

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

信贷回落背后的亮点

2024年3月16日

- **企业中长贷打破同比连续少增的局面。**春节错月下, 2月社融同比少增, 社会融资规模增速下行主要与贷款和政府债少增有关。但同比少增的社融中也存在一大亮点: 企业部门中长期贷款打破同比持续少增的状态。从企业中长期贷款同比变化来看, 企业部门中长贷同比少增已经持续了7个月, 今年2月企业中长贷的变化打破了过去近半年之久的同比少增局面。而高新技术企业、专精特新企业、科技型中小企业贷款余额增速均明显高于同期各项贷款增速。
- **居民端“去杠杆”再度拖累信贷表现。**从新增人民币贷款的结构上看, 2月企业中长贷、企业短贷均有新增, 而居民中长贷、居民短贷双双减少。可见2月信贷弱, 很大程度上受到居民部门的拖累。其中, 居民短贷同比大幅少增显示短期贷款需求偏弱, 而居民部门和房地产相关性较高的中长期贷款也同比少增。进入2024年以来, 30城商品房成交面积一直弱于2021年-2023年的同期水平, 我们认为2月房地产表现弱是居民中长贷走弱的关键因素。
- **后续信贷投放或更侧重“质”。**存款方面, 居民存款显著多增, 企业存款显著流出, 一是春节期间企业发奖金导致企业存款大幅流向居民存款; 二是在资产收益偏低的背景下, 居民或更倾向于持有存款。此外, 财政存款减少也与2024年财政适度扩张的基调较为吻合。往后展望货币政策与信贷数据, 我们认为有两点值得关注: 第一, 总量工具与结构性工具之间, 或会更加体现出对后者的侧重, 第二, 随着大规模设备更新等政策的落地, 或对企业端的贷款需求形成支撑。
- **风险因素:** 国内政策力度不及预期, 美联储超预期紧缩, 地缘政治风险等。

目录

一、企业中长贷打破同比连续少增的局面	3
二、居民端“去杠杆”再度拖累信贷表现	4
三、M2 增速同比持平，后续信贷投放或更侧重“质”	5
四、附录	7
风险因素	8

图目录

图 1：社融存量增速回落至 9.0%	3
图 2：企业中长期贷款同比少增	4
图 3：今年 30 城商品房成交面积弱于去年同期	4
图 4：新增居民中长期贷款仍偏弱	5
图 5：住户中长期贷款表现仍偏弱	5
图 6：M1 同比和 M2 同比增速	6
图 7：住户存款同比明显下降	6
附图 1：2 月新增社会融资规模及分项数据	7
附图 2：2 月新增人民币贷款及分项数据	7
附图 3：2 月新增人民币存款及分项数据	8

事件：

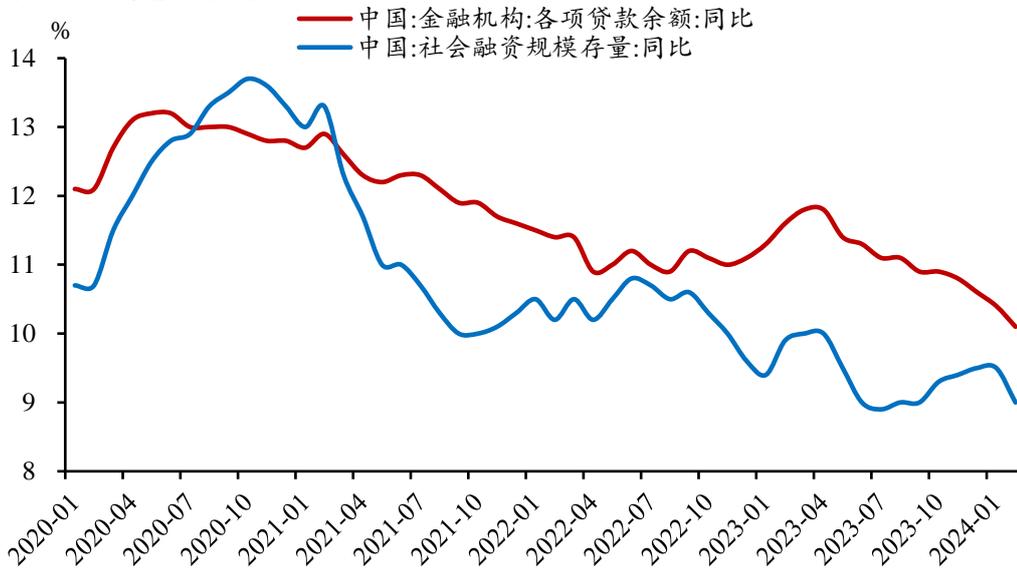
2024年3月15日，央行公布2月金融数据：新增人民币贷款1.45万亿元，预期1.54万亿元，前值4.92万亿元。新增社会融资规模1.56万亿元，预期2.22万亿元，前值6.50万亿元。M2同比增长8.7%，预期8.8%，前值8.7%。

