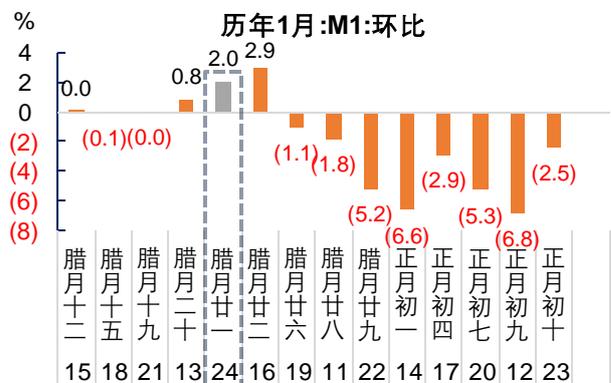
M2 同比增速回落。2024 年 1 月，M2 同比增速为 8.7%，较上月回落 1 个百分点。除却去年同期高基数扰动，信贷盘活存量（1 月人民币贷款增速较上月回落 0.2 个百分点）、金融空转趋缓（1 月非金融企业存款同比少增 4574 亿元）也有影响。

图表 11 2024 年 1 月 M1 增速提升，M2 增速回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 12 2024 年 1 月 M1 环比增速基本符合农历季节性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：稳增长政策落地效果不及预期，海外经济衰退程度超预期，房地产企业信用风险蔓延等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层