

1月金融数据点评

信贷开门红效应显著

1月份社会融资规模增量为6.5万亿元，比上年同期多5044亿元，高于市场预期。1月社融存量同比增长9.5%，较上月不变。1月新增社融高于市场预期，整体来看政策发力下信贷需求持续旺盛，我们认为后期关注点主要包括：

1. 去年12月以来政策多次强调平滑信贷波动，受春节假期和1月开门红效应透支影响，2月信贷可能有所回落，政策向下累计增量的指示意义可能更强，1-2月合计的贷款读数或有平滑的迹象，后续需结合一季度总体新增信贷情况进行观察；2. 1月M1增速大幅回升，既有低基数影响，也有加快增发国债资金拨付使用、PSL流动性投放等因素的推动，后续还需关注M1增速回升的持续性。

- **企业债及汇票贡献主要同比增量。**1月社融各分项中，表内融资同比多增206亿元，表外融资同比多增2523亿元，直接融资同比多增2655亿元，整体开门红效应偏强，在去年高基数的基础上仍实现同比多增。1月社融口径人民币贷款新增48400亿元，同比少增914亿元，实现信贷开门红。1月企业债发行4835亿元，同比多增3197亿元，贡献主要增量，低利率环境下，企业债券发行意愿有所改善。1月表外票据新增5635亿元，同比多增2672亿元，主要由于年初企业开票诉求旺盛，表内票据规模压降下表外票据需求提升。1月政府债券新增2947亿元，同比少增1193亿元，一季度加快增发国债资金拨付使用叠加信贷开门红效应，政府债前置发力诉求较低。

- **M2持续下降，M1同比回升。**1月M2同比增长8.70%，较上月下降1.0个百分点；M1同比增长5.90%，较上月上升4.6个百分点；M0同比增长5.90%，较上月下降2.4个百分点。1月M2-M1剪刀差收窄至2.8%，其中M2同比增速下滑，受春节错位因素影响，去年1月居民存款高基数影响下今年1月居民存款同比大幅少增，是M2增速下滑的主要原因；其次，M1同比增速大幅提升，反映出增发国债资金回流、房企融资协调机制、PSL流动性投放等政策推动下，企业资金活化程度明显改善。

- **居民贷中长贷修复，企业贷结构改善。**1月新增贷款4.92万亿元，同比多增200亿元，高于市场预期。其中居民贷新增9801亿元，同比多增7229亿元，企业贷新增38600亿元，同比少增8200亿元。1月信贷达历史峰值，居民中长贷大幅改善，企业贷结构改善：企业部门方面，企业中长贷新增33100亿元、短贷新增14600亿元、票据减少9733亿元。企业部门中长期贷款同比少增1900亿元，在去年高基数的基础上仅呈现小幅同比少增，政策逐渐发力显效，年初短贷旺季下企业短贷环比大幅增长，同时在信贷平滑的诉求下，企业票据大幅压缩，同比少增5606亿元。

- **居民部门中长贷新增6272亿元、短贷新增3528亿元。**居民短贷同比多增3187亿元，处于季节性较高水平，居民中长贷同比多增4041亿元，年初以来稳地产政策频出，居民中长贷后期仍有支撑。

- **财政支出仍需加速。**1月人民币存款新增5.48万亿元，同比少增13900亿元，其中居民存款新增25300亿元，同比少增36700亿元，企业存款新增11400亿元，同比多增18555亿元，财政存款新增8604亿元，同比多增1776亿元，非银存款新增5526亿元，同比少增4574亿元。1月春节错位效应影响下，居民存款呈现同比大幅少增，其次财政存款高于季节性，次月春节月份财政支出将加码，或将带动M2增速向上修复。

- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

相关研究报告

《1月通胀点评：预计上半年CPI和PPI同比增速都将维持上行趋势》20240208
 《2023年财政数据点评：国债增量资金已形成实质性支出》20240202

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格
 宏观经济

证券分析师：朱启兵
 (8610)66229359
 qibing.zhu@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基
 (8610)66229363
 deji.sun@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

事件：1 月份社会融资规模增量为 6.5 万亿元，比上年同期多 5044 亿元，高于市场预期。1 月社融存量同比增长 9.5%，较上月不变。

企业债及汇票贡献主要同比增量。1 月社融各分项中，表内融资同比多增 206 亿元，表外融资同比多增 2523 亿元，直接融资同比多增 2655 亿元，整体开门红效应偏强，在去年高基数的基础上仍实现同比多增。1 月社融口径人民币贷款新增 48400 亿元，同比少增 914 亿元，实现信贷开门红。1 月企业债发行 4835 亿元，同比多增 3197 亿元，贡献主要增量，低利率环境下，企业债券发行意愿有所改善。1 月表外票据新增 5635 亿元，同比多增 2672 亿元，主要由于年初企业开票诉求旺盛，表内票据规模压降下表外票据需求提升。1 月政府债券新增 2947 亿元，同比少增 1193 亿元，一季度加快增发国债资金拨付使用叠加信贷开门红效应，政府债前置发力诉求较低。

