

## 宏观点评 20240219

# 如何理解超预期的 1 月金融数据？

2024 年 02 月 19 日

■ **事件：**2 月 9 日央行公布了 1 月金融数据，新增社融 6.5 万亿，新增人民币贷款 49200 亿元，两者在去年同期高基数下均实现同比多增，超市市场预期。

■ **如何理解平滑信贷导向下 1 月金融数据超预期“开门红”？**第一，从 1 月数据回溯来看，央行对信贷投放平滑均衡的引导目前更多体现在结构上一零售信贷同比多增，对公长贷保持力度，票据空转大幅减少；而新增总量冲高或离不开银行“年初投放早收益”因素，后月信贷投放可能回归央行导向而节奏放缓。

**第二，金融数据超预期是政策逆周期加码的体现。**新年伊始实体经济与市场仍处波动，经济“开门红”的压力下政策“雷厉风行”，从央行降准到房企“白名单”加速推进。我们认为假期后政策逆周期很可能继续发力，2 月 20 日的 LPR 利率或迎调降，3 月初的两会上赤字率可能上调至 3.5%~3.8%。

■ **1 月具体数据方面：**

**居民部门信贷大幅多增。**1 月居民部门贷款增加 9801 亿元，为本次信贷总量同比多增的主要贡献。其中居民短贷同比多增 3187 亿元，结合 1 月服务价格回升来看，春节前旅游及出行信用卡消费或有不少支撑。居民中长贷同比多增 4041 亿元，考虑到 1 月新房销售景气整体不及去年同期，居民中长贷可能更多由住户经营贷与长期消费贷组成。

**企业信贷量不及去年同期，但成色并不差。**1 月企业部门贷款同比少增 8200 亿元，少增部分主要来自于票据大幅缩量，而反映实体融资的对公长贷在去年高基数下仅同比少增 1900 亿元，1 月对公长贷 3.31 万亿元的新增量也是录得历史第二高，一方面是 PSL 向三大工程的投放体现，另一方面或也受近期房企项目融资支撑。

**新增社融同样创新高。**1 月社融在高基数下同比多增 5044 亿元，主要由企业债与表外票据贡献。直接融资方面，政府债同比少增 1193 亿元，新年财政的积极发力尚不明显；企业债同比多增 3197 亿元，一是由于去年基数较低，二是可能存在信贷需求外溢现象，央行最新发布的 2023 年四季度货币政策执行报告新提“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，或反映企业债等直接融资方式的重要性有所提升。

**表外方面，**1 月末贴现银票同比多增 2672 亿元，历史上来看未贴现银票与表内票据融资多呈反比关系，反映信贷需求旺盛时银行收票需求降温，而企业寻求表外方式获得资金。1 月委托、信托贷款分别同比变化 -943 亿元、794 亿元。

**存款方面，1 月 M1 同比跳升至 5.9% 值得注意，我们认为其背后有两大原因：**一是春节因素，由于年终企业集中发放薪资，历史上 M1 在 1-2 月往往波动较大，观察春节假期同为 2 月中旬的 2018 及 2021 年，其 M1 同比在 1 月均大幅冲高，2 月大幅回落，今年可能也符合这一季节性；二是前期政策加码的资金到账，其中可能去年四季度的国债与 PSL 资金，以及近期加速推进的房企项目“白名单”资金。而本次 1 月 M1 同比反弹是否能反映实体预期好转还需观察春节因素消退后 2-3 月 M1 的走势。

1 月 M2 同比回落 1pct 至 8.7%，一方面是受春节错位影响，去年居民存款基数较高；另一方面是 1 月政府存款新增 8604 亿元，同比多增 1776 亿元。

■ **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。

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

**相关研究**

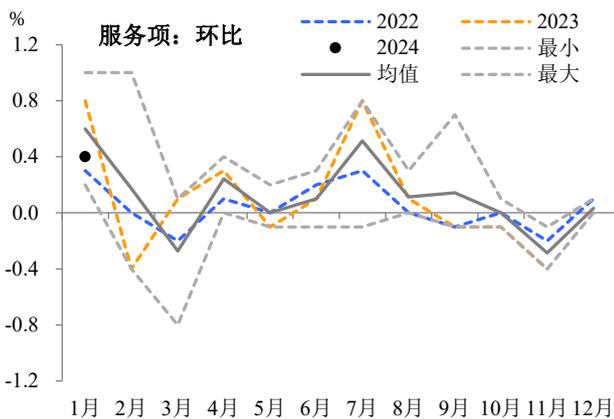
《今年春节“热辣滚烫”了吗？》  
 2024-02-17  
 《三条线索透视假期“乐观向上”的  
 海外市场》  
 2024-02-17

