

宏观点评 20240315

1-2 月金融数据的三个不寻常

2024 年 03 月 15 日

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

■ 今天“迟到”的金融数据存在不少微妙变化，主要集中在总量与结构上的三个不寻常：一是总量的同比少增；二是非银的大增；三是票据的骤降。我们认为今年 1-2 月达历史同期次高的信贷总量验证了不错的经济“开门红”成色，而结构上对公投放多增与票据缩量也反映了年初货币政策新变化的落实。

首先，1-2 月累计新增信贷总量近 7 年来罕见地出现同比少增，实则也在情理之中：1 月信贷的超预期可能源于银行前置放贷的“惯性”，而 2 月投放注重收敛，将今年年初的投放节奏拉回“平滑、适度”的政策合意区间。

其次，非银贷款超季节性大增，上次还是在 2015 年 7 月股市大幅调整期间，我们认为这可能反映了近期“国家队”的入市举措，且 1-2 月累计新增非银贷款的读数可能透露了本次的入市规模大概在 4000 亿水平。

除此之外，1-2 月票据融资累计缩水 1.25 万亿创历史同期新高，背后可能体现是政策防“资金空转”的落实，但持续性有待实体融资需求好转后进一步观察。

■ 以上三点均是年初以来货币政策新变化的印证。结构上企业贷款亮眼、居民贷款偏弱的 1-2 月信贷数据大致映射了年初以来“基建强，消费稳，地产弱”的基本面环境，这与当下信贷投放注重新技术、新动能，节奏上平滑适度的思路一致。因此结合两会上总量政策偏稳的定调，以及本月 MLF 自 2022 年 11 月以来首次缩量续作的信号，我们认为二季度初货币总量宽松的意愿不强，降息的窗口需观察基本面变盘或外部汇率扰动的信号变化。

■ 2 月信贷总量平稳，结构上延续“对公支撑，零售偏弱”特点：2 月新增人民币贷款环比大幅回落至 1.45 万亿元，主要受春节错位下工作日较少拖累，读数上低于去年同期的 1.81 万亿，但高于同为 2 月中旬春节的 2021 年的 1.36 万亿，显示今年 2 月信贷投放力度不弱。

对公投放力度较强，2 月企业中长贷同比多增 1800 亿元，主要依靠政策动力：一是价格方面，节后 5 年期 LPR 下调带动企业中长期贷款利率下行，理论上可进一步刺激融资需求。

二是具体领域有政策支持：传统地产方面，截至 2 月末房企融资“白名单”贷款超 2000 亿元，不过就地方公布情况来看实际放款存在时滞，另外截至 3 月 7 日城中村专项贷款已发放 614 亿元，二者后续均有扩容空间；而新兴制造、五篇大文章领域将对公贷款投放的新支点，今年政府工作报告中将推动产业链供应链优化升级放在任务首位，潘功胜行长也在两会发布会上明确将设立科技创新和技术改造再贷款。

2 月企业短贷同比少增 485 亿元，基本符合“小月”的季节性；而略显意外的是企业票据融资同比减少 1778 亿元，反映信贷投放景气较强，银行票据冲量意愿不高，这与 2 月票据利率的低位运行稍显背离。

零售贷款则相对低迷，2 月居民贷款减少 5907 亿元，创历史同期新低。其中居民中长期贷款同比减少 1901 亿元，春节假期前后楼市整体销售对节前一线城市限购松绑反应平淡，新房成交量低于历史同期，3 月上旬来看“小阳春”成色也显不足。回溯 1 月零售长贷的“意外”的高读数，我们认为其中可能有 1 月的汽车零售同比高增与年初经营贷的季节性走高的支撑因素。

2 月居民短贷同比大幅缩水，主要源于春节错位影响。虽然今年春节假期旅游收入与人次均创同期新高，但历史上春节效应往往会压降当月居民短贷读数，如包含春节假期 2021、2022 年 2 月，当月新增居民短贷均为负值。

直接融资方面，2 月政府债同比少增 2127 亿元，年初以来财政发债层面的节奏不及去年同期；2 月企业债同比少增 1905 亿元，考虑到降息影响下部分贷款利率较低，企业融资需求或部分转入表内。