一、企业中长贷打破同比连续少增的局面

春节错月下，2月社融同比少增，其中有1月信贷“开门红”消耗部分项目储备的影响，分项上，2月社会融资规模增速下行主要与贷款和政府债少增有关。

- 1) 2月数据发布前，市场对新增人民币贷款、新增社会融资规模的预期值均不及去年同期水平，而实际央行正式公布的2月金融数据显示，新增人民币贷款1.45万亿元，同比少增3600亿元，各项贷款余额增速从10.4%回落至10.1%。新增社会融资规模1.56万亿元，同比少增1.60万亿元，社融存量增速也从9.5%回落至9.0%。
- 2) 从社融分项来看，人民币信贷、未贴现银行承兑汇票、政府债是2月社融数据的主要同比少增项。

图 1：社融存量增速回落至 9.0%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

但同比少增的社融中，也存在一大亮点：企业部门中长期贷款打破同比持续少增的状态。

从企业中长期贷款同比变化来看，企业部门中长贷同比少增已经持续了7个月，今年2月企业中长贷的变化打破了过去近半年之久的同比少增局面。新华网显示，2月末，制造业中长期贷款余额同比增长28.3%，其中高技术制造业中长期贷款余额同比增长26.5%；高新技术企业、专精特新企业、科技型中小企业贷款余额分别增长14.2%、18.5%、21.4%，均明显高于同期各项贷款增速。

