

信贷少增：是盘活存量还是需求不足？

2024年03月16日

3月15日，央行发布2月金融数据：新增社会融资规模1.6万亿，社融存量同比增速9.0%，M1同比增速1.2%，M2同比增速8.7%。

► 表象：开年社融增量和增速都有所下降

2月社融新增1.6万亿，同比少增1.6万亿；剔除春节扰动，1-2月合计同样少增1.1万亿。存量增速方面，2月社融增速回落至9.0%，低于去年12月的9.5%。值得注意的是，1月M1同比在春节错位的影响下大幅回升至5.9%，2月季季节性消退后又回落至1.2%，同样低于去年12月的1.3%。

总的来说，从增量和增速两个维度，开年金融数据都表现一般。

► 归因：社融少增主要受信贷和政府债券拖累

人民币贷款2月单月同比少增0.8万亿，1-2月合计少增0.9万亿。其中居民和企业1-2月新增信贷均低于去年同期，这也与M1增速再度回落相印证，当前私人部门加杠杆的意愿仍偏弱。

政府债券2月单月同比少增0.2万亿，1-2月合计同比少增0.3万亿。今年专项债发行节奏偏慢，1-2月的发行进度仅快于2018年和2021年。

► 观点：尽管需求仍然不旺，信贷少增主要与盘活存量有关

开年信贷少增并不意外。今年的信用政策总体取向可以概括为“控制增量、平滑节奏、盘活存量、提升质量”。去年三季度央行《货币政策执行报告》在专栏《盘活存量资金 提高资金使用效率》中也指出“不宜过于关注新增贷款情况”。

观察开年信贷结构中的两个细节，可见当前信贷数据正在经历“盘活存量”：

一是居民短贷少增，中长贷多增。尽管2月居民短贷和中长贷新增规模均为历史同期最低，但1-2月合计来看，居民信贷同比去年仅少增759亿，居民短贷同比少增0.3万亿、中长贷却多增0.2万亿。

究其原因，去年一季度特别是3月份可能存在特殊因素导致居民短贷大幅多增，中长贷却少增。一年过后，短贷在今年2月大量到期、压缩信贷增量，中长贷在新房销售偏弱的情况下反而相对稳健。

二是票据融资大幅少增。1-2月企业贷款同比去年少增主要是票据融资拖累，表内和表外票据1-2月合计同比少增0.8万亿，压降速度创历史之最。相比之下，企业中长期贷款增量与去年基本持平。

综上，开年社融信贷同比少增，很大程度上与盘活存量和结构优化有关，对于实体经济可能并不会形成额外“拖累”。不过考虑到M1增速进一步小幅回落，经济内生动能有待加强、融资需求不旺的局面也暂时没有改变。

► 展望：后续盘活存量、减少增量的压力可能不算大

做一简单测算，过去2年1-2月新增实体信贷占一季度比重约63%，如果今年保持这一规律，那么一季度实体信贷新增约9.4万亿，同比少增1.3万亿。

去年一季度实体信贷占全年比重48%，考虑到今年信贷投放节奏需要平滑，假设今年比重下降到40%，全年实体新增信贷规模约23.5万亿，可多增约1.1万亿；如果比重仍高达45%，全年信贷将比去年少增1.3万亿，而1-2月已经少增0.9万亿。从这个角度，后续继续盘活存量、减少增量的压力可能不算大。

► 风险提示：数据测算偏差，货币政策调整超预期



分析师 赵宏鹤

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师 吴彬

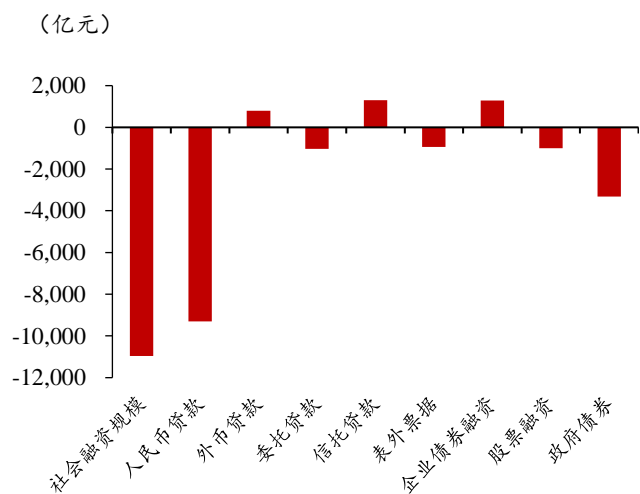
执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

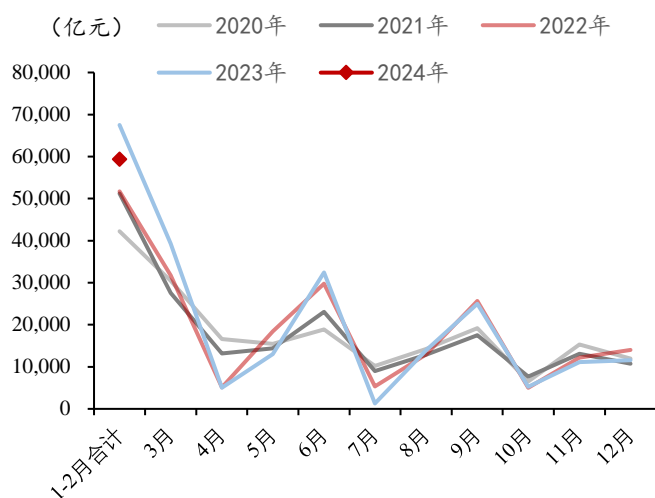
- 1.宏观专题研究：追踪美国大选：“齿轮”已经开始转动-2024/03/09
- 2.全球大类资产跟踪周报：黄金价格创历史新高-2024/03/09
- 3.宏观事件点评：出口超预期与宏观政策节奏-2024/03/08
- 4.宏观事件点评：政府工作报告的增量信息-2024/03/05
- 5.宏观年度报告：新平衡——2024年宏观数据展望-2023/12/14

图1： 2024 年 1-2 月合计社融同比多增情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图2： 居民和企业新增信贷合计



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026