

社融节奏变化的隐含逻辑

核心观点：

2月社会融资1.52万亿元（wind一致预期2.4万亿），低于市场预期。市场预期与实际数据存在较大差距，市场惯性的认为一季度社融数据应当呈现“开门红”，1月份的社融数据出现结构改善信号拉高了市场对于2月份社融数据的预期。同样，1-2月新增信贷的同比少增通常被认为是支撑社融偏弱的有力证据。

我们认为1-2月社融数据并不能简单直译为社融偏弱，金融对实体经济支持力度一般。事实和预期的鸿沟实际上来自社融节奏变化带来的影响。

1-2月社融数据在节奏变化之后呈现新特征：

1.社融减少，但是结构有亮点。从1-2月份数据来看，社融减少主要源于人民币贷款和政府债券融资的减少。但信托贷款上行速度加快，企业债券融资同样上行。在传统的表内贷款偏弱的情况下，部分资金在出表。同时直接融资在缓慢放量。政府债券融资受发行节奏影响偏慢。

2.贷款增速减弱，短期贷款和票据融资减少，长期贷款平稳。贷款增速继续下行，居民短期贷款大幅回落，春节消费并未让居民借款增加，同时居民长期贷款再次走低。2月份高频数据显示30大中城市商品房销售下行超过50%，100大中房企销售收入快速走低，未来居民信贷走弱概率更大。企业贷款保持平稳，企业长期贷款增速-0.2%，政府项目投资进入企业需要时间。

3.票据融资大幅减弱。票据利率在1月上行之后在2月下行，票据融资的同比大幅少增，票据冲量行为明显减少。

4.M1增速波动较大，春节错位影响，仍需观察3月份情况。2021年也有春节错位。但随后M1表现不弱。2月的BCI企业销售前瞻指数、招工前瞻指数、经营状况指数都再次保持上行，虽然利润前瞻指数出现回落。M1快速下行并不能充分说明企业预期全面转弱。

社融节奏变化隐含的货币政策逻辑：

2023年4季度央行货币政策执行报告中的专栏文章《准确把握货币信贷供需规律和新特点》已给出货币政策逻辑线索：

1.信贷投放节奏回到由实体融资需求主导，平滑传统大小月波动。央行引导降低“开门红”，商业银行根据市场需求调整信贷节奏，减少对单月波动的关注，信贷投放节奏需要平衡。2023年1季度信贷投放超过全年40%，未来信贷投放节奏逐步调整回以往节奏。

2.信贷供需新规律的背景下，社融和信贷未来差距加大。减少对信贷的过分依赖，社融将是更有效的指标。盘活低效占用的金融资源并不体现在信贷增量，但金融依然对实体经济有支撑作用。直接融资将对信贷产生良性替代，占比将逐步提升。政府融资偏缓，但2季度节奏会逐步加快，带动社融增速上行。

3.央行未来操作方式转变。2月份MLF缩量续作，逆回购降至低位，短期市场利率抬升，长短期利差进一步收窄，防空转政策意图明显，未来可能更关注结构性指标来助力新质生产力，这是高质量发展的要求。

--2024年2月金融数据解读

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行不及预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

2024年3月15日，央行发布2024年2月金融数据。2月社会融资1.52万亿元（wind一致预期2.4万亿），低于市场预期，同比-1.6万亿元。

由于存在春节错位，我们将1-2月累计数据做同比观察，前2月累计新增社融8.06万亿，同比少增1.1万亿，其中政府融资8958亿元，同比-3320亿元；对实体经济发放的人民币贷款5.82万亿元，同比-9324亿元；未贴现的银行承兑汇票增加1948亿元，同比少增946亿元；企业债券净融资6592亿元，同比多增1293亿元。同比少增主要来自对实体经济发放的人民币贷款和政府融资。

1-2月金融机构新增人民币贷款6.37万亿元，同比少增3400亿元。其中居民贷款3894亿元，其中短贷-1340亿元，中长贷5234亿元；企业贷款5.43万亿元，其中短贷1.99万亿元，中长贷4.6万亿元，票据融资-1.25万亿元。