图 2：企业中长期贷款同比少增

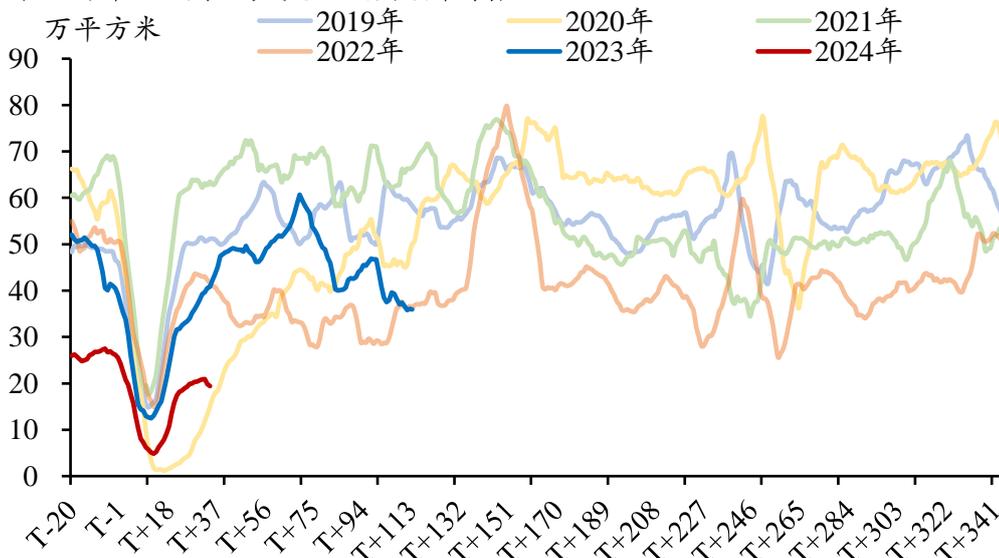

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、居民端“去杠杆”再度拖累信贷表现

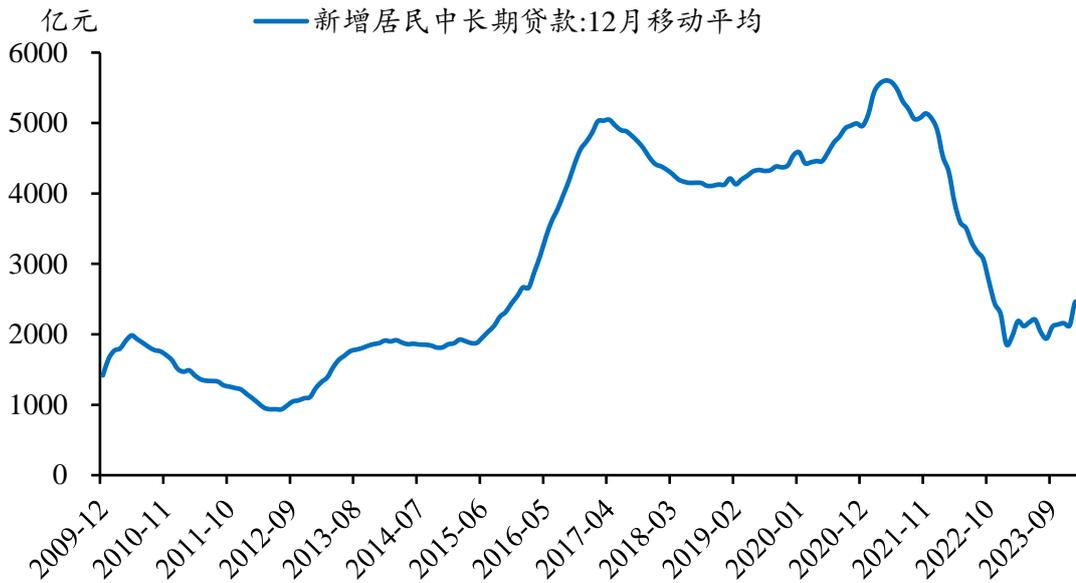
从新增人民币贷款的结构上看，2月企业中长贷、企业短贷均有新增，而居民中长贷、居民短贷双双减少。可见**2月信贷弱，很大程度上受到居民部门的拖累。**

居民部门的信贷扩张，仍处于较低水平。2月新增人民币贷款（央行口径）同比少增 3600 亿元，而居民贷款同比少增 7988 亿元、企业部门同比少增 400 亿元，相比之下，居民部门对整体信贷的拖累非常明显。其中，居民短贷同比大幅少增，而居民部门和房地产相关性较高的中长期贷款也同比少增。

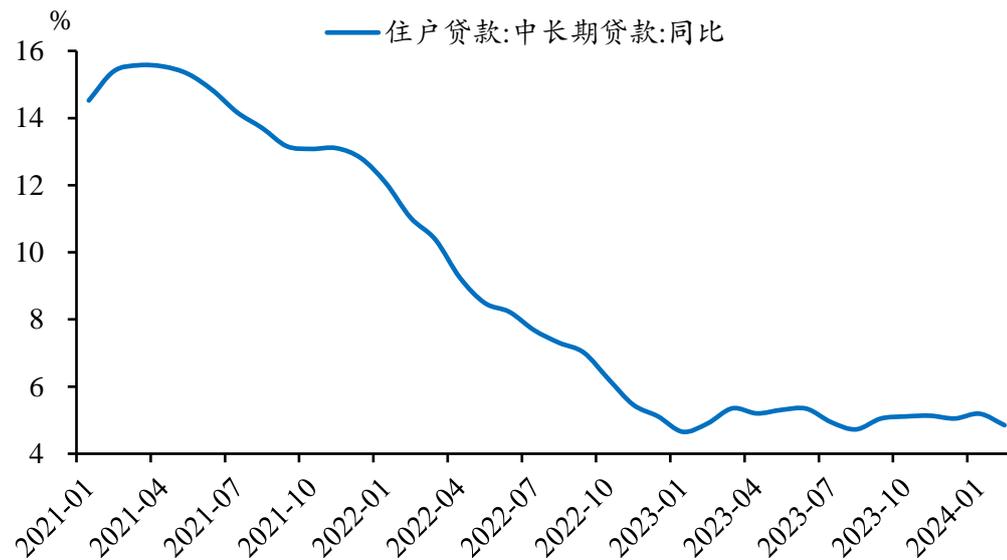
2月房地产表现弱，是居民中长贷走弱的关键因素。居民中长贷通常与房地产销售数据相同步，当房地产销售情况较好，居民中长贷扩张，反之则反。进入 2024 年以来，30 城商品房成交面积一直弱于 2021 年-2023 年的同期水平，数据显示，2 月 30 大中城市商品房成交面积同比仍在负区间，国内房地产行业恢复缓慢，我们认为这是居民中长贷表现较差的原因。