■ 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。

相关研究

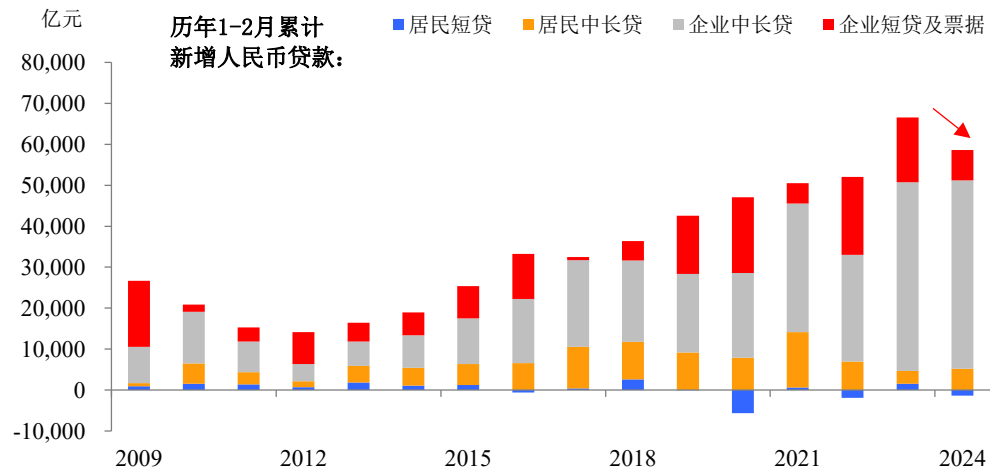
《2 月通胀：超预期，但含量不足》

2024-03-12

《“紧日子”怎么过？地方财政看“门道”》

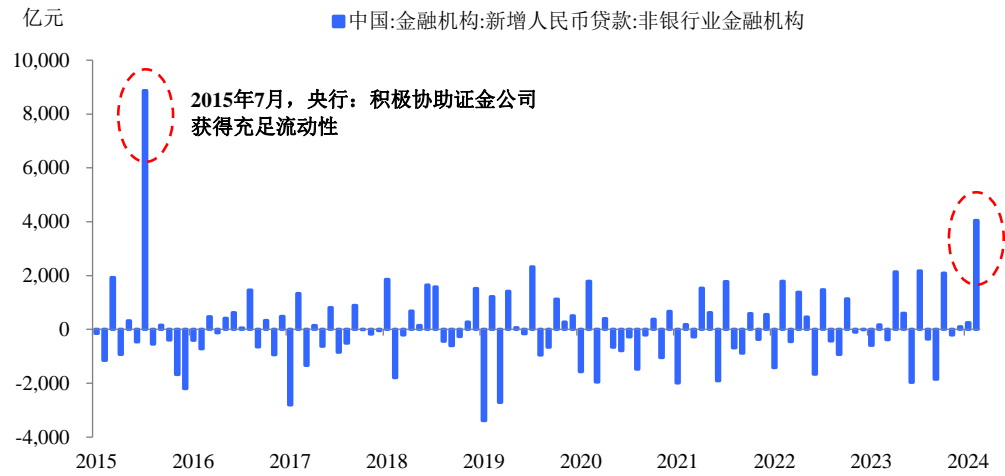
2024-03-10

图1: 1-2月累计新增信贷总量近7年来罕见地出现同比少增



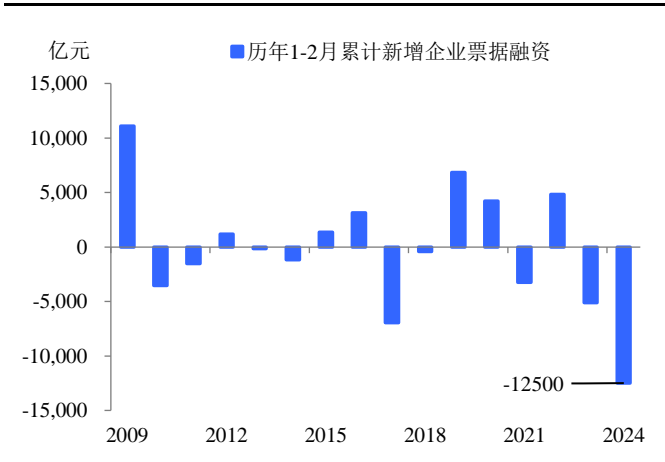
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 非银贷款时隔多年再次显著多增



