

信贷大超预期，持续性有待观察

证券研究报告

2024年02月18日

2024年1月金融数据点评

摘要：

1月社融信贷数据的三点关注

第一，信贷在高基数下略有多增，总体大超预期，其中居民贷款是主要支撑，企业贷款、票据融资形成拖累。

第二，社融同比多增，结构边际改善。企业债券、表外票据、信托贷款、外币贷款同比多增，政府债券、委托贷款同比少增。

第三，M1同比大幅上行，一方面M1环比处于季节性高位，企业存款活化；另一方面春节错位等因素确有影响。

（2013年、2015年、2018年、2021年均为2月春节、上一年1月春节的情况，均存在1月M1同比上行、2月M1同比快速下行）。

社融信贷超预期，对债市利率是上行压力，但需要基本面有所验证，结合PMI数据来看，居民贷款持续性仍待观察。此外，春节前取现需求会推动M1季节性上行，春节错位也会让M1同比先上后下，后续关键仍然是广义财政的速与量。

宏观层面尚未发生重大变化，因此短期内债市或仍维持震荡，下一个关键时点在3月两会。

风险提示：货币政策不及预期、增量政策超预期、基本面超预期

作者

孙彬彬 分析师
SAC执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 分析师
SAC执业证书编号：S1110523110001
suixiuping@tfzq.com

马戎 联系人
marong@tfzq.com

近期报告

- 《固定收益：低等级城投、银行永续继续引领利差下行-信用债市场周度跟踪（2024-02-17）》 2024-02-17
- 《固定收益：如何看待地产项目“白名单”的影响？-固收专题》 2024-02-17
- 《固定收益：2024春节期间全球主要市场表现-春节高频数据跟踪》 2024-02-17

内容目录

1. 2024 年 1 月社融信贷的三点关注.....	3
2. 社融同比多增，结构改善	5
3. 信贷规模、结构表现超预期	5
4. M2-M1 剪刀差收窄	6

图表目录

图 1：社融、M2 与信贷增速	3
图 2：社融同比多增、规模超预期	3
图 3：人民币贷款同比多增、高于季节性	3
图 4：社融-万得一预测	4
图 5：人民币贷款-万得一预测	4
图 6：债市表现	4
图 7：2024 年一季度政府债券发行节奏靠后	5
图 8：企业债券同比多增、回归季节性水平	5
图 9：信托贷款继续同比多增	5
图 10：未贴现票据融资处于季节性高位	5
图 11：企业中长贷大幅超季节性	6
图 12：居民中长贷回归季节性水平	6
图 13：M1 同比大幅上行	6
图 14：M1 同比季节性	6
图 15：M1 当月新增季节性	7
图 16：非银存款仍位于季节性上沿	7
表 1：1 月金融数据与宏观环境复盘	4

1. 2024 年 1 月社融信贷的三点关注

第一，信贷在高基数下略有多增，总体大超预期，其中居民贷款是主要支撑，企业贷款、票据融资形成拖累。

第二，社融同比多增，结构边际改善。企业债券、表外票据、信托贷款、外币贷款同比多增，政府债券、委托贷款同比少增。

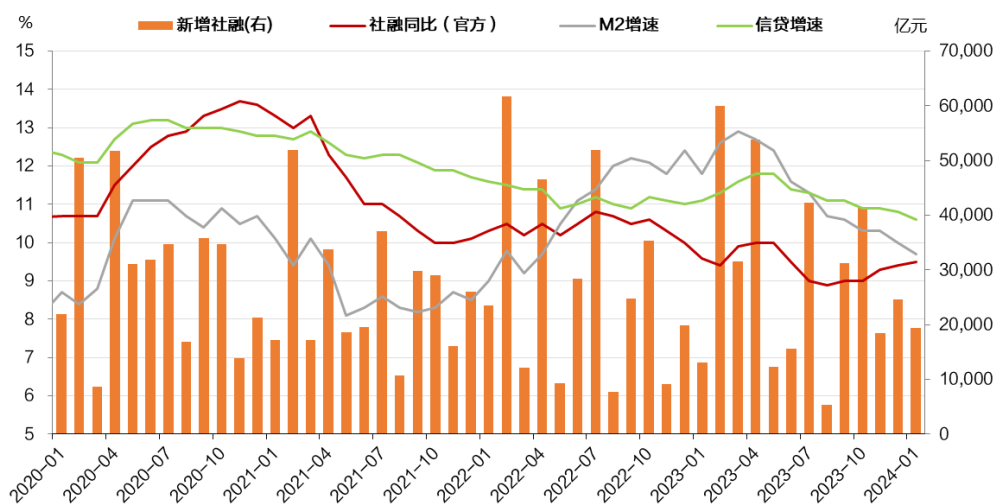
第三，M1 同比大幅上行，一方面 M1 环比处于季节性高位，企业存款活化；另一方面春节错位等因素确有影响。