图表 1. 新增社融构成和变化（单位：亿元）

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	65,000	48,400	989	(359)	732	5,635	4,835	422	2,947
同比	5,044	(914)	1,120	(943)	794	2,672	3,197	(542)	(1,193)
环比	45,599	37,308	1,624	(316)	385	7,502	7,576	(86)	(6,377)

资料来源：Wind，中银证券

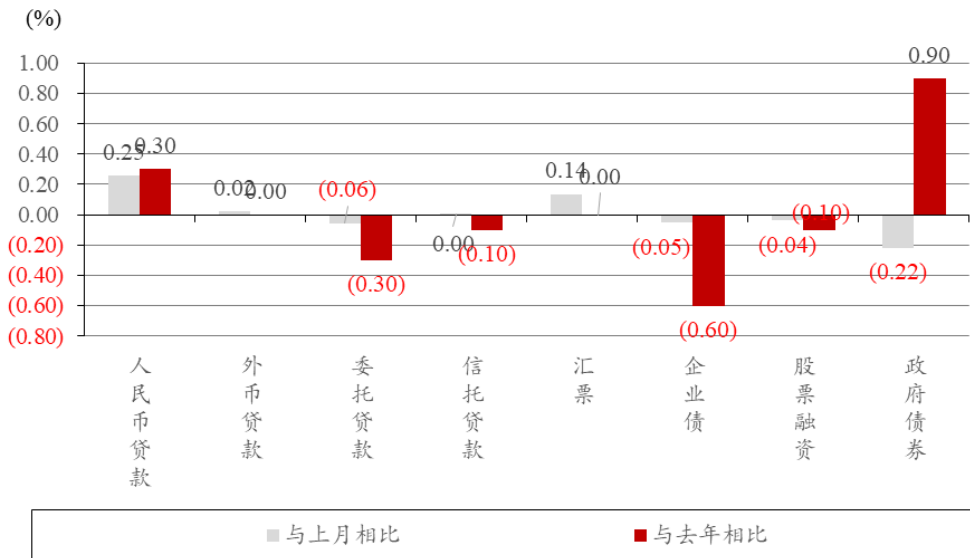
图表 2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	49,389	6,008	5,257	4,346
同比	206	2,523	2,655	(340)
环比	38,932	7,571	7,490	(8,394)

资料来源：Wind，中银证券

信贷实现开门红，政府债前置发力诉求较低。从社融存量结构来看，2024 年 1 月与上月相比，人民币贷款占比上升 0.25 个百分点，政府债券占比下降 0.22 个百分点。与去年同期相比，人民币贷款和政府债券占比分别上升 0.30 和 0.90 个百分点，企业债券占比下降 0.60 个百分点。2024 年 1 月信贷开门红下，政府债券前置发力诉求较低，人民币贷款占比提升。

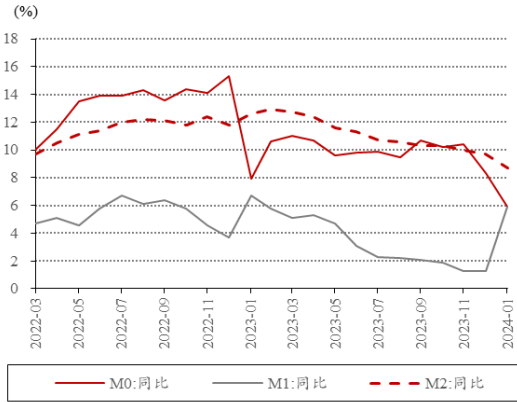
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源：Wind，中银证券

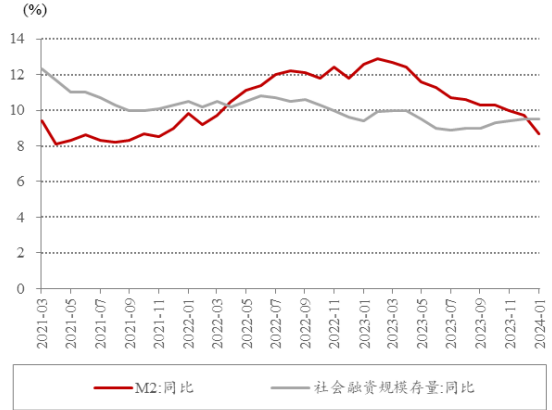
M2持续下降,M1同比回升。1月M2同比增长8.70%,较上月下降1.0个百分点;M1同比增长5.90%,较上月上升4.6个百分点;M0同比增长5.90%,较上月下降2.4个百分点。1月M2-M1剪刀差收窄至2.8%,其中M2同比增速下滑,受春节错位因素影响,去年1月居民存款高基数影响下今年1月居民存款同比大幅少增,是M2增速下滑的主要原因;其次,M1同比增速大幅提升,反映出增发国债资金回流、房企融资协调机制、PSL流动性投放等政策推动下,企业资金活化程度明显改善。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 社融与 M2 同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