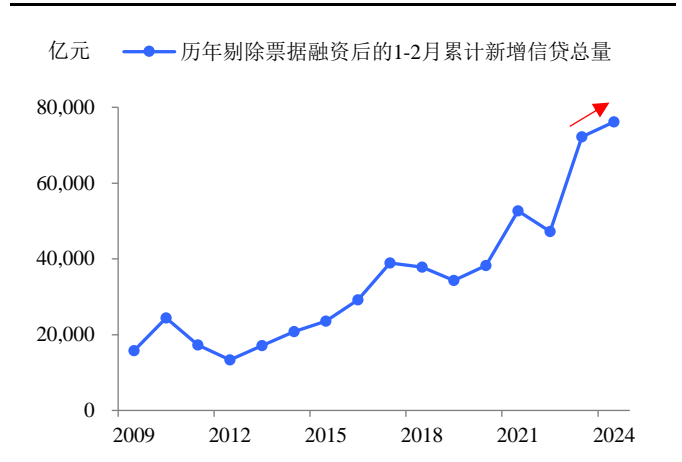
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 1-2月累计新增票据融资创历史新低



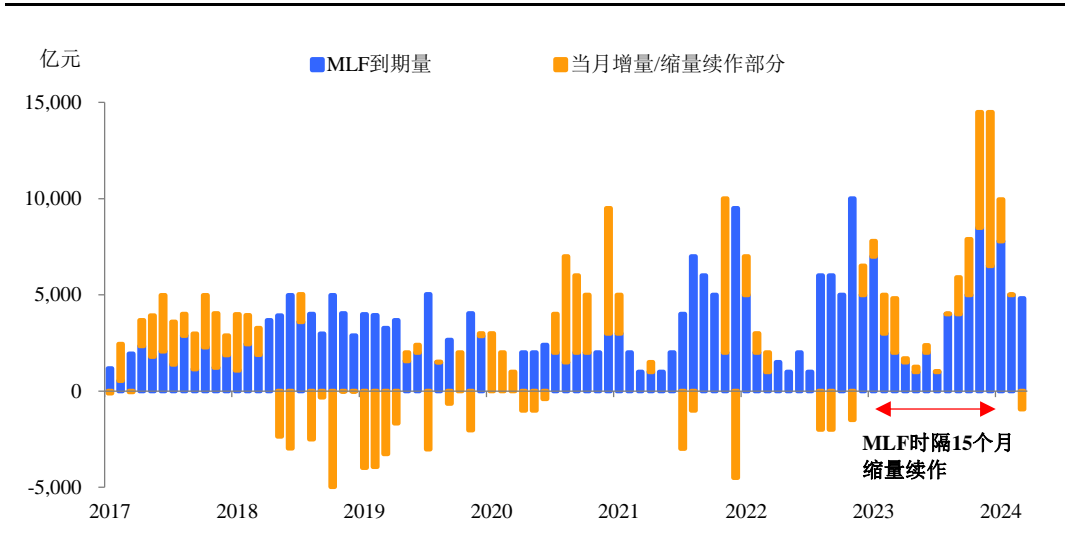
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 今年剔除票据融资后的 1-2 月累计新增信贷总量实现同比多增



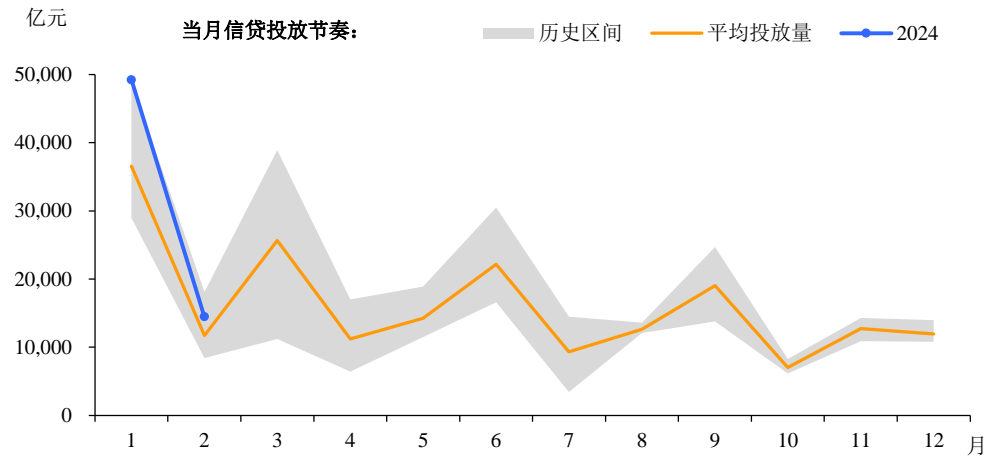
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 本月 MLF 自 2022 年 11 月以来首次缩量续作



