

2024年03月16日

政策落地将对企业贷款形成支撑

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：2月社会融资规模增量为1.52万亿元，前值6.5万亿元；新增人民币贷款1.45万亿元，前值4.92万亿元。

● **人民币信贷：企业需求存韧性，居民贷款大幅下滑**

2月信贷总量增加14500亿元，同比少增3600亿元，春节错月对总量影响较大。居民端贷款同比大幅少增；企业贷款微幅少增。

居民贷款负增长，居民贷款需求弱于季节性。剔除春节错月效应，居民贷款下滑幅度稍弱，但表现依然不佳。与春节同在2月年份（2016/2018/2019/2021/2022年）的均值比，居民短贷、中长贷同比少增约2700、3200亿元。2月商品房销售走弱、春节期间居民短期借贷需求不高或是居民贷款少增的主因。

企业贷款去春节效应后表现强于季节性，但弱于2023年；特别国债、大规模设备更新有望支撑中长期投资。企业贷款新增15700亿元，同比少增400亿元。与春节同在2月年份的均值比，企业短贷、中长贷分别同比多增2736、6343亿元；与2023年1月（春节月份）相比，少增9800亿、2.2万亿。一方面，2024年监管强调平滑信贷投放，集中放贷的情况减弱；另一方面，增发国债项目等对春节期间企业中长期贷款需求提供韧性。后续随着特别国债资金逐步投入使用、地产“白名单”融资机制投放落地，以及新一轮大规模设备更新对制造业贷款形成拉动，企业端贷款需求或持续回升。

● **社融：总量大幅少增，信用改善持续性偏弱**

2月社融新增1.52万亿元，同比少增1.6万亿元，社融存量增速降至9%。1-2月社融合计增量比2023年同期少1.1万亿元，1.1万元缺口或反映1月信用大幅改善后持续性不强，内需有待提高。

人民币贷款、表外票据是最大拖累，剔除错月后政府债券是主要支撑。社融口径人民币贷款新增9773亿，同比少增8411亿元。从读数来看，人民币贷款是本次社融的主要拖累项。2月政府债券新增6011亿元，同比少增2127亿元。春节期间政府债券发行放缓，剔除错月效应后2月政府债券发行力度强于往年。2月新增专项债3466亿元，略高于2023年2月发行力度。企业债券方面，2月企业债券融资同比少增1905亿，但增幅大于历年春节2月。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票同比大幅少增，反映企业开票行为减少，企业经营活跃度不高。

● **M1增速大幅回落，财政支出力度增加**

M1增速下降4.7个百分点至1.2%、M2增速持平1月的8.7%。居民存款大幅多增，企业存款超额流出，财政支出高增。2月居民存款同比多增2.4万亿元。相对于春节在2月年份，居民存款增幅降至1.37万亿。居民存款显著多增或指向在其余资产收益偏低的背景下，居民更倾向于持有存款。企业存款减少29900亿元，同比多减4.28万亿，春节期间企业发奖金导致企业存款大幅向居民转移，以2月在春节的季节性衡量，2024年企业存款超额多减，或是企业营收出现下滑。财政存款同比多减8356亿元。财政支出规模高于季节性，与2024年财政适度扩张的基调较为吻合。

如何看待M1与M2？2月M1增速回归至2023年年底水平，反映企业春节过后活钱大幅减少，并未继续留存给生产经营所用，企业经营景气度仍待改善。M2同比持平，主因企业存款大幅拖累与居民、非银存款的增长进行了中和，总体波动不大。一方面，贷款增长带动存款扩张有限；另一方面，存款背后结构体现当前房地产和金融资产收益偏弱的背景下，货币经由居民和企业流入定期存款和理财，投资和消费意愿待提升。

● **若需求恢复持续不及预期，关注年中政策加码可能**

向后看，高层已释放财政和货币将发力稳增长信号，投资端或有支撑。我们认为，居民融资意愿和能力或是2024年宽信用的关键。当前金融数据反映出居民和企业需求修复缓慢。若居民融资需求延续低迷、企业经营活跃度无显著改善，则需观察年中政策、特别是财政进一步加码的可能性。