（2013 年、2015 年、2018 年、2021 年均均为 2 月春节、上一年 1 月春节的情况，均存在 1 月 M1 同比上行、2 月 M1 同比快速下行）

社融信贷超预期，对债市利率是上行压力，但需要基本面有所验证，结合 PMI 数据来看，居民贷款持续性仍待观察。此外，春节前取现需求会推动 M1 季节性上行，春节错位也会让 M1 同比先上后下，后续关键仍然是广义财政的速与量。

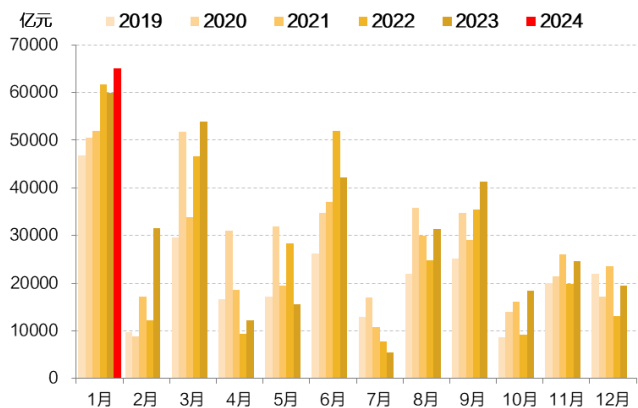
宏观层面尚未发生重大变化，因此短期内债市或仍维持震荡，下一个关键时点在 3 月两会。

图 1：社融、M2 与信贷增速



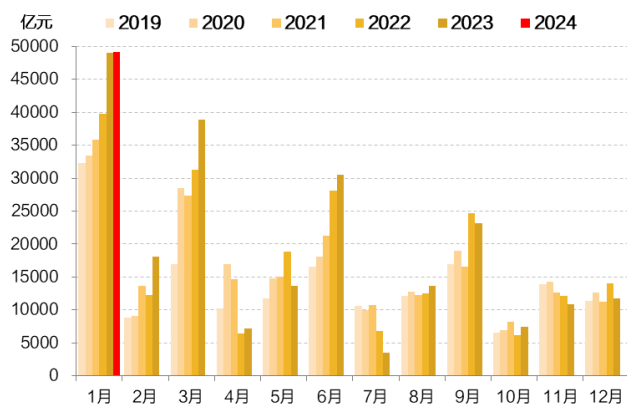
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：社融同比多增、规模超预期



资料来源：Wind，天风证券研究所

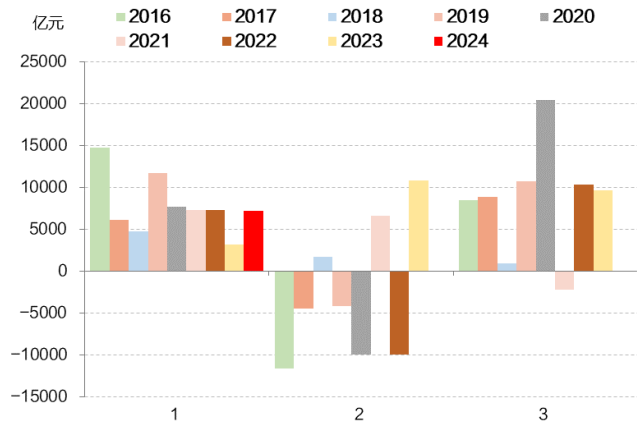
图 3：人民币贷款同比多增、高于季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