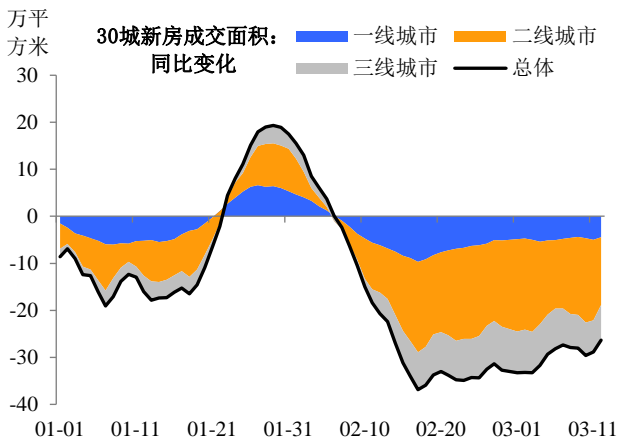
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2月信贷投放节奏放缓



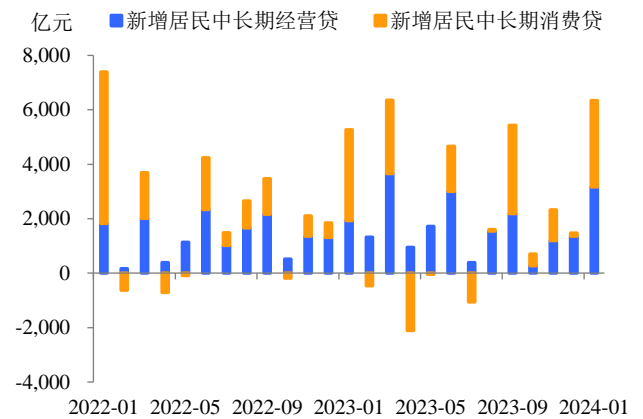
注: 历史区间与平均投放参考范围为 2018-2023 年
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 年初以来地产销售整体低迷



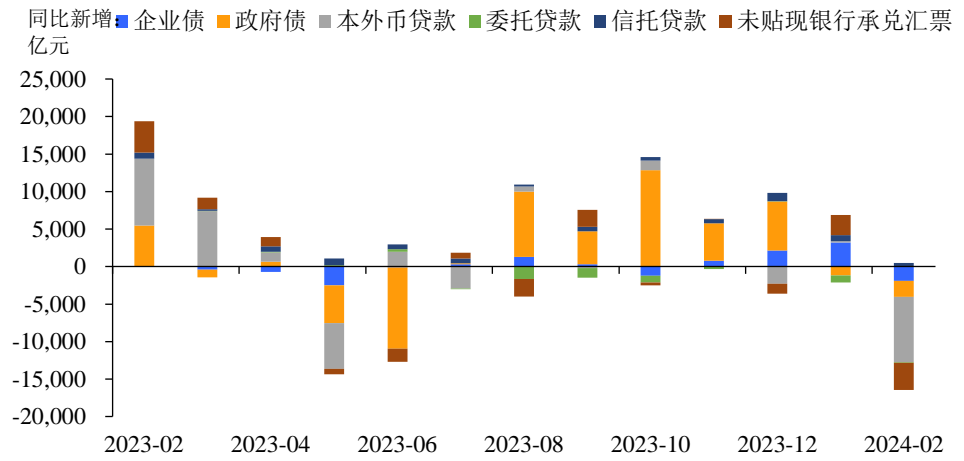
注: 横轴为 2024 年日期
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 1月居民经营贷新增量不小



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2月社融分项同比



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>