● **风险提示：**政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

相关研究报告

《通胀水平略有反弹，但对2024降息时点影响或有限——美国2月CPI点评》-2024.3.13

《从预算报告看2024年财政发力水平——宏观经济点评》-2024.3.12

《2024年计划报告的五大信号——宏观经济点评》-2024.3.12

目 录

1、人民币信贷：企业需求存韧性，居民贷款大幅下滑.....	3
2、社融：总量大幅少增，信用改善持续性偏弱.....	4
3、M1 增速回调，财政支出力度增加.....	4
4、风险提示.....	5

图表目录

图 1： 2 月人民币信贷受春节效应影响少增.....	3
图 2： 2 月商品房销售增速下滑.....	3
图 3： 2 月社融总量同比大幅少增.....	4
图 4： 2 月社融增速持续向下.....	4
图 5： 2024 年 2 月企业存款大幅减少.....	5
图 6： 2 月 M1 增速回归原趋势水平.....	5

1、人民币信贷：企业需求存韧性，居民贷款大幅下滑

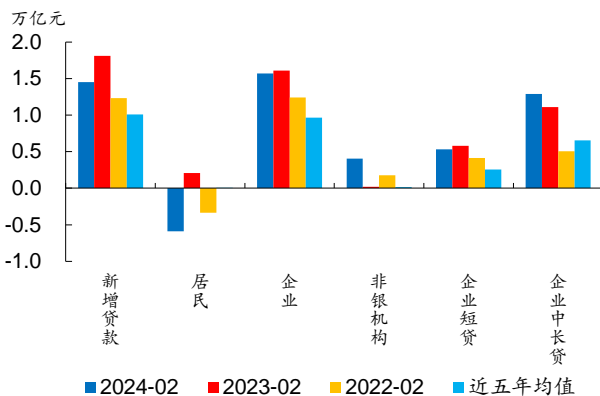
2月信贷总量增加14500亿元，同比少增3600亿元，春节错月对总量影响较大。居民端贷款同比大幅少增；企业贷款微幅少增。

居民贷款负增长，居民贷款需求弱于季节性。2月居民贷款减少5907亿元，同比少增7988亿元。其中居民中长贷同比少增1901亿元、短贷同比少增6086亿，居民端同比全线负增，为历史第五次。剔除春节错月效应，居民贷款下滑幅度稍弱，但表现依然不佳。与春节同在2月年份（2016/2018/2019/2021/2022年）的均值¹比，居民短贷、中长贷同比少增约2700、3200亿元。短贷负增有一部分季节性原因，历史上多数春节月份居民短贷为负增。2月商品房销售走弱、春节期间居民短期借贷需求不高或是居民贷款少增的主因。当前居民加杠杆意愿修复缓慢，居民端贷款的改善或要等待房地产市场和预期的边际好转。

企业贷款去春节效应后表现强于季节性，但弱于2023年；特别国债、大规模设备更新有望支撑中长期投资。企业贷款新增15700亿元，同比少增400亿元。企业中长贷同比多增1800亿，企业短贷少增485亿。与春节同在2月年份的均值比，企业短贷、中长贷分别同比多增2736、6343亿元；与2023年1月（春节月份）相比，少增9800亿、2.2万亿。一方面，2023年1月“开门红”促使银行增加企业贷款投放力度，而2024年监管强调平滑信贷投放，集中放贷的情况减弱；另一方面，增发国债项目等对春节期间企业中长期贷款需求带来韧性。后续随着特别国债资金逐步投入使用、地产“白名单”融资机制投放落地，以及新一轮大规模设备更新对制造业贷款形成拉动，企业端贷款需求或持续回升。