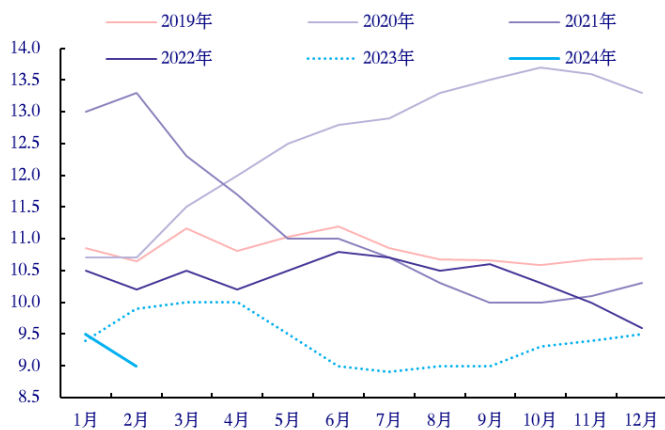
社融增速为9.0%，环比下滑0.5pct，增速放缓。M1同比增长1.2%，环比下滑4.7pct；M2同比增长8.7%，增速持平。

一、社融位于历史次高值，仅低于去年，并非很弱

1-2月新增社融8.02亿元，位于历史次高值，虽然同比少增1.1万亿元，但仍远高于过去五年均值水平（7万亿），表现并非很弱。1-2月社融同比少增1.1万亿元，主要来自对实体信贷同比少增9324亿元，政府债券净融资额同比少增3320亿元。其他项目表现相对平稳。

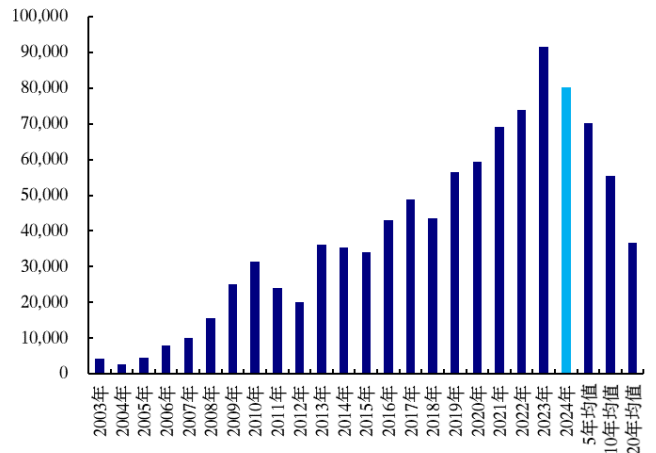
前2月社融同比少增可能有3个原因：1、高基数；2、信贷供给可能偏紧、需求走弱有待观察。3、地方政府专项债发行节奏偏慢。

图1：社会存量增速（%）



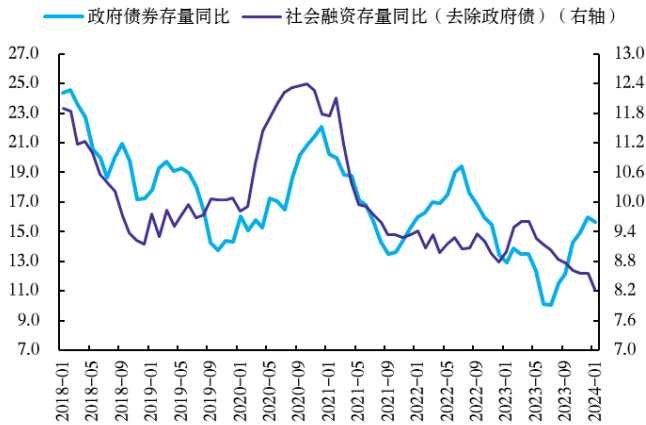
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：历史同期1-2月累计新增社融（亿元）