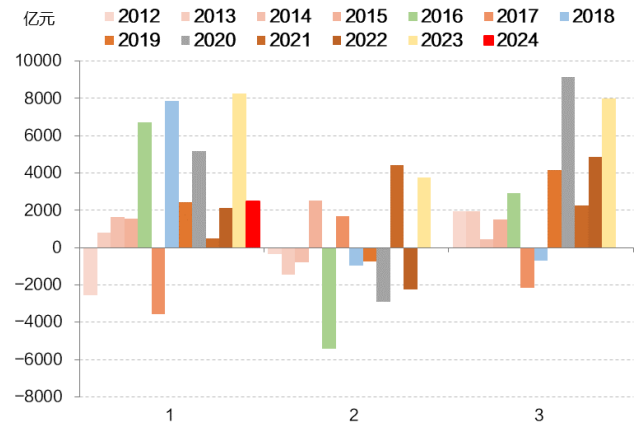
历史上来看，1 月社融信贷一般都会超预期，但宏观环境、金融数据超预期幅度和持续性有所不同。

图 4：社融-万得一致预测



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：人民币贷款-万得一致预测



资料来源：Wind，天风证券研究所

内需偏弱而 1 月信贷社融大幅超预期主要是在 2016 年、2019 年、2020 年、2023 年。

表 1：1 月金融数据与宏观环境复盘

年份	社融-一致预测	人民币贷款-一致预测	PMI	PPI	一季度金融数据持续性	一季度经济数据表现
2016	+14683 亿元	+6700 亿元	49.4%	-5.3%	2 月不及预期，3 月超预期	PMI 先下后上，PPI 降幅收窄
2019	+11691 亿元	+2427 亿元	49.5%	0.1%	2 月不及预期，3 月超预期	PMI 先下后上，PPI 缓慢回升
2020	+7673 亿元	+5189 亿元	50%	0.1%	2 月不及预期，3 月超预期	PMI 先下后上，PPI 持续下行
2023	+3189 亿元	+8244 亿元	50.1%	-0.8%	2 月、3 月均超预期	PMI 持续景气，PPI 持续下行

资料来源：Wind，天风证券研究所

从债市表现来看：

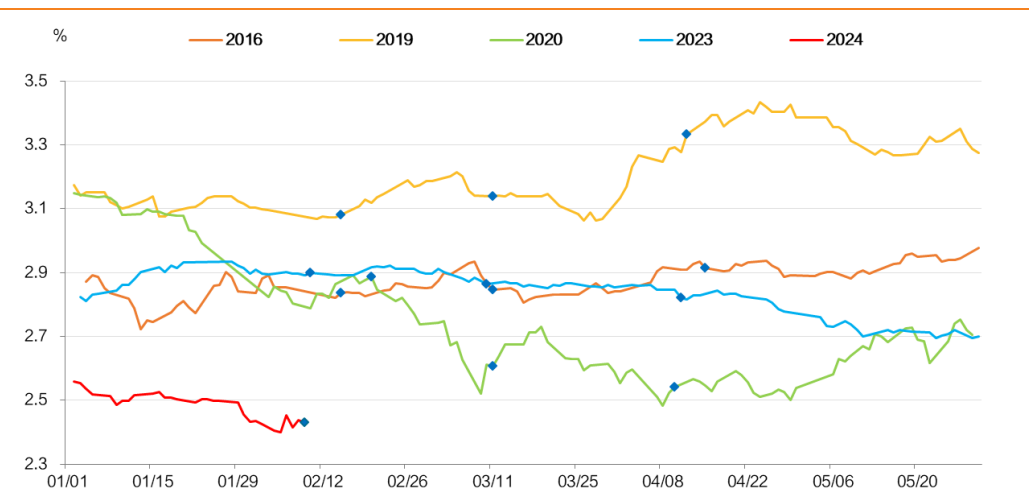
2016 年、2019 年的一季度债市在弱修复格局下总体震荡上行，但期间金融数据持续性不佳，2 月金融数据阶段性走弱，带动 PMI 阶段性回落、先下后上，对债市节奏产生影响。