图 3：今年 30 城商品房成交面积弱于去年同期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心, T=除夕当天

图 4：新增居民中长期贷款仍偏弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：住户中长期贷款表现仍偏弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

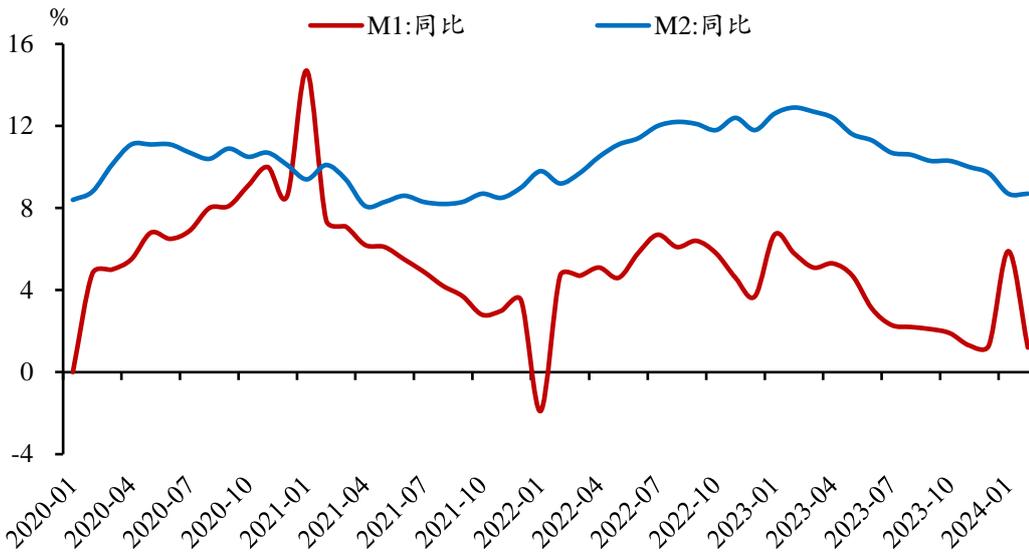
三、M2 增速同比持平，后续信贷投放或更侧重“质”

M2 增速同比持平，M1 同比回落。2月M2同比增速未能如预期进一步提升为8.8%，而是与1月增速持平，录得8.7%。M1同比则由1月的5.9%明显回落至1.2%，M1-M2增速剪刀差变成-7.5%。

居民和企业部门新增存款反向变动。2月人民币存款增加9600亿元，其中，住户存款、非银行业金融机构存款均有增加，而非金融企业存款减少2.99万亿元。居民存款显著多增，企业存款显著流出，我们认为背后可能蕴含着两个现象，一是春节期间企业发奖金导致企业存款大幅流向居民存款；二是在资产收益偏低的背景下，居民或更倾向于持有存款。

