

央行担忧的信贷收缩“灰犀牛”正加速靠近

事件点评

金融数据速评（2024.2）

投资要点

- ◆ **春节延迟导致的信贷“一月强二月弱”效应充分体现，居民贷款大幅收缩，新增信贷扣除非银同比少增超 7000 亿。**2月新增信贷 1.45 万亿，同比少增约 3600 亿，关注到新增信贷的主体结构，2月信贷的增长趋势更弱——首先，不具可持续性的非银金融机构贷款 2月大幅增加 4045 亿，同比多增达 3800 多亿，扣除此项后 2月新增信贷同比少增超过 7000 亿，下滑较快；其次，直接反映房地产市场需求趋势的居民户贷款受春节延迟影响在 1月大幅多增之后 2月尽数回吐，2月净减少达 5907 亿，同比多减高达近 8000 亿，地产内生需求见底的判断不可操之过急；其三，好消息是企业中长贷同比多增约 1800 亿，在两会确定的政府债务融资规模尚未付诸行动之前，对广义基建中所包含的新基建等领域投资能够形成一定的支撑作用。总体感受，正如《货币政策执行报告》的预警，地产风险和地方债务风险化解过程中，新增信贷趋势转弱，“盘活存量”更加重要。
- ◆ **新增社融大幅低于季节性表现，对实体经济贷款是最大拖累，政府债券融资暂歇，两会后即将反弹。**2月新增社融仅 1.56 万亿，同比少增达 1.6 万亿，下滑幅度超出正常春节所在 2月的对应程度，社融存量同比增速大幅下滑 0.5 个百分点至 9.0%，广义信用扩张速度明显放缓。其中最大的拖累因素是对实体经济贷款，2月同比少增超过 8000 亿，与上文第一部分分析一致。政府债券同比小幅少增约 2100 亿，但考虑到 1-2月是去年四季度增发万亿国债和今年两会确定较大的政府债务融资规模之间的短暂空档期，这一小幅拖累因素是暂时性的，两会后即将迎来反弹，年内预计政府债务融资都将成为最主要的信用扩张多增量的来源。
- ◆ **贷款拖累 M2 本应下滑，居民超额存款升温、财政短时透支暂时支撑，M2 下行趋势难以扭转。**2月 M2 同比持平于 1月的 8.7%，单月存款端表现显著好于贷款端稍显异常。存款结构揭示，由于对实体经济信贷偏弱和春节推迟效应的共同影响，企业贷款同比大幅少增 4.28 万亿，本应拖累 M2 增速进一步下行，但一方面，超额存款现象再度升温，而后者是与房地产市场热度和居民消费意愿负相关的；另一方面，因年初政府债务融资暂歇，财政支出较大程度依赖短期透支，财政性存款同比大幅多减 8356 亿，对 M2 增速形成额外支撑。但随着两会确定了一个颇具扩张性的政府债务融资规模格局，财政存量资金透支对 M2 增速的支撑作用行将消退，M2 下行趋势难以扭转。
- ◆ **央行担忧的信贷收缩“灰犀牛”正在加速靠近，一方面可能倒逼财政政策在年内后续加码扩张，另一方面在两大金融风险化解过程中央行的宽松操作将非常注重节奏和幅度上的精确性和合理性。**加之美元上行趋势日渐清晰，全球或再度遭遇外溢性紧缩效应，不建议对央行宽松操作的力度抱有不切实际的过度期待。今年经济政策的主观能动性系于财政，经济数据与财政扩张支出的结构或将形成密切高频互动，货币政策全年重在配合，预计全年在房地产市场持续探底和地方债务风险加快化解两大逻辑的推演下，贷款扩张或将持续放慢，财政特别是中央财政融资力度积极扩张或对社融增速形成一定支撑。货币政策操作以 9月降准 50BP、年内下调 1Y LPR/MLF 利率 30BP、5Y LPR 和 7天逆回购利率维持不变为基准预测，这一幅力度度的宽松操作已经是合理的、主动配合性的，不宜期待更多，债市前期利率下行过快或已积累一定市场风险，经济结构和政策结构潜移默化但不可逆的长期变化亟需持续关注。
- ◆ **风险提示：**信用扩张快速放缓、货币宽松配合财政扩张力度不及预期风险。