图1: 2024年1月社融多项同比多增

单位(%, 亿元)	2024-01	2023-12	2023-11
M2同比	8.7	9.7	10.0
社融存量同比	9.5	9.5	9.4
<b>社融增量</b>	<b>65,000</b>	<b>19,401</b>	<b>24,554</b>
<b>社融增量: 同比变化</b>	<b>5,044</b>	<b>6,338</b>	<b>4,717</b>
人民币贷款	-914	-3,309	-328
外币贷款	1,120	1,030	291
表外	2,523	-144	275
委托贷款	-943	58	-298
信托贷款	794	1,111	562
未贴现银行承兑汇票	2,672	-1,313	11
<b>企业债券融资</b>	<b>3,197</b>	<b>2,146</b>	<b>784</b>
<b>政府债券融资</b>	<b>-1,193</b>	<b>6,515</b>	<b>4,992</b>
<b>非金融企业境内股票融资</b>	<b>-542</b>	<b>-935</b>	<b>-429</b>
新增人民币贷款	49,200	11,700	10,900
<b>人民币贷款: 同比变化</b>	<b>200</b>	<b>-2,300</b>	<b>-1,200</b>
居民: 同比变化	7,229	468	298
居民: 短期	3,187	872	69
居民: 中长期	4,041	-403	228
企(事)业单位: 同比变化	-8,200	-3,721	-616
企(事)业单位: 短期	-500	-219	1,946
企(事)业单位: 中长期	-1,900	-3,498	-2,907
企(事)业单位: 票据融资	-5,606	351	543

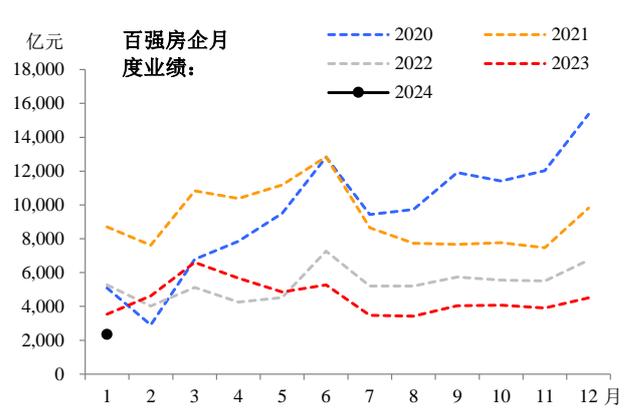
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 1月服务价格回升



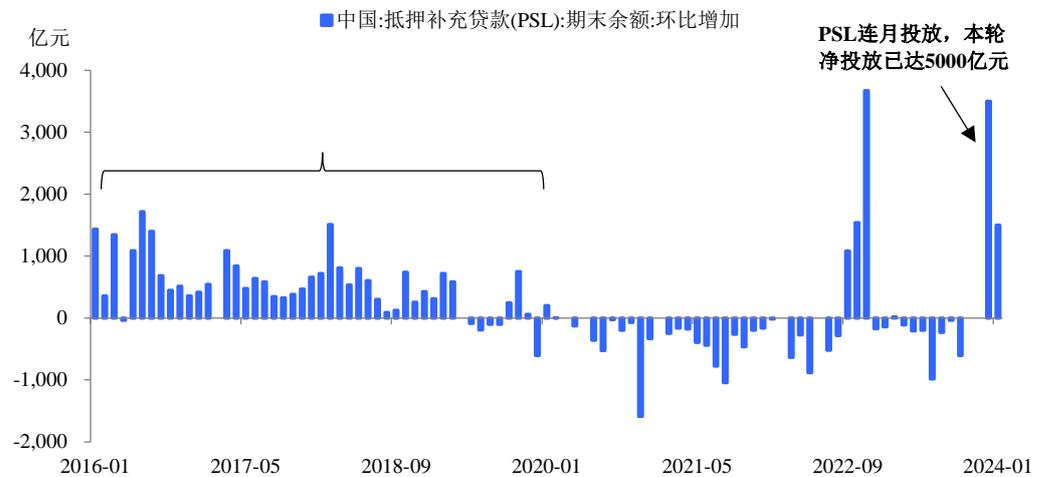
注: 平均值取值范围为2017-2023年  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 1月房企业绩显示新房销售仍低迷