居民贷中长贷修复,企业贷结构改善。1月新增贷款4.92万亿元,同比多增200亿元,高于市场预期。其中居民贷新增9801亿元,同比多增7229亿元,企业贷新增38600亿元,同比少增8200亿元。1月信贷达历史峰值,居民中长贷大幅改善,企业贷结构改善:企业部门方面,企业中长贷新增33100亿元、短贷新增14600亿元、票据减少9733亿元。企业部门中长期贷款同比少增1900亿元,在去年高基数的基础上仅呈现小幅同比少增,政策逐渐发力显效,年初短贷旺季下企业短贷环比大幅增长,同时在信贷平滑的诉求下,企业票据大幅压缩,同比少增5606亿元。

居民部门中长贷新增6272亿元、短贷新增3528亿元。居民短贷同比多增3187亿元,处于季节性较高水平,居民中长贷同比多增4041亿元,年初以来稳地产政策频出,居民中长贷后期仍有支撑。

财政支出仍需加速。1月人民币存款新增5.48万亿元,同比少增13900亿元,其中居民存款新增25300亿元,同比少增36700亿元,企业存款新增11400亿元,同比多增18555亿元,财政存款新增8604亿元,同比多增1776亿元,非银存款新增5526亿元,同比少增4574亿元。1月春节错位效应影响下,居民存款呈现同比大幅少增,其次财政存款高于季节性,次月春节月份财政支出将加码,或将带动M2增速向上修复。

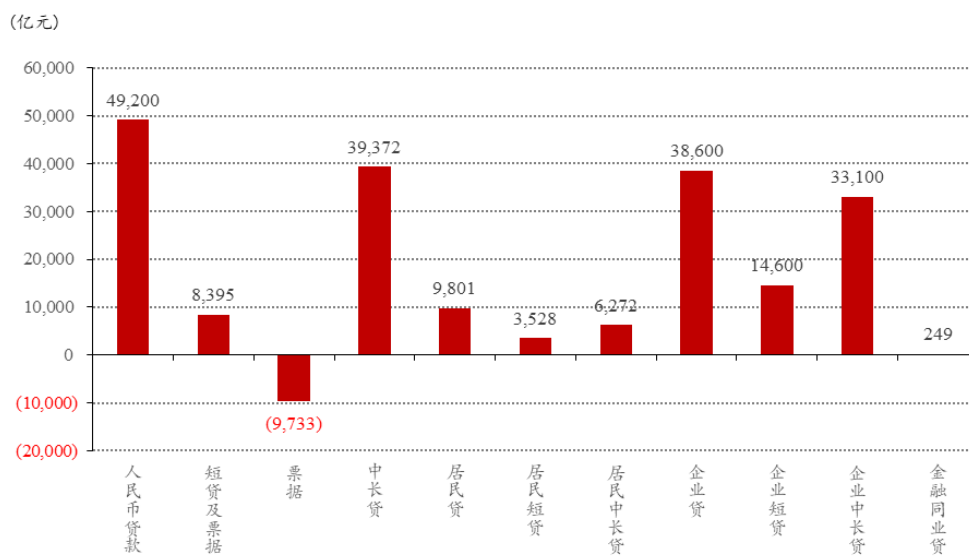
图表 6. 新增存贷款变化(单位:亿元)

	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	49,200	8,395	39,372	9,801	38,600	249
同比	200	(2,919)	2,141	7,229	(8,200)	834
环比	37,500	6,774	29,298	7,580	29,684	155
	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	54,800	25,300	11,400	8,604	5,526	3,970
同比	(13,900)	(36,700)	18,555	1,776	(4,574)	7,043
环比	53,932	5,520	8,235	17,825	10,852	11,500

资料来源: Wind, 中银证券

1月新增社融高于市场预期,整体来看政策发力下信贷需求持续旺盛,我们认为后期关注点主要包括:1.去年12月以来政策多次强调平滑信贷波动,受春节假期和1月开门红效应透支影响,2月信贷可能有所回落,政策导向下累计增量的指示意义可能更强,1-2月合计的贷款读数或有平滑的迹象,后续需结合一季度总体新增信贷情况进行观察;2.1月M1增速大幅回升,既有低基数影响,也有加快增发国债资金拨付使用、PSL流动性投放等因素的推动,后续还需关注M1增速回升的持续性。

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源: Wind, 中银证券

风险提示: 经济下行压力加大; 流动性超预期收紧; 地产复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371