分析师

秦泰

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

相关报告

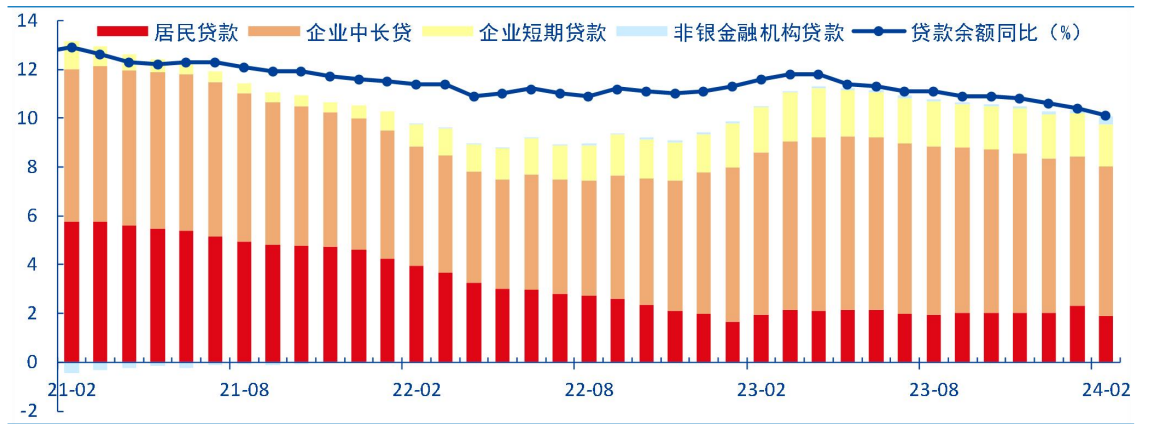
- 薪资通胀传导再起，联储“首降”或再推迟——美国 CPI 点评（2024.2） 2024.3.12
- CPI 改善能否持续？欧美谁将率先降息？——华金宏观·双循环周报（第 48 期） 2024.3.9
- 剔除闰年春节效应，出口难言强劲——进出口数据点评（2024.1-2） 2024.3.7
- 《政府工作报告》解读：兼具灵活性的主动出击 2024.3.5
- 两会前瞻：新质生产力、以旧换新、财政扩张 2024.3.3



一、春节延迟导致的信贷“一月强二月弱”效应充分体现，居民贷款大幅收缩，新增信贷扣除非银同比少增超 7000 亿。

2 月新增信贷 1.45 万亿，同比少增约 3600 亿，逆转了 1 月同比小幅多增的格局，充分体现 1 月信贷稍好于预期主要原因在于春节延迟令 1 月工作日同比大幅多增，从而信贷的弱势更加集中于 2 月体现。关注到新增信贷的主体结构，2 月信贷的增长趋势更加偏弱——首先，不具可持续性的非银金融机构贷款 2 月大幅增加 4045 亿，同比多增达 3800 多亿，非银金融机构的贷款往往是过桥属性、暂时性的，突然的单月多增无法持续，扣除这一项，2 月新增信贷同比少增事实上超过 7000 亿，下滑速度较快；其次，直接反映房地产市场需求趋势的居民户贷款受春节延迟影响在 1 月大幅多增之后 2 月尽数回吐，2 月净减少达 5907 亿，同比多减高达近 8000 亿，1-2 月合计较 2023 年初偏弱的格局进一步同比少增，地产内生需求见底的判断不可操之过急；其三，好消息是企业中长贷同比多增约 1800 亿，在两会确定的政府债务融资规模尚未付诸行动之前，对广义基建中所包含的新基建等领域投资能够形成一定的支撑作用。总体感受，正如《货币政策执行报告》的预警，地产风险和地方债务风险化解过程中，新增信贷趋势转弱，“盘活存量”更加重要。

图 1：贷款余额同比及贡献结构（%）

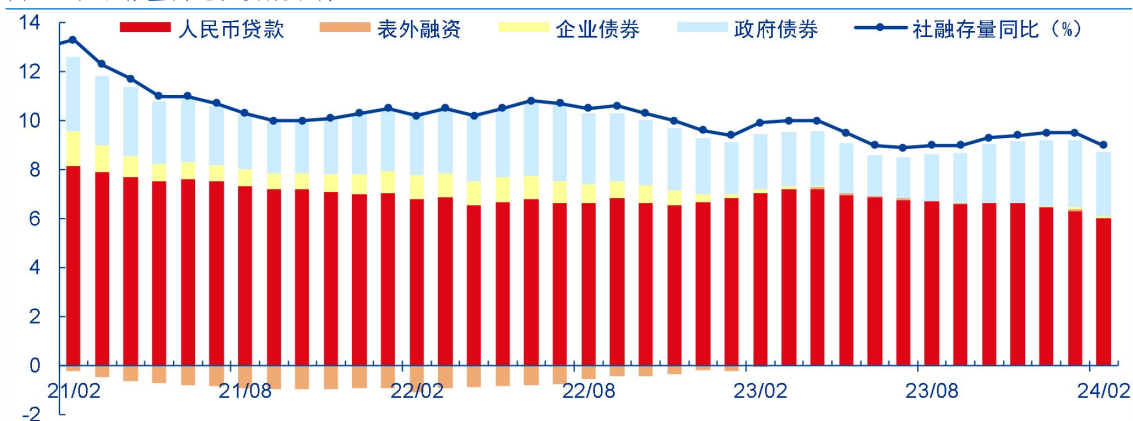


资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、新增社融大幅低于季节性表现，对实体经济贷款是最大拖累，政府债券融资暂歇，两会后即将反弹。