2020 年一季度债市利率在疫情影响、宽货币发力下快速下行。

2023 年金融数据持续性较好，PMI 持续景气，但 PPI 持续下行，市场对金融数据表现钝化，更倾向于多维度、多方面检验经济修复的持续性，关键在于经济内生动能能否改善。

至于当下，基本面的核心关切仍然是内需修复的内在动力和持续性。结合复盘来看，基本面数据变化持续性得到验证之前，债市发生调整概率较小。

图 6：债市表现



资料来源：Wind，天风证券研究所；蓝色标记为上月金融数据发布日。

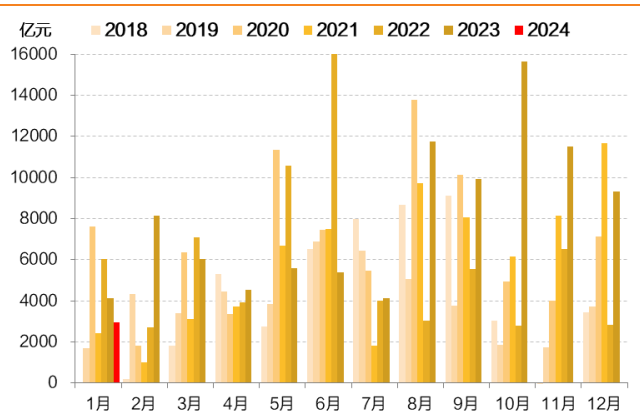
2. 社融同比多增，结构改善

2024年1月社融65000亿元，同比多增5061亿元；社融同比增速9.50%，与上月持平。

分项来看，社融口径人民币贷款增加48400亿元，同比少增913亿元；企业债券增加4835亿元，同比多增3197亿元；政府债券增加2947亿元，同比少增1193亿元；非标融资增加6008亿元，同比多增2523亿元。其中：委托贷款减少359亿元，同比多减943亿元；信托贷款增加732亿元，同比多增794亿元；未贴现票据增加5635亿元，同比多增2672亿元。

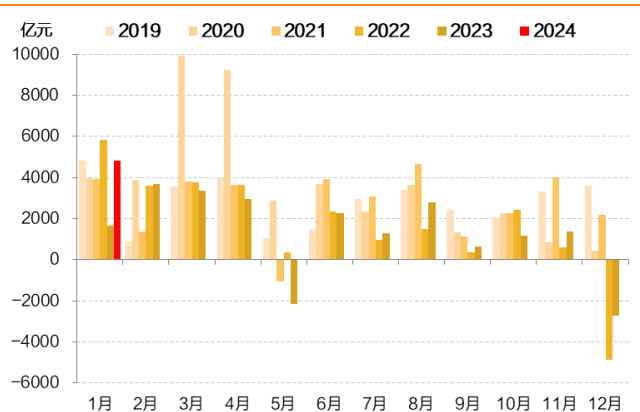
企业债券、未贴现票据、外币贷款和信托贷款构成主要支撑项，社融口径人民币贷款在高基数下同比略少增，此外政府债券、委托贷款构成主要拖累项。