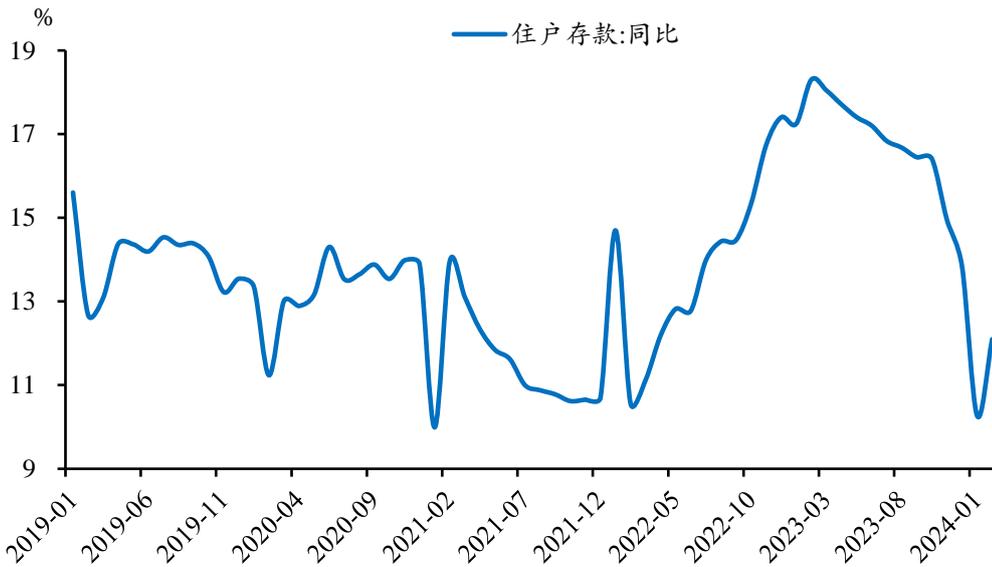
此外，2月财政存款减少，同比多减也较多，这或与2024年财政适度扩张的基调较为吻合。

图 6：M1 同比和 M2 同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：住户存款同比明显下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

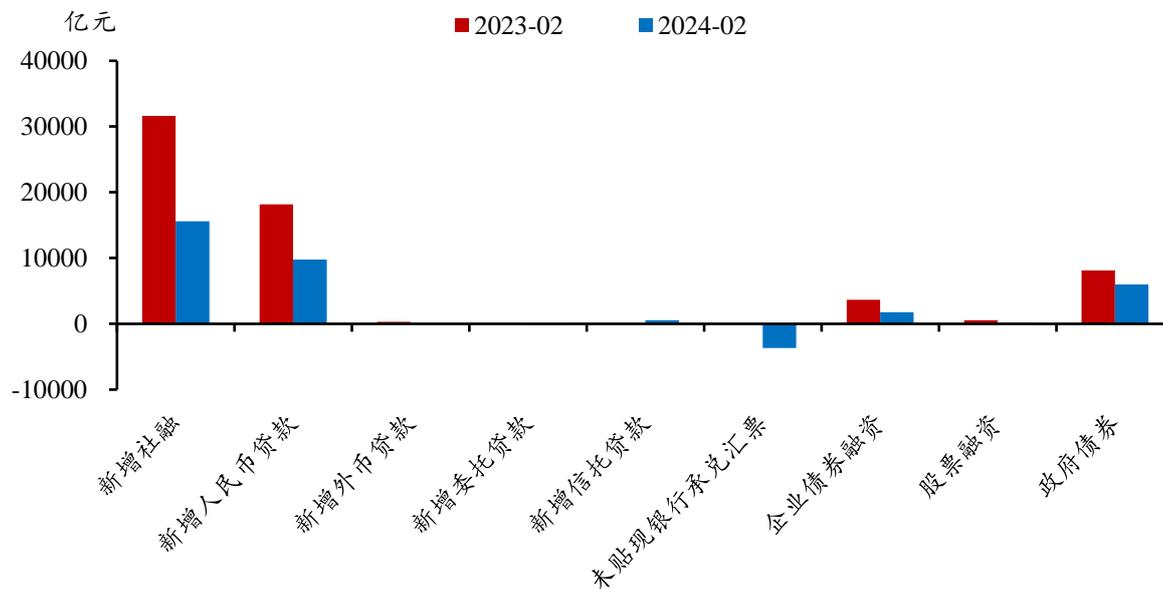
往后展望货币政策与信贷数据，我们认为有两点值得关注：

第一，总量工具与结构性工具之间，或会更加体现出对后者的侧重。未来我国货币信贷投放质效提升，为更好地避免资金空转，引导资金流向实体经济，或更多在盘活存量金融资源方面下功夫。

第二，随着大规模设备更新等政策的落地，或对企业端的贷款需求形成支撑。不仅如此，今年政府工作报告中提出，要发行超长期特别国债，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。我们认为，随着国债、地方政府债等发行提速，新一轮设备更新等相应信贷配套资金落地后，将给企业端贷款带来支撑。