2 月新增社融仅 1.56 万亿，同比少增达 1.6 万亿，1-2 月合计同比少增逾 1 万亿，下滑幅度超出正常春节所在 2 月的对应程度，社融存量同比增速大幅下滑 0.5 个百分点至 9.0%，显示广义信用扩张速度明显放缓。其中最大的拖累因素是对实体经济贷款，2 月同比少增超过 8000 亿，与上文第一部分分析一致。此外，社融口径三大表外融资类别合计、以及企业债券融资同比分别少增约 3200 亿、约 1900 亿，但考虑到 1 月均为同比多增，整体表现符合春节延迟的季节性特征，并非趋势性的大幅降温。政府债券 2 月新增 6011 亿，同比小幅少增约 2100 亿，但考虑到 1-2 月是去年四季度增发万亿国债和今年两会确定较大的政府债务融资规模之间的短暂空档期，这一小幅拖累因素是暂时性的，两会后即将迎来反弹，年内预计政府债务融资都将成为最主要的信用扩张多增量的来源。

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、贷款拖累 M2 本应下滑，居民超额存款升温、财政短时透支暂时支撑，M2 下行趋势难以扭转。

2 月 M2 同比持平于 1 月的 8.7%，较 2023 年 12 月大幅下滑 1 个百分点，单月情况来看，存款端表现显著好于贷款端，稍显异常。存款结构能够揭示这种异常的来源——基于贷款创造存款的基本原理，由于对实体经济信贷偏弱和春节推迟效应的共同影响，企业贷款同比大幅少增 4.28 万亿，本应拖累 M2 增速进一步下行，但一方面，居民存款同比多增高达 2.41 万亿，除春节延迟因素外，也显示超额存款现象再度升温，而后者是与房地产市场热度和居民消费意愿负相关的；另一方面，因年初政府债务融资暂歇，财政支出较大程度依赖短期的透支行为，财政性存款同比大幅多减 8356 亿，对 M2 增速形成额外支撑。但随着两会确定了一个颇具扩张性的政府债务融资规模格局，3 月开始政府债务融资预计将再度提升，从而财政存量资金透支对 M2 增速的支撑作用行将消退，M2 下行趋势难以扭转。M1 同比因春节移动效应在月短暂大幅反弹 4.6 个百分点至 5.9% 之后，2 月如预期大幅回落 4.7 个百分点至 1.2%。

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn)

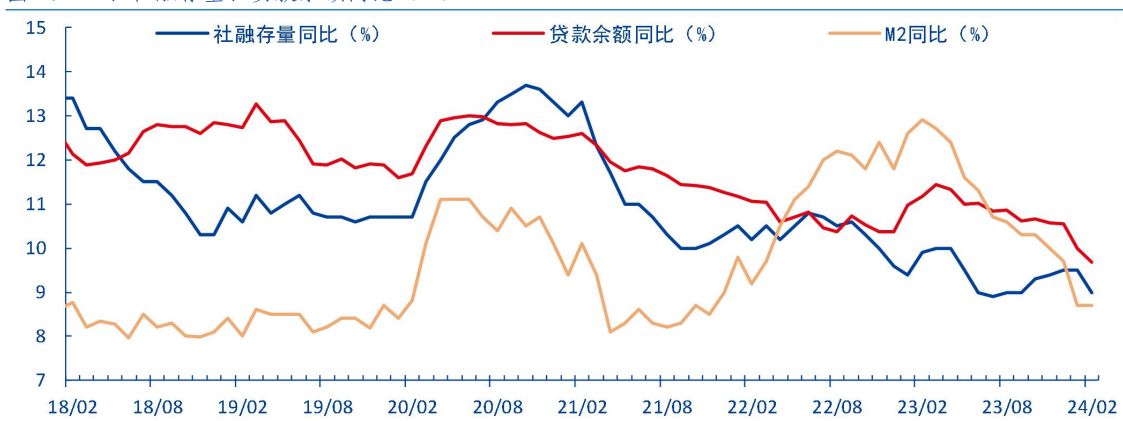


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、央行担忧的信贷收缩“灰犀牛”正在加速靠近，一方面可能倒逼财政政策在年内后续加码扩张，另一方面在两大金融风险化解过程中央行的宽松操作将非常注重节奏和幅度上的精确性和合理性。加之美元上行趋势日渐清晰，全球或再度遭遇外溢性紧缩效应，不建议对央行宽松操作的力度抱有不切实际的过度期待。今年经济政策的主观能动性系于财政，经济数据与

财政扩张支出的结构或将形成密切高频互动，货币政策全年重在配合，预计全年在房地产市场持续探底和地方债务风险加快化解两大逻辑的推演下，贷款扩张或将持续放慢，财政特别是中央财政融资力度积极扩张或对社会融增速形成一定支撑。货币政策操作以9月降准50BP、年内下调1Y LPR/MLF利率30BP、5Y LPR和7天逆回购利率维持不变为基准预测，这一幅度力度的宽松操作已经是合理的、主动配合性的，不宜期待更多，债市前期利率下行过快或已积累一定市场风险，经济结构和政策结构潜移默化但不可逆的长期变化亟需持续关注。

图4：M2、社融存量、贷款余额同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：信用扩张快速放缓、货币宽松配合财政扩张力度不及预期风险。

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