图7：2024年一季度政府债券发行节奏靠后



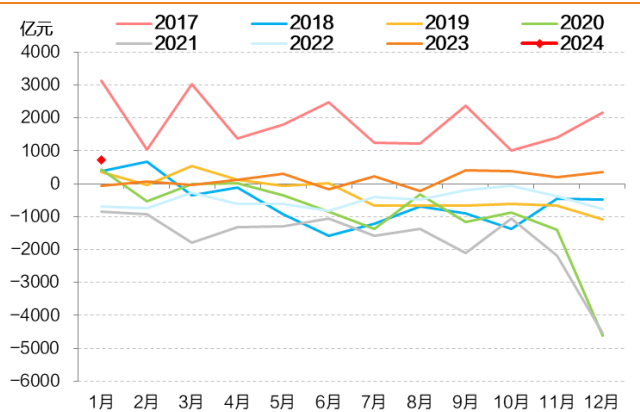
资料来源：Wind，天风证券研究所

图8：企业债券同比多增、回归季节性水平



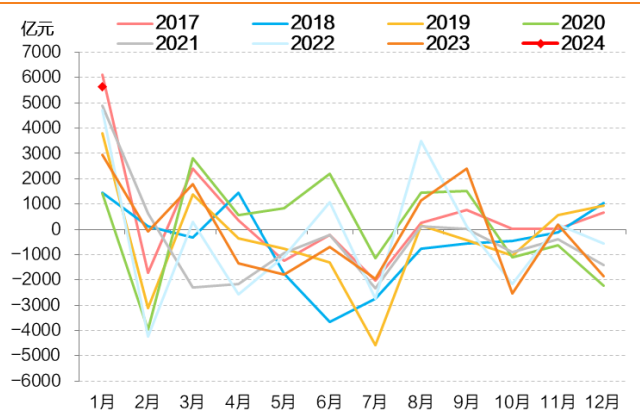
资料来源：Wind，天风证券研究所

图9：信托贷款继续同比多增



资料来源：Wind，天风证券研究所

图10：未贴现票据融资处于季节性高位



资料来源：Wind，天风证券研究所

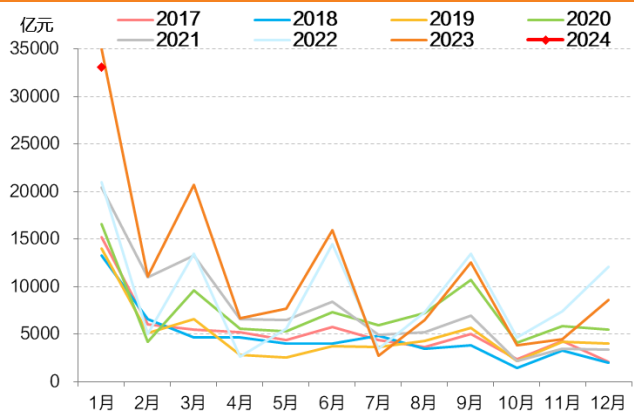
3. 信贷规模、结构表现超预期

2024年1月新增人民币贷款49200亿元，同比多增162亿元；各项贷款余额同比增速10.40%，较上月下降0.2个百分点。

分贷款类别来看，居民短期贷款增加3528亿元，同比多增3187亿元；居民中长期贷款增加6272亿元，同比多增4041亿元；企业短期贷款增加14600亿元，同比少增500亿元；企业中长期贷款增加33100亿元，同比少增1900亿元；票据融资减少9733亿元，同比多减5606亿元；非银贷款增加249亿元，同比多增834亿元。

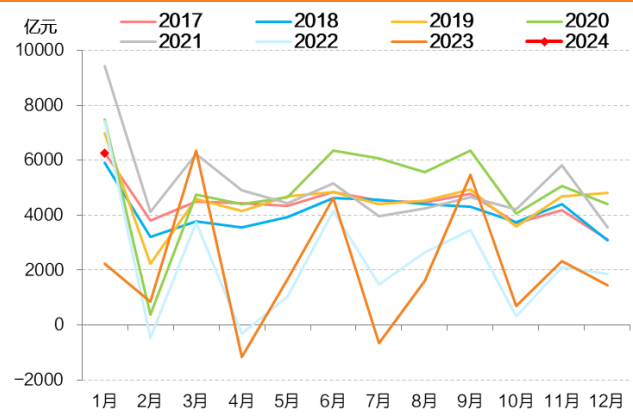
居民贷款、非银贷款是主要支撑项，企业贷款、票据融资是主要拖累项。

图 11：企业中长贷大幅超季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：居民中长贷回归季节性水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