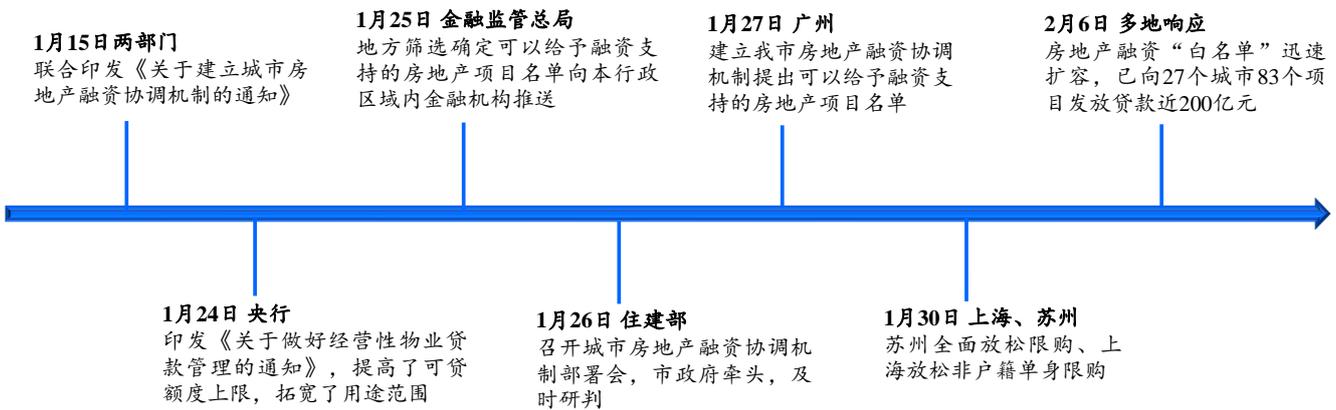
数据来源: 克而瑞, 东吴证券研究所

图4: PSL 连月投放



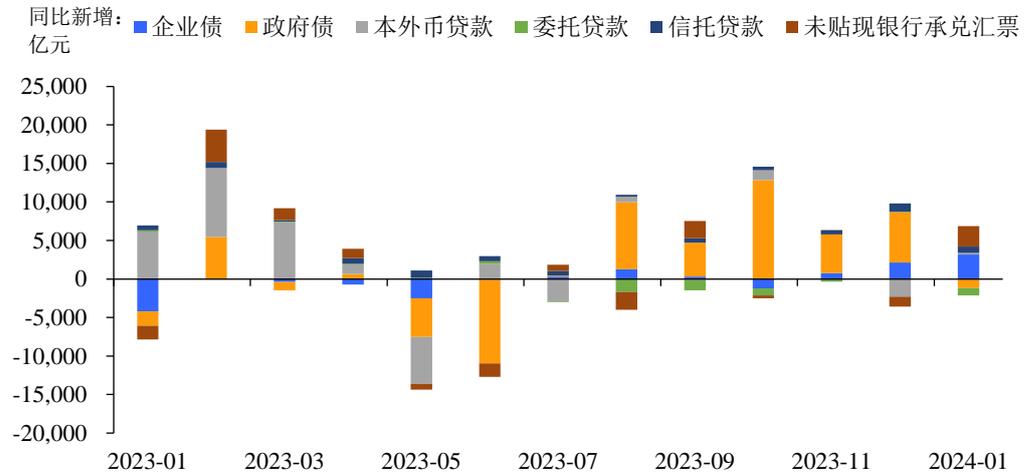
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 地产政策“抢开局”



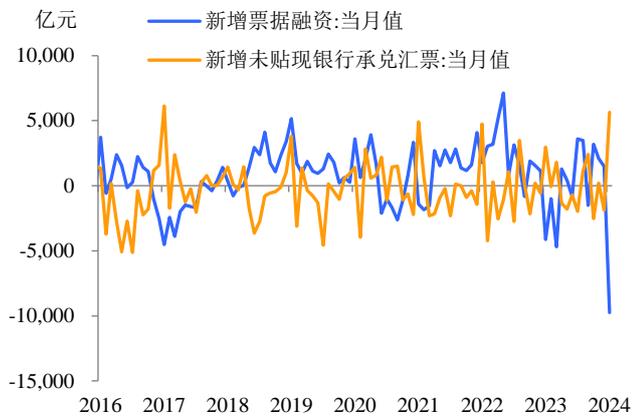
数据来源: 央行, 住建部, 各地方政府网站, 东吴证券研究所

图6: 1月社融分项同比: 企业债与表外票据支撑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 表内票据与表外票据通常呈此消彼长的关系



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 1-2月 M1 同比的波动往往较大



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>