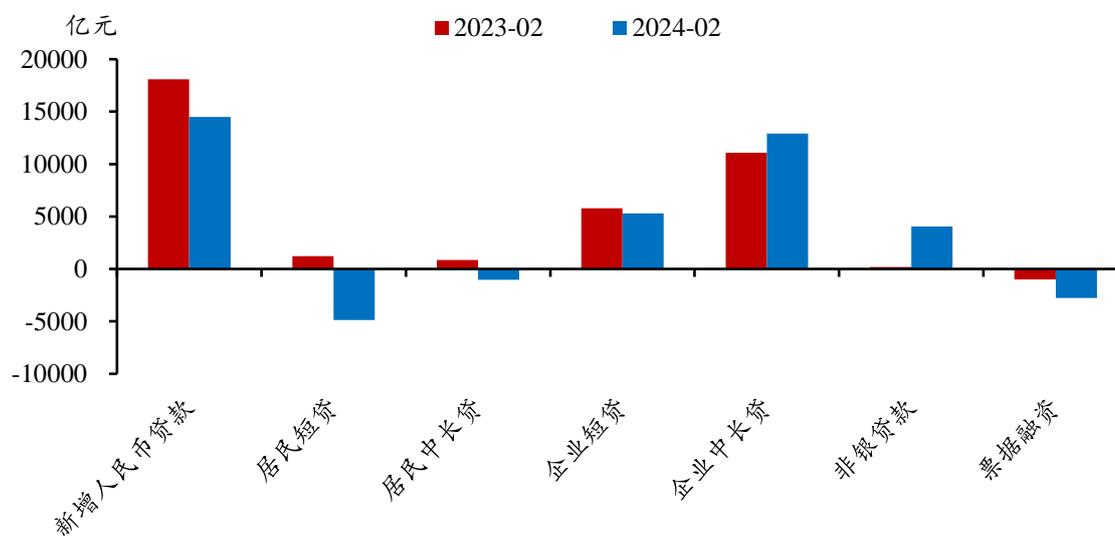
四、附录

附图 1：2月新增社会融资规模及分项数据



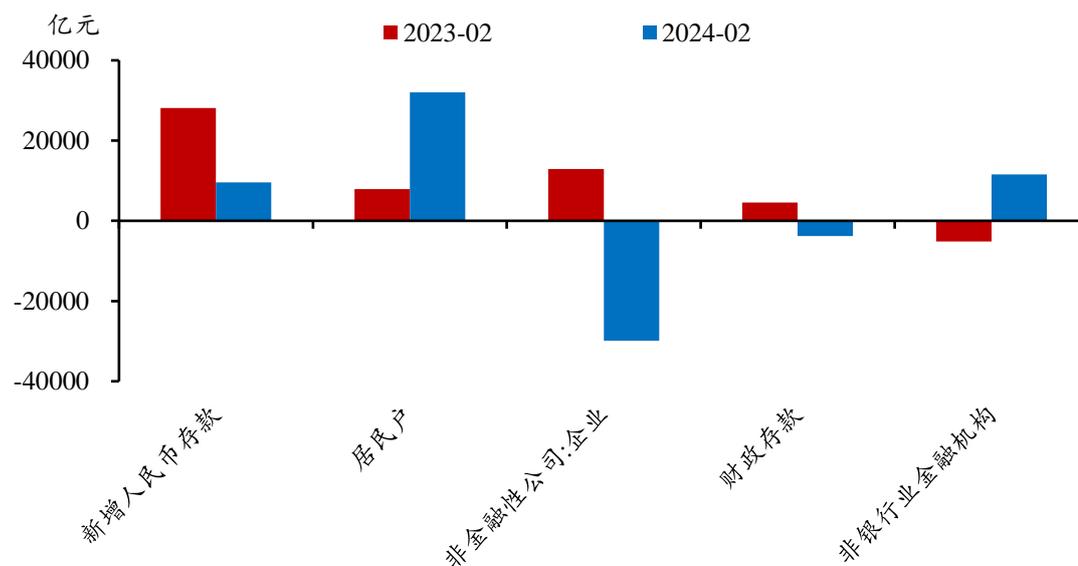
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

附图 2：2月新增人民币贷款及分项数据



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

附图 3：2月新增人民币存款及分项数据



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

国内政策力度不及预期，美联储超预期紧缩，地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。