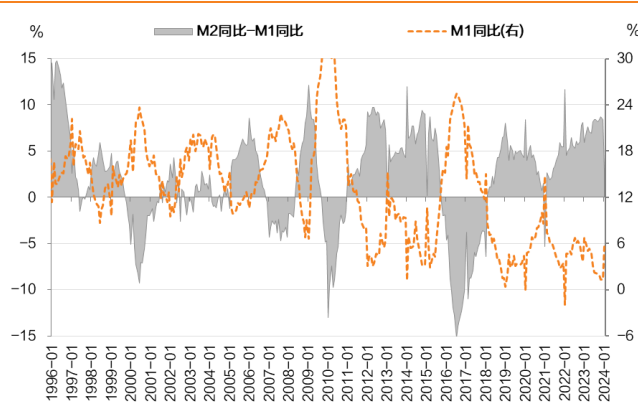
4. M2-M1 剪刀差收窄

1月 M2 同比增速 8.70%，较上月下降 1.0 个百分点；M1 同比增速 5.90%，较上月上升 4.6 个百分点。各项存款同比增速 9.20%，较上月下降 0.8 个百分点。1 月人民币存款增加 54800 亿元，同比少增 13900 亿元。

分存款类别来看，住户存款增加 25300 亿元，同比少增 36700 亿元；非金融企业存款增加 11400 亿元，同比多增 18555 亿元；财政性存款增加 8604 亿元，同比多增 1776 亿元；非银存款增加 5526 亿元，同比少增 4574 亿元。

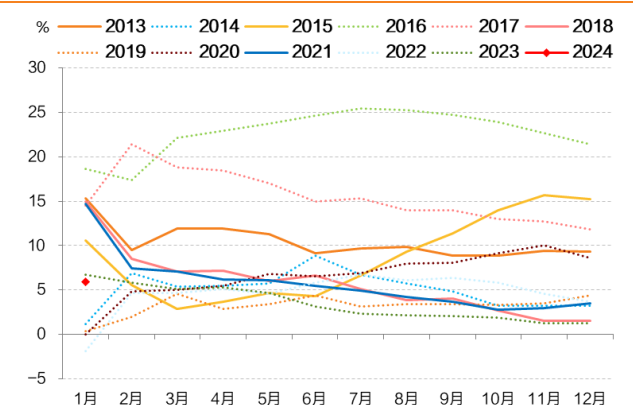
M2-M1 剪刀差收窄，一方面是 M1 环比大幅走强叠加春节错位，另一方面是 2023 年 1 月理财赎回带动 M2 高基数。后续 M1 同比持续性仍待观察，建议结合库存周期、固定资产投资等指标综合验证宽信用趋势。

图 13：M1 同比大幅上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

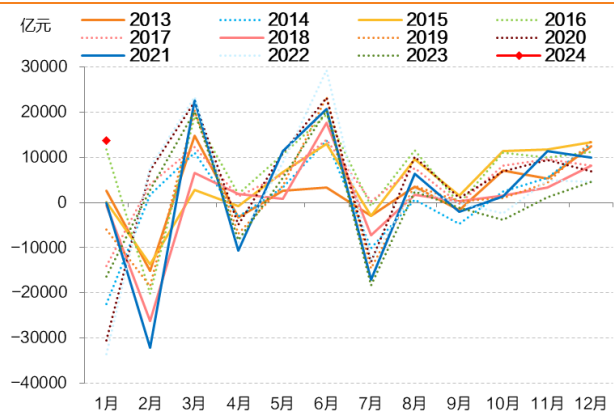
图 14：M1 同比季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

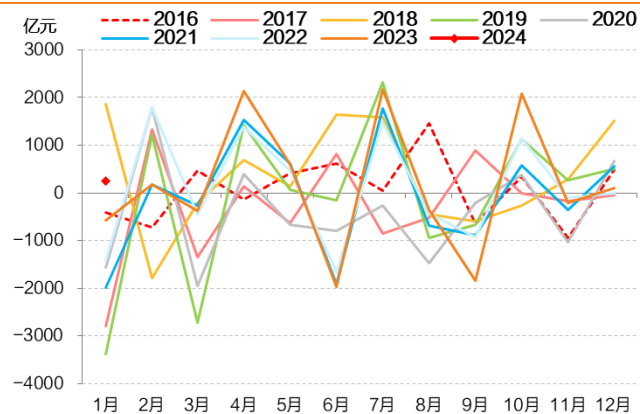
注：2013 年、2015 年、2018 年、2021 年均均为 2 月春节、上一年 1 月春节的情况，均存在 1 月 M1 同比上行、2 月 M1 同比快速下行

图 15: M1 当月新增季节性



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 非银存款仍位于季节性上沿



资料来源: Wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com