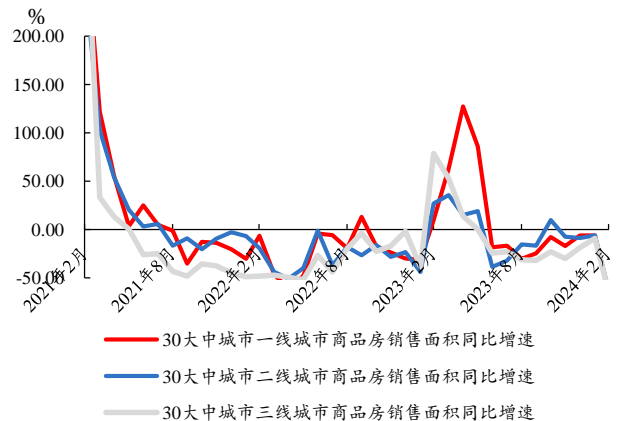
票据方面，2月表内票据同比多减1778亿元，剔除春节效应，银行票据贴现规模依旧较低。或反映银行企业端贷款需求不差，票据贴现冲量必要性较低。**综合来看，2月信贷需求有保有压，居民端改善持续性弱，企业端需求韧性较强。两会后政策预计逐步落实，后续基本面和预期的改善有望提振居民需求。**

图1：2月人民币信贷受春节效应影响少增



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：近五年均值为春节在2月的2016/2018/2019/2021/2022年均值

图2：2月商品房销售增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 后文中“剔除春节效应”均作相同处理

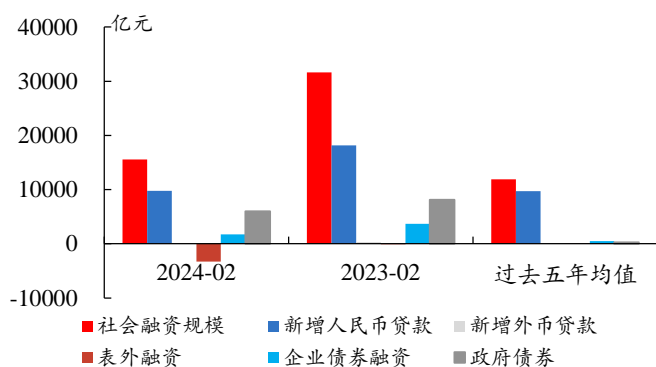
2、社融：总量大幅少增，信用改善持续性偏弱

2月社融新增1.52万亿元，同比少增1.6万亿元，社融存量增速降至9%。1-2月社融合计增量比2023年同期少1.1万亿元，从历史来看，1-2月社融累计增量高于2023年以前的年份。1.1万元缺口或反映1月信用大幅改善后持续性不强，内需仍待提高。

人民币贷款、表外票据是最大拖累，剔除错月后政府债券是主要支撑。社融口径人民币贷款新增9773亿，同比少增8411亿元，剔除基数错月效应后与季节性基本一致，较春节2月的均值多增85亿元。从读数来看，人民币贷款是本次社融的主要拖累项。2月政府债券新增6011亿元，同比少增2127亿元。春节期间政府债券发行放缓，剔除错月效应后2月政府债券发行力度较强，较2月春节的均值多增约3900亿元。2月新增专项债3466亿元，略高于2023年2月发行力度。

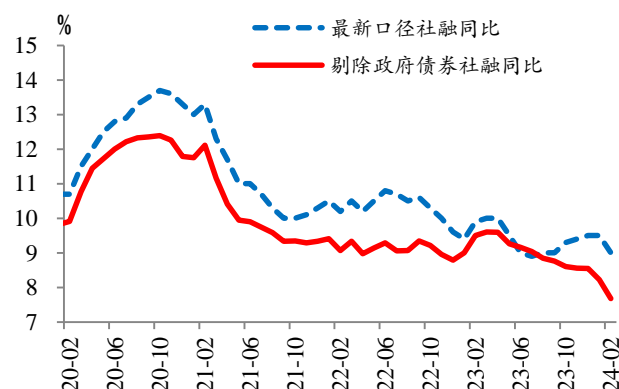
企业债券方面，2月企业债券融资同比少增2020亿，但增幅大于历年春节2月。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票同比大幅少增，反映企业开票行为减少，企业经营活跃度不高。新增信托贷款同比小幅多增，或指向金融机构投向房地产企业的信托贷款增加。

图3：2月社融总量同比大幅少增



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：过去五年均值为春节在2月的2016/2018/2019/2021/2022年均值