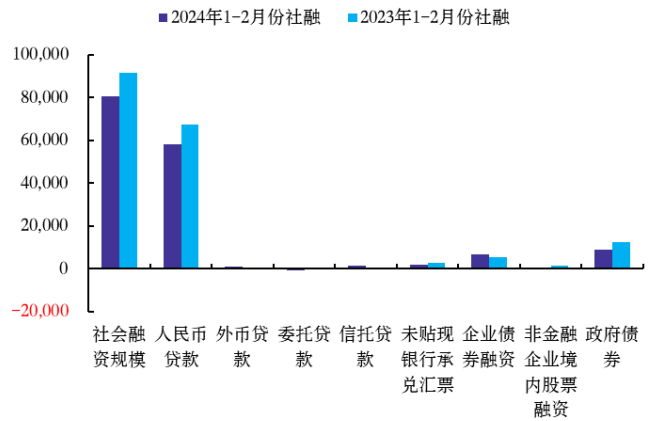
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3: 社融增速(去除政府融资)和政府融资增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 1-2月社融各部门累计新增(亿元)

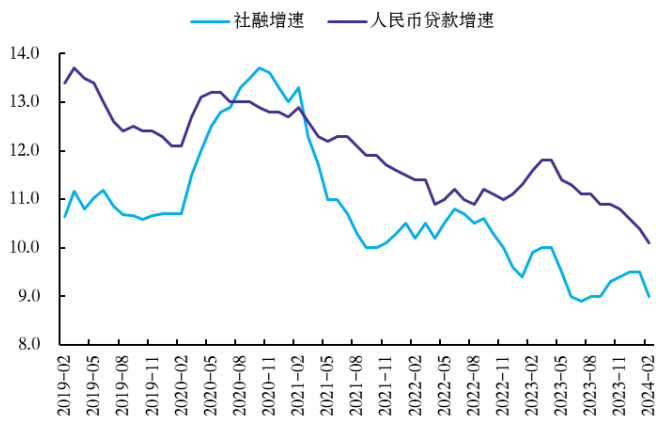


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(一) 贷款增速回落

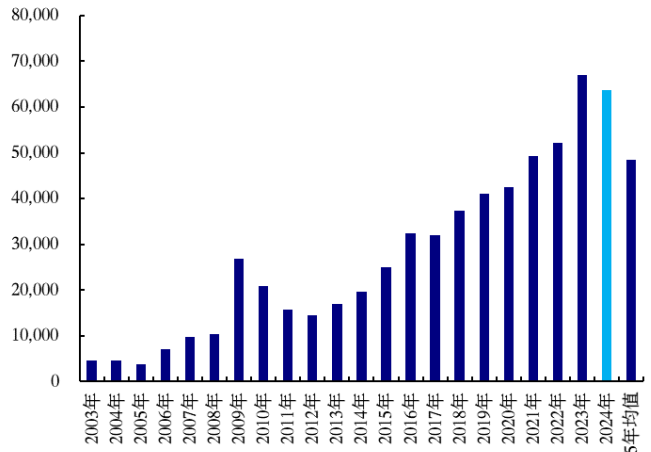
2月金融机构人民币贷款余额同比增长10.1%，贷款增速继续回落，比1月增速回落0.3pct。部分由于基数高，2023年1-2月金融机构新增人民币贷款6.7万亿创历史新高，这包含了银行冲刺“开门红”和疫情防控转段等因素的综合影响，远高于历史均值。但2024年这两个因素的影响均减弱，近期央行多次强调平滑年末年初波动，信贷均衡投放的背景下，银行冲刺“开门红”的意愿弱于去年。1-2月实体信贷同比少增9324亿元，金融机构人民币贷款同比少增3400亿元，两者的差值主要是由于金融机构对非银行业金融机构的贷款同比增加4706亿元。

图5: 社融和金融机构人民币贷款余额增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 历史同期1月金融机构新增人民币贷款(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

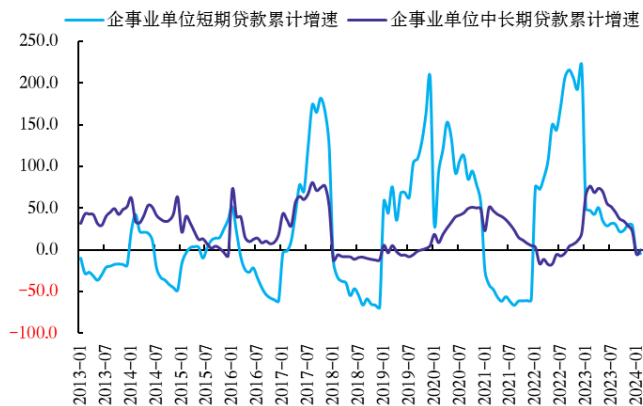
居民短贷表现偏弱。1-2月居民新增信贷3894亿元，同比少增759亿元。其中短贷同比少增2899亿元，中长贷同比多增2140亿元。根据2023年信贷数据测算，居民新增中长期贷款的构成是消费贷约占32%，经营贷约占68%。加之30大中城市商品房成交面积表现偏弱，1-2月居民中长贷同比多增可能主要是由于经营贷多增带来的。1-2月居民短贷减少1340亿元，同比少增可能是由于消费需求疲软所致。

求走弱，有待持续观察。

企业信贷同比少增主要由于票据融资同比大幅少增，中长期贷款表现较强。

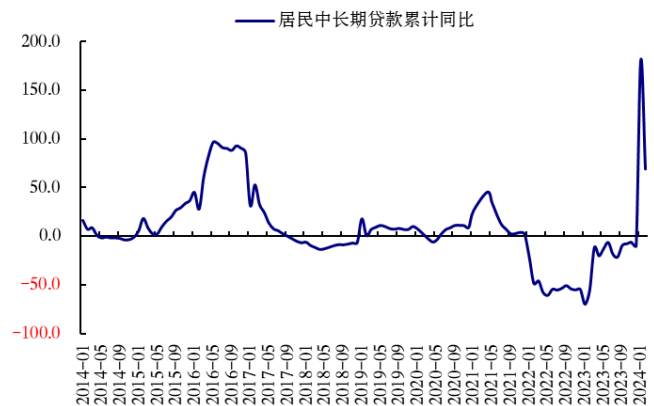
1-2月企业新增信贷5.43万亿，同比少增8600亿元，其中票据融资同比少增7384亿元，短贷同比少增985亿元，中长贷同比少增100亿元。票据利率在1月上行之后在2月下行，票据融资的同比大幅少增，票据冲量行为明显减少，一方面银行在平滑年末年初波动，信贷均衡投放的背景下冲量行为明显减少，另一方面可能是企业信贷需求在2月边际走弱。企业中长期贷款虽然同比小幅少增，并不意味着企业信贷偏弱，主要是基数高的原因。2023年1-2月企业中长期贷款新增4.6万亿创历史新高，大幅高于历史同期水平，2019年-2022年1-2月的均值为2.4万亿。2024年1-2月企业中长期贷款虽然同比小幅少增，但依然表现偏强，历史第二高值，与2023年同期基本相当，大幅高于2019年-2022年的历史同期水平。2月企业中长贷增速结束连续10个月的下行出现回升，1-2月累计新增表现偏强，可能是前期的政府融资带动企业融资需求上行，项目启动进度加快。企业短贷同比少增，但考虑到去年12月企业短贷增幅较大，可能由于年末银行在信贷需求偏弱的背景下通过短期消费贷冲量，提前消耗了部分企业短贷的需求。

图7：企业短期和中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：居民中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 企业债券融资有所改善，化债背景下企业债券融资可能主要来自产业债

央行在2023年四季度的货币政策执行报告，首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，扩大直接融资，社融结构实现再平衡。1-2月企业债券融资净新增6592亿元，同比多增1293亿元，已有所体现。未来公司信用类债券和金融债券发行可能提速。前2月企业债券融资有所改善，可能部分是由于企业债券融资利率下行，融资成本降低推动企业采用债券融资的方式。根据公开披露数据，1-2月wind口径的城投债净融资额约-224亿元，化债背景下企业债券融资可能主要来自产业债。1-2月wind口径的产业债净融资额约2366亿元。

(三) 政府债券发行进度慢于去年，不再是社融同比多增的主要支撑

政府债券发行进度慢于去年，1-2政府债券净融资8958亿元，融资同比少增3320亿元，不再是社融的主要支撑之一。

根据已公开披露的政府债券发行数据，1-2月政府债券发行量约1.13万亿，其中，国债发行量约1.5万亿，净融资额3413亿；地方政府债发行偏慢，1-2月发行量约9444亿元，净融资额6719亿元。其中地方新增专项债发行4034亿元，净融资额为2206亿元，地方专项债发行进度偏慢。与化债相关的地方政府特殊再融资债券发行约333亿元，化债节奏延续放缓。

截至3月14日，政府融资完成度为13.2%，同比去年下降。专项债券发行进度仅为13%，下降12.7%。从化债35号文到14号文，政策调整对地方债的发行影响较大。

预计2024年1季度，政府债券对社融的支撑作用有可能较弱。但2季度政府债券的发行有可能提速，对社融形成重要支持，一方面4月份超长期特别国债可能启动发行，地方政府专项债也可能在二季度提速，其规模和进度需要保持观察。

(四) 表外融资同比少增，主要来自未贴现银行承兑汇票减少，信托融资同比改善

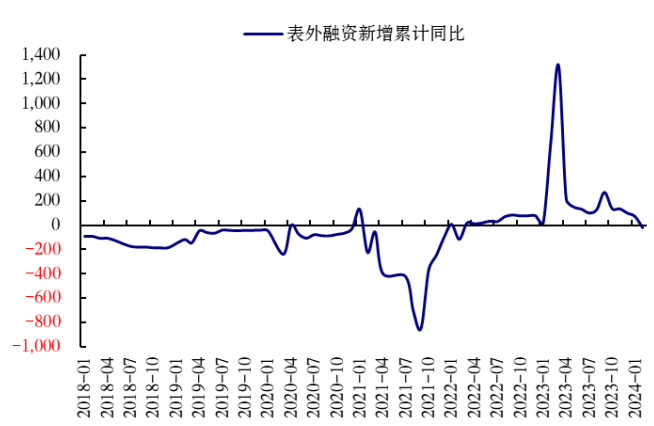
1-2月表外融资2721亿元，同比少增684亿元。同比少增主要来自于未贴现银行承兑汇票，同比少增946亿元；信托贷款同比多增1299亿元，委托投资同比少增530亿元。未贴现银行承兑汇票同比少增可能是由于表内信贷供给偏紧。

图9：企业债券新增融资累计增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：表外融资新增累计增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、 M1 增速波动较大，主要由于春节错位

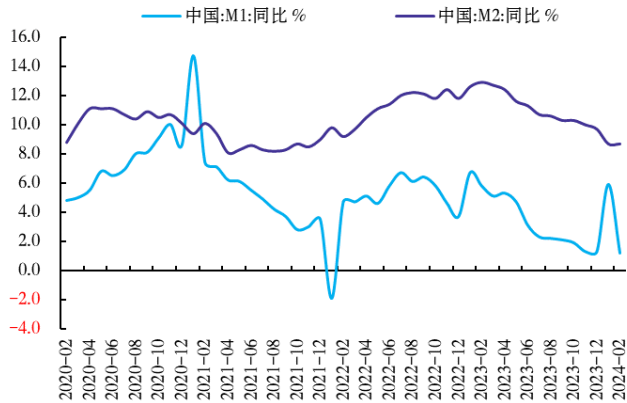
M1 增速在前两月出现大幅波动，1月快速上行后，2月快速回落，主要由于春节错位影响，2月增速水平与去年11、12月相比并没有出现明显改变，这种波动在同样存在春节错位的2021年也出现过。2月M0增速12.5%，比1月快速上行6.6个百分点，但M1增速快速下行4.7pct至1.2%，说明企业活期存款增速下行。企业活期存款增速下行可能主要由于春节错位，2023年基数的原因。2023年春节在1月22日，企业会在1月发放工资奖金，企业活期存款向居民存款转移，2023年企业活期存款减少2.6万亿元带来低基数。而2024年的春节在2月10日，企业集中发放工资奖金的时间主要在2月份，会带来企业活期存款减少。2024年2月企业活期存款减少2.8万亿元。2月的BCI企业销售前瞻指数、招工前瞻指数、经营状况指数都再次保持上行，虽然利润前瞻指数出现回落。M1快

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

速下行并不能说明企业预期转弱，企业资金活化程度下降，需要保持观察。这种波动在同样存在春节错位的 2021 年也出现过，2021 年 M1 增速在 1 月快速上行至 14.7%，之后在 2 月又快速回落至 7.4%。

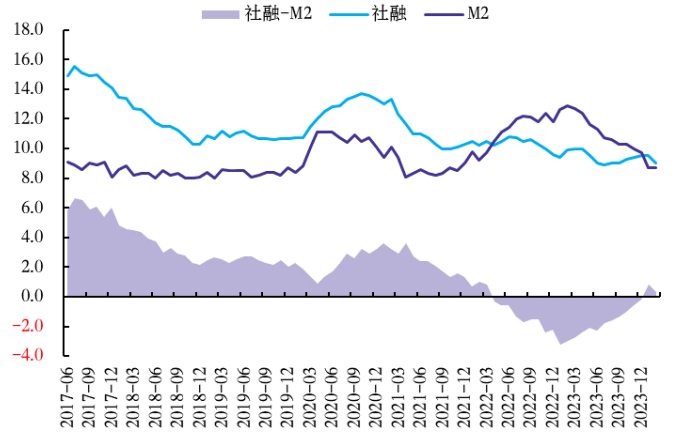
M2 持续上行动力不足。2 月份 M2 增速平稳，存款贡献度减弱，金融产品购买力度上行。居民存款增速弱于 2023 年，非银存款快速走高。但在防空转的背景下，M2 持续上行的动力不足。

图11: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 社融存量增速与 M2 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、 我们的判断：社融节奏变化隐含的货币政策逻辑

2023 年 4 季度央行货币政策执行报告中的专栏文章《准确把握货币信贷供需规律和新特点》已给出货币政策逻辑线索：

1. 信贷投放节奏回到由实体融资需求主导，平滑传统大小月波动。央行引导降低“开门红”，商业银行根据市场需求调整信贷节奏，减少对单月波动的关注，信贷投放节奏需要平衡。2023 年 1 季度信贷投放超过全年 40%，未来信贷投放节奏逐步调整回以往节奏。

2. 信贷供需新规的背景下，社融和信贷未来差距加大。减少对信贷的过分依赖，社融将是更有效的指标。盘活低效占用的金融资源并不体现在信贷增量，但金融依然对实体经济有支撑作用。直接融资将对信贷产生良性替代，占比将逐步提升。政府融资偏缓，但 2 季度节奏会逐步加快，带动社融增速上行。

3. 央行未来操作方式转变。2 月份 MLF 缩量续作，逆回购降至低位，短期市场利率抬升，长短期利差进一步收窄，防空转政策意图明显，未来可能更关注结构性指标来助力新质生产力，这是高质量发展的要求。

今年前 2 个月的金融数据已部分反映信贷供需新规的政策框架。需要对社融预期进行修正。预计 2 季度社融增速上行，一方面政府融资可能在 2 季度提速给社融带来重要支撑；另一方面私人部门融资可能继续改善，有利因素包括前期财政政策 and PSL 逆周期发力将逐步体现带动企业部门融资，出口增速超预期、大规模设备更新也可能对企业融资带来积极拉动，同时房地产政策进一步优化和汽车等消费刺激政策对居民部门融资带来积极影响。

图表目录

图 1: 社会存量增速 (%)	2
图 2: 历史同期 1-2 月累计新增社融 (亿元)	2
图 3: 社融增速 (去除政府融资) 和政府融资增速 (%)	3
图 4: 1-2 月社融各部门累计新增 (亿元)	3
图 5: 社融和金融机构人民币贷款余额增速 (%)	3
图 6: 历史同期 1 月金融机构新增人民币贷款 (亿元)	3
图 7: 企业短期和中长期贷款增速 (%)	4
图 8: 居民中长期贷款增速 (%)	4
图 9: 企业债券新增融资累计增速 (%)	5
图 10: 表外融资新增累计增速 (%)	5
图 11: M1、M2 增速	6
图 12: 社融存量增速与 M2 增速 (%)	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚羚	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn