

2024年03月16日

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 春节错位影响明显，M1增速仍有待改善

——国内观察：2024年2月金融数据

## 投资要点

- **事件：**3月15日，央行发布2024年2月金融数据。2月M2同比8.7%，前值8.7%，M1同比1.2%，前值5.9%。新增人民币贷款4.92万亿元，同比少增3600亿元。社会融资规模增量15583亿元，同比少增1.6万亿元。社融存量增速为9.0%，前值9.5%。
- **核心观点：**总的来看，金融数据低于预期，春节错位对前两个月数据的波动造成较大影响，合并来看总量虽然欠佳，但结构上企业中长期贷款仍是亮点。M1仍是反映资金活化的重要指标，尚待增发国债、超长期特别国债、PSL、大规模设备投资和消费品以旧换新、房地产三大工程等政策的进一步推进落实后，中枢有望得到一定抬升。货币政策上，虽然3月MLF缩量续作，但后续财政扩张下年内降准仍有空间；2月LPR调降后或能促进信贷增加，进一步降息的空间或等待汇率压力减轻。
- **M2M1剪刀差再次扩大，经济活力仍有待改善。**M2增速在基数抬升下持平前值，一方面2月财政存款少增8356亿元，财政投放力度较大；另一方面非银存款同比多增16737亿元；企业存款同比大幅多增，居民存款同比大幅增加，源于企业发放奖金可能集中在2月，此外企业存款同比多增幅度略大主要受去年同期的高基数影响。M1增速回落至2022年1月以来新低，春节错位是影响1-2月M1增速忽上忽下的主要原因，但其绝对水平仍位于相对低位，反映存款定期化现象仍存，经济活力仍有待改善。
- **春节以及疫情放开后需求集中释放对基数影响较大。**2月人民币贷款以及社融中分项中，仅企业中长期贷款以及信托贷款同比多增，其余均弱于去年同期。春节错位本身就会影响金融数据的波动，叠加去年同期疫情放开后需求的集中释放，加剧了错位的影响。以1-2月合并来衡量金融数据的强弱有其合理性。
- **居民贷款表现仍偏弱。**1-2月合并来看，居民贷款新增3894亿元，同比少增759亿元。其中短期贷款减少1340亿元，同比多减2899亿元，形成明显拖累，一方面或与去年集中投放的居民经营贷款到期有关，另一方面也反映了居民消费仍然不强；中长期贷款新增5234亿元，同比多增2140亿元，前2个月平均月新增2600亿元左右，仍较以往有明显差距，与1-2月30城销售面积累计同比-39.17%相印证，也反映出地产压力仍较大。
- **企业中长期贷款延续开门红。**1-2月合并来看，企业贷款新增54300亿元，同比少增8600亿元。其中表现较强的是企业中长期贷款，在去年同期超高基数的情况下仅同比少增100亿元，开门红的效应明显，同时或也继续反映出PSL、增发国债项目配套融资需求的带动。短期融资方面，短期贷款新增19900亿元，同比少增985亿元，表现尚可；主要拖累来自于票据融资，2月减少2767亿元，1-2月合并减少12500亿元，同比多减7384亿元，中长期贷款表现较好的情况下，票据融资冲量需求下降，同时在流动性相对充裕的情况下也具有防空转的诉求。
- **非银贷款高增，是股市走强的反映特征。**2月非银贷款新增4045亿元，为2015年7月以来最高，是社融口径（+1.45万亿元）与金融机构口径下（+9799亿元）新增人民币贷款的主要差异所在。从历史规律来看，这与2月股市走强有较为明显的关系。
- **企业债券融资支撑社融，政府债券发行节奏偏慢形成拖累。**春节错位下，2月企业债券融资环比明显回落，但1-2月合并来看仍然同比多增1293亿元，是主要支撑项。非标融资1-2月合并新增2721亿元，同比少增684亿元，信托支撑，委托贷款、未贴现银行承兑汇票拖累。外币贷款1-2月合并新增980亿元，2月环比回落较多，持续性有待进一步观察。开年以来政府债券发行节奏偏慢，1-2月合并新增8958亿元，同比少增3320亿元，由于5000亿

元增发国债资金的留存使用，为平滑资金的使用，今年专项债发行节奏可能有所后置，短期政府债券融资可能是社融的拖累项，但这并不意味着财政支出力度的减弱。

- **风险提示：稳增长政策落地不及预期；房地产、地方政府债务风险处置不及预期。**

## 正文目录

1. M2M1 剪刀差再次扩大，经济活力仍有待改善 .....	5
2. 居民贷款偏弱、企业中长期贷款延续开门红 .....	5
3. 企业债券融资支撑社融，政府债券发行节奏偏慢形成拖累 .....	7
4. 核心观点 .....	7
5. 风险提示 .....	8

## 图表目录

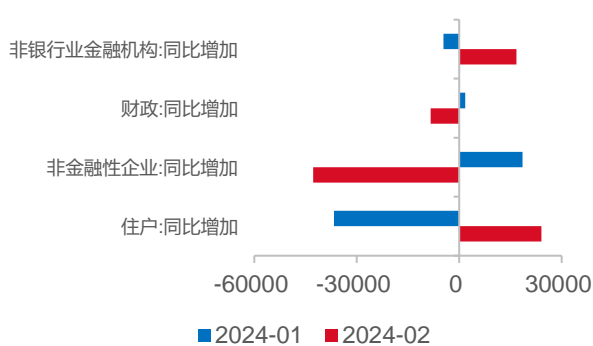
图 1 2/1 月存款同比多增结构, 亿元.....	5
图 2 M2 与 M1 同比及剪刀差, %, % .....	5
图 3 2/1 月人民币贷款同比多增结构, 亿元.....	6
图 4 企业中长期贷款季节性规律 (1-2 月合并), 亿元.....	6
图 5 居民中长期贷款季节性规律 (1-2 月合并), 亿元.....	6
图 6 30 大中城市商品房销售面积及同比, 万平方米, %.....	6
图 7 居民短期贷款季节性规律 (1-2 月合并), 亿元 .....	6
图 8 非银贷款, 亿元 .....	6
图 9 新增社融规模及存量同比, 亿元, %.....	7
图 10 2/1 月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元.....	7
图 11 企业债券融资季节性规律 (1-2 月合并), 亿元 .....	7
图 12 政府债券融资季节性规律 (1-2 月合并), 亿元 .....	7

**事件:** 3月15日, 央行发布2024年2月金融数据。2月M2同比8.7%, 前值8.7%, M1同比1.2%, 前值5.9%。新增人民币贷款4.92万亿元, 同比少增3600亿元。社会融资规模增量15583亿元, 同比少增1.6万亿元。社融存量增速为9.0%, 前值9.5%。

## 1.M2M1剪刀差再次扩大, 经济活力仍有待改善

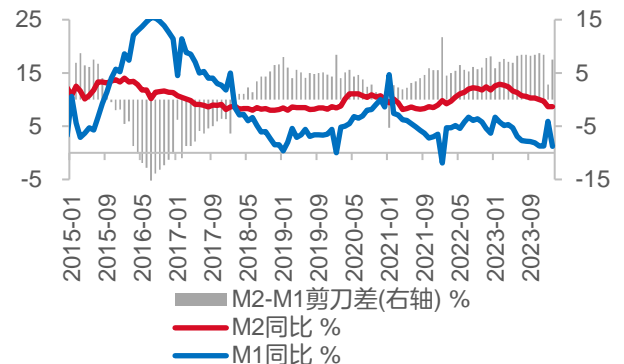
M2M1剪刀差再次扩大, 经济活力仍有待改善。M2增速在基数抬升下持平前值, 一方面2月财政存款少增8356亿元, 财政投放力度较大; 另一方面非银存款同比多增16737亿元; 企业存款同比大幅多减, 居民存款同比大幅增加, 源于企业发放奖金可能集中在2月, 此外企业存款同比多减幅度略大主要受去年同期的高基数影响。M1增速回落至2022年1月以来新低, 春节错位是影响1-2月M1增速忽上忽下的主要原因, 但其绝对水平仍位于相对低位, 反映存款定期化现象仍存, 经济活力仍有待改善。

图1 2/1月存款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 M2与M1同比及剪刀差, %, %



资料来源: 央行, 东海证券研究所

## 2.居民贷款偏弱、企业中长期贷款延续开门红

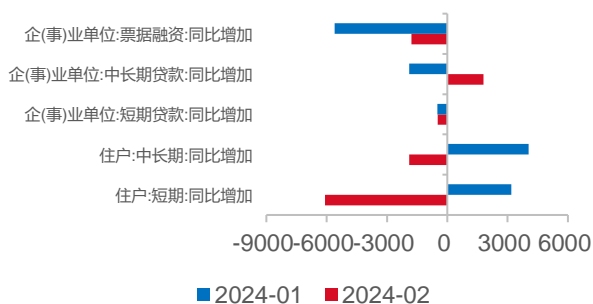
春节以及疫情放开后需求集中释放对基数影响较大。2月人民币贷款以及社融中分项中, 仅企业中长期贷款以及信托贷款同比多增, 其余均弱于去年同期。春节错位本身就会影响金融数据的波动, 叠加去年同期疫情放开后需求的集中释放, 加剧了错位的影响。以1-2月合并来衡量金融数据的强弱有其合理性。

居民贷款表现仍偏弱。1-2月合并来看, 居民贷款新增3894亿元, 同比少增759亿元。其中短期贷款减少1340亿元, 同比多减2899亿元, 形成明显拖累, 一方面或与去年集中投放的居民经营贷款到期有关, 另一方面也反映了居民消费仍然不强; 中长期贷款新增5234亿元, 同比多增2140亿元, 前2个月平均月新增2600亿元左右, 仍较以往有明显差距, 与1-2月30城销售面积累计同比-39.17%相印证, 也反映出地产压力仍较大。

企业中长期贷款延续开门红。1-2月合并来看, 企业贷款新增54300亿元, 同比少增8600亿元。其中表现较强的是企业中长期贷款, 在去年同期超高基数的情况下仅同比少增100亿元, 开门红的效应明显, 同时或也继续反映出PSL、增发国债项目配套融资需求的带动。短期融资方面, 短期贷款新增19900亿元, 同比少增985亿元, 表现尚可; 主要拖累来自于票据融资, 2月减少2767亿元, 1-2月合并减少12500亿元, 同比多减7384亿元, 中长期贷款表现较好的情况下, 票据融资冲量需求下降, 同时在流动性相对充裕的情况下也具有防空转的诉求。

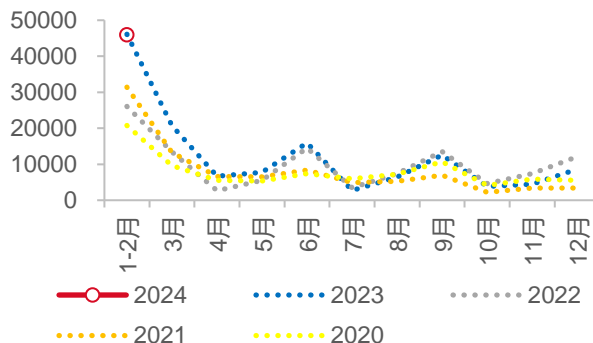
非银贷款高增，是股市走强的反映特征。2月非银贷款新增4045亿元，为2015年7月以来最高，是社融口径(+1.45万亿元)与金融机构口径下(+9799亿元)新增人民币贷款的主要差异所在。从历史规律来看，这与2月股市走强有较为明显的关系。

图3 2/1月人民币贷款同比多增结构，亿元



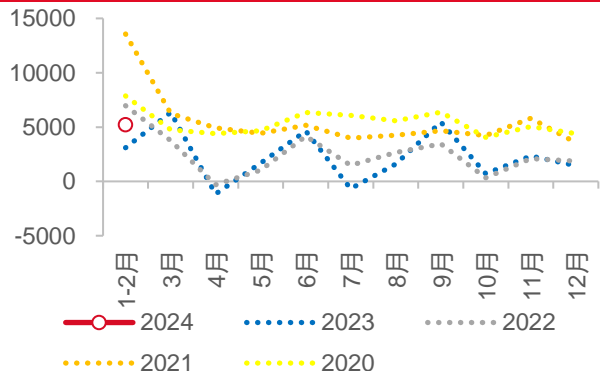
资料来源：央行，东海证券研究所

图4 企业中长期贷款季节性规律（1-2月合并），亿元



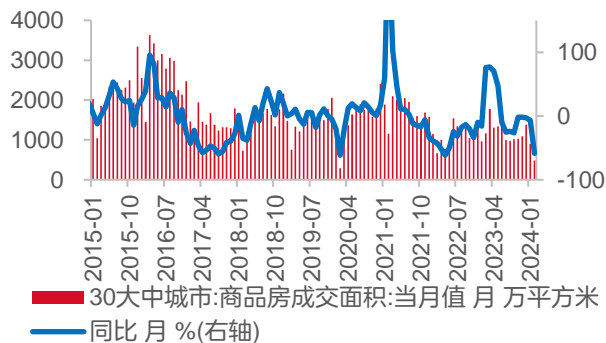
资料来源：央行，东海证券研究所

图5 居民中长期贷款季节性规律（1-2月合并），亿元



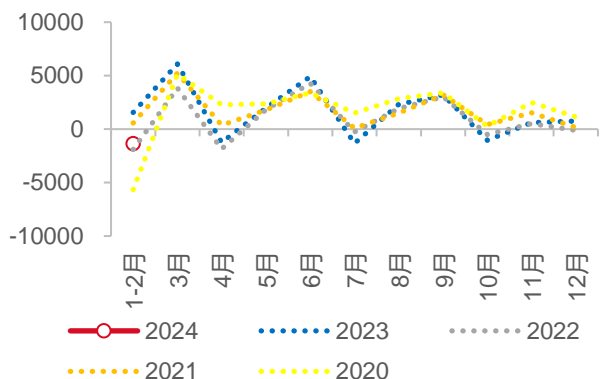
资料来源：央行，东海证券研究所

图6 30大中城市商品房销售面积及同比，万平方米，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图7 居民短期贷款季节性规律（1-2月合并），亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图8 非银贷款，亿元

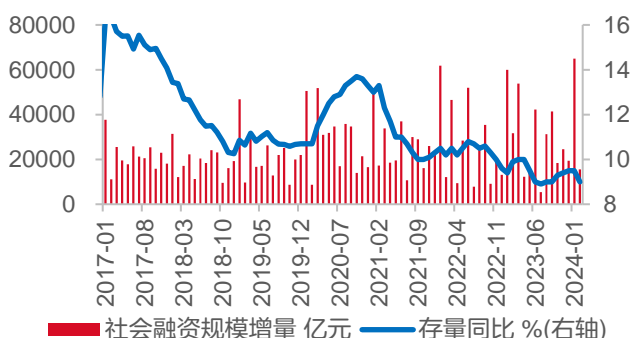


资料来源：央行，东海证券研究所

### 3.企业债券融资支撑社融，政府债券发行节奏偏慢形成拖累

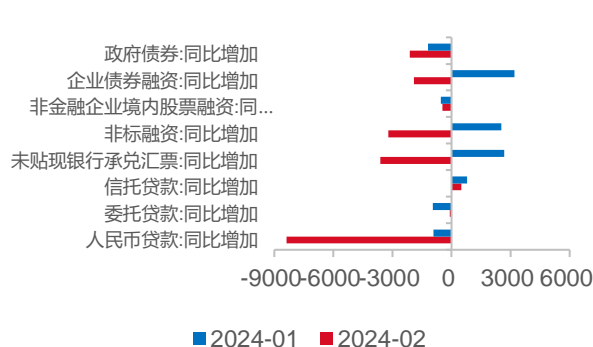
企业债券融资支撑社融，政府债券发行节奏偏慢形成拖累。春节错位下，2月企业债券融资环比明显回落，但1-2月合并来看仍然同比多增1293亿元，是主要支撑项。非标融资1-2月合并新增2721亿元，同比少增684亿元，信托支撑，委托贷款、未贴现银行承兑汇票拖累。外币贷款1-2月合并新增980亿元，2月环比回落较多，持续性有待进一步观察。开年以来政府债券发行节奏偏慢，1-2月合并新增8958亿元，同比少增3320亿元，由于5000亿元增发国债资金的留存使用，为平滑资金的使用，今年专项债发行节奏可能有所后置，短期政府债券融资可能是社融的拖累项，但这并不意味着财政支出力度的减弱。

图9 新增社融规模及存量同比，亿元，%



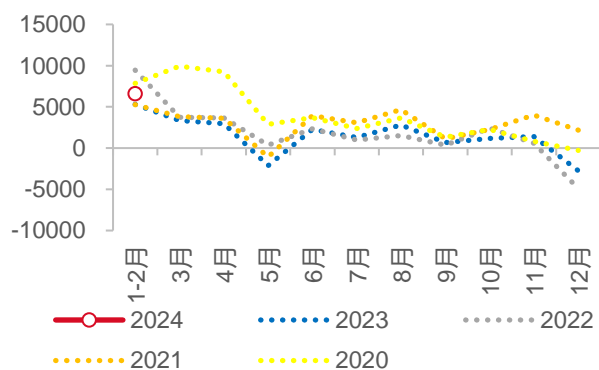
资料来源：央行，东海证券研究所

图10 2/1月社融规模同比多增结构，亿元，亿元



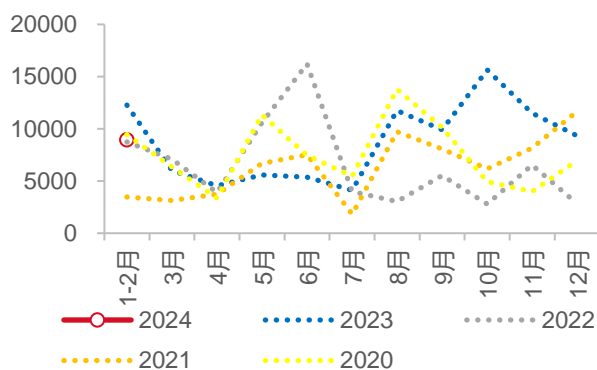
资料来源：央行，东海证券研究所

图11 企业债券融资季节性规律（1-2月合并），亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图12 政府债券融资季节性规律（1-2月合并），亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

### 4.核心观点

总的来看，金融数据低于预期，春节错位对前两个月数据的波动造成较大影响，合并来看总量虽然欠佳，但结构上企业中长期贷款仍是亮点。M1仍是反映资金活化的重要指标，尚待增发国债、超长期特别国债、PSL、大规模设备投资和消费品以旧换新、地产三大工程等政策的进一步推进落实后，中枢有望得到一定抬升。货币政策上，虽然3月MLF缩量续作，但后续财政扩张下年内降准仍有空间；2月LPR调降后或能促进信贷增加，进一步降息的空间或等待汇率压力减轻。

## 5.风险提示

稳增长政策落地不及预期，可能会导致经济恢复不及预期。

房地产、地方政府债务风险处置不及预期，导致系统性风险产生。



## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

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注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089