图4：2月社融增速持续向下



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、M1增速回调，财政支出力度增加

M1增速下降4.7个百分点至1.2%、M2增速持平1月的8.7%。

居民存款大幅多增，企业存款超额流出，财政支出高增。2月居民存款增加32000亿元，同比多增2.4万亿元。相对于春节在2月年份，居民存款增幅降至1.37万亿。居民存款显著多增或指向在其余资产收益偏低的背景下，居民更倾向于持有存款。企业存款减少29900亿元，同比多减4.28万亿，春节期间企业发奖金导致企业存款大幅向居民转移，以2月在春节的季节性衡量，2024年企业存款超额多减，或是企业营收出现下滑。非银存款增加11574亿元，同比大幅多增，与春节相关性较强，剔除春节效应后多增约2千亿。2月理财规模高增，体现在非银存款高于季节性。财

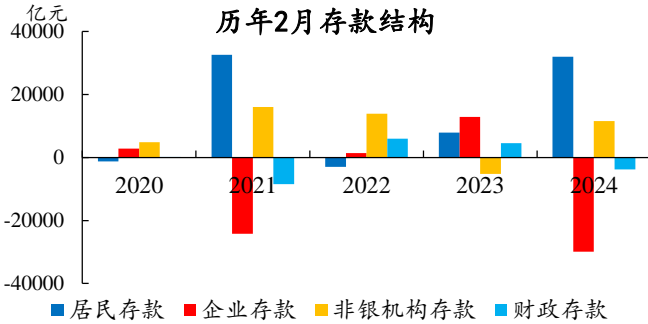
政存款减少 3798 亿元，同比多减 8356 亿元。财政支出规模高于季节性，与 2024 年财政适度扩张的基调较为吻合。

如何看待 M1 与 M2? 2 月 M1 增速回归至 2023 年年底水平，反映企业 1 月多增的活钱或主要是作发工资之用，春节过后活钱大幅减少，并未继续留存给生产经营所用，企业经营景气度仍待改善。M2 同比持平，主因企业存款大幅拖累与居民、非银存款的增长进行了中和，总体波动不大。一方面，贷款增长带动存款扩张有限。另一方面，存款背后结构体现当前房地产和金融资产收益偏弱的背景下，货币经由居民和企业流入定期存款和理财，投资和消费意愿待提升。

向后看，两会期间高层已释放财政和货币将发力稳增长信号，投资端或有支撑。一则重大基建项目和“三大工程”仍是 2024 年投资的重要抓手，国债和准财政工具将提供上万亿增量资金。二则新一轮大规模设备更新和以旧换新将启动，中央或将采取再贷款、贴息、资金补贴等方式推动制造业升级改造，有望撬动制造业中长期贷款；三则金融机构将加大对房企的支持力度，或成为企业信贷的另一支撑。

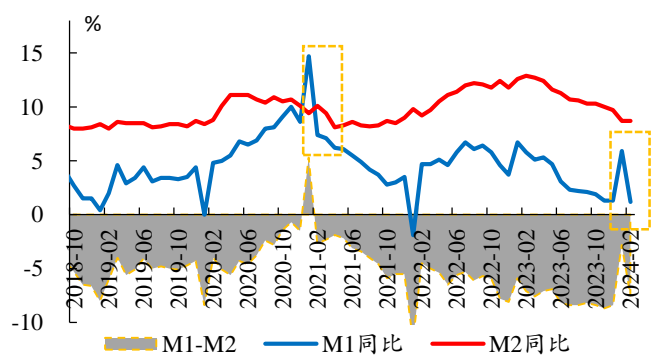
我们认为，居民融资意愿和能力或依然是 2024 年宽信用的关键。当前金融数据反映出居民和企业需求修复缓慢，宽信用效果不佳，需关注后续稳房价和扩内需政策是否加力。若居民融资需求延续低迷、企业经营活跃度无显著改善，则需观察年中政策、特别是财政进一步加码的可能性。

图5：2024 年 2 月企业存款大幅减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2 月 M1 增速回归原趋势水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn