

## 企业中长贷余额增速企稳

### 2024年2月社融数据点评 (2024年03月16日)

## 点 评 报 告

证券研究报告

尹睿哲

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523120003

yinrz@essence.com.cn

■ **春节错位叠加高基数影响，2月社融同比大幅回落。**1月社融超预期“开门红”后，2月新增社融大幅回落至1.5万亿，同比少增1.6万亿，少增规模为历史同期新高。此外，本月社融存量增速也大幅回落5个百分点至9.0%。

■ **人民币贷款由企业中长贷和非银部门贡献。**今年2月新增人民币贷款同比少增3600亿，结构上：①2月非银部门新增人民币贷款4045亿，贡献了近30%的人民币贷款增量；而非银机构贷款冲高情况较为少见，偶发现象后续大概率难以持续。②本月企业部门新增贷款中仅企业中长贷实现同比多增，贡献了80%多的人民币贷款增量，其余分项均同比少增。③2月居民部门贷款再度负增长，居民部门活力仍然不足。

■ **春节错位导致M1增速快速下行。**今年春节假期在2月中旬，企业的支付结算等活动可能均发生在2月，导致本月M1明显回落；而2023年春节假期在1月下旬，企业支付结算在1月已经完成，M1在2023年1月大幅回落后、2月已经恢复“正常”，这使得今年1月M1同比增速的基数较低、而2月的基数则较高。因此，春节错位影响下本月M1增速快速下行4.7个百分点至1.2%。

■ **展望后续债市，我们从社融的角度提示以下两点：**

企业中长贷止住快速下行趋势，社融结构指标连续回升。2月企业中长贷余额增速基本持平1月，已经止住了2023年5月以来连续快速下行的趋势。同时，社融结构指标也连续两个月上行，阶段性结束了2023年6月以来的下滑态势，后续关注两个指标持续回升的可能性。

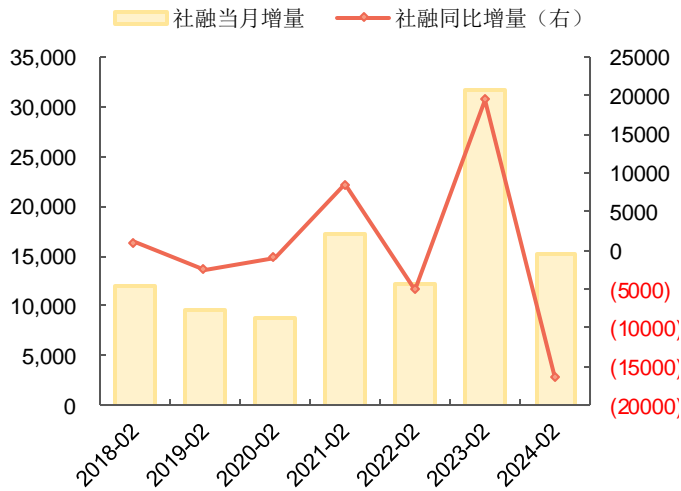
资金定价略有偏离，短期难以实现有效突破。3月15日央行续作MLF时的措辞“全额满足了金融机构需求”显示，市场流动性应该仍维持在合理充裕的水平；且从资金利率运行情况来看，3月资金利率基本围绕政策利率上下波动，流动性整体较为均衡。后续央行大概率会维持当前的货币政策态度，并且“把握好利率、汇率内外均衡”；预计资金利率短时间或依然“胶着”、围绕政策利率震荡，难以出现向上或向下的明显突破。

■ **综上，2月社融在春节错位叠加高基数的影响下大幅回落，同比少增规模创历史新低；新增人民币贷款整体结构不佳，但企业中长贷依然实现了同比多增。存量增速方面，社融存量增速大幅下滑5个百分点至9.0%；M1也在春节错位影响下快速回落4.7个百分点至1.2%。展望后市，需注意两点，一是企业中长贷余额增速、社融结构指标回升的可能性；二是虽然资金利率或已偏离社融角度的定价，但在央行态度、及内外均衡目标的约束下，短期内资金利率或难出现明显突破。**

■ **风险提示：历史经验参考性降低、海外市场波动超预期**

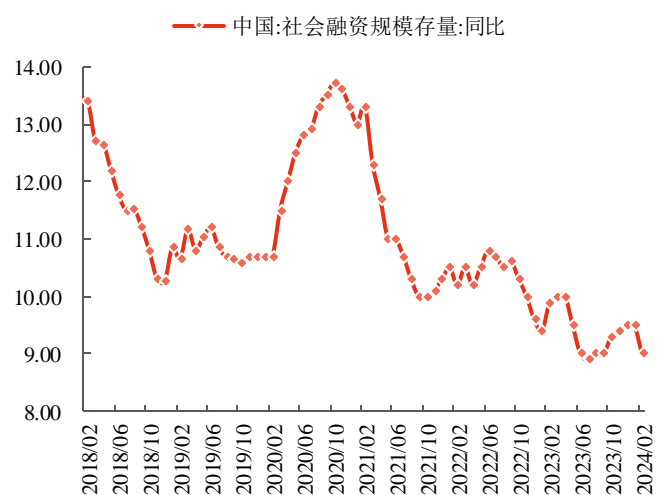
春节错位叠加高基数影响，2月社融同比大幅回落。1月社融超预期“开门红”后，2月新增社融大幅回落至1.5万亿，同比少增1.6万亿。仅从单月增量来看，2018年至2023年期间2月新增社融均值约为1.52万亿，以此来衡量，今年2月新增社融规模表现不算太差，基本与过去5年均值持平。但从同比增量角度来看，2月少增规模则为历史同期新高，原因之一或在于去年春节落在1月，2023年2月已全面复工，且彼时新增社融达到3.16万亿，基数较高；而今年春节落在2月，且春节假期长达8天，月内有效工作日较少。因此高基数叠加春节错位影响下，本月新增社融同比大幅回落。此外，本月社融存量增速也大幅回落5个百分点至9.0%。总体来看，社融总量表现较去年同期明显偏弱。

图1. 2月社融同比少增规模为历史同期新高（亿）



资料来源：国投证券研究中心，Wind

图2. 2月存量社融增速大幅回落5个百分点（%）



资料来源：国投证券研究中心，Wind

表1: 2月社融表现较去年同期明显偏弱

单位: 亿元			同比	环比	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07
社融	表内融资		-8,704	-39,600	9,790	49,390	10,457	10,763	4,989	24,786	13,211	25
	人民币贷款		-8,411	-38,602	9,799	48,401	11,092	11,120	4,837	25,369	13,412	364
	外币贷款		-319	-998	-9	989	-635	-357	152	-583	-201	-339
	表外融资		-3,207	-9,295	-3,287	6,008	-1,561	13	-2,572	3,007	1,005	-1,725
	委托贷款		-94	188	-171	-359	-43	-386	-429	208	97	8
	信托贷款		505	-161	571	732	347	197	393	402	-221	230
	未贴现银票		-3,618	-9,322	-3,687	5,635	-1,865	202	-2,536	2,397	1,129	-1,963
	直接融资		-4,489	-322	7,882	8,204	7,091	13,259	17,137	10,896	15,583	6,185
	企业债券		-1,905	-3,078	1,757	4,835	-2,741	1,388	1,178	650	2,788	1,290
	股票		-457	-308	114	422	508	359	321	326	1,036	786
	政府债券		-2,127	3,064	6,011	2,947	9,324	11,512	15,638	9,920	11,759	4,109
	其他融资		-	-	-	271	2,069	-613	-2,103	1,627	461	106
	ABS		-	-	-	-203	-278	-1,355	-2,530	-172	-135	-296
	贷款核销		-	-	-	474	2,347	742	427	1,799	596	402
<b>社融增量</b>			<b>-16,027</b>	<b>-49,434</b>	<b>15,583</b>	<b>65,017</b>	<b>19,326</b>	<b>24,554</b>	<b>18,441</b>	<b>41,326</b>	<b>31,279</b>	<b>5,366</b>
			<b>同比</b>	<b>环比</b>	<b>2024-02</b>	<b>2024-01</b>	<b>2023-12</b>	<b>2023-11</b>	<b>2023-10</b>	<b>2023-09</b>	<b>2023-08</b>	<b>2023-07</b>
人民币贷款	企业		-400	-22,900	15,700	38,600	8,916	8,221	5,163	16,834	9,488	2,378
	票据融资		-1,778	6,966	-2,767	-9,733	1,497	2,092	3,176	-1,500	3,472	3,597
	短期		-485	-9,300	5,300	14,600	-635	1,705	-1,770	5,686	-401	-3,785
	中长期		1,800	-20,200	12,900	33,100	8,612	4,460	3,828	12,544	6,444	2,712

居民	-7,988	-15,708	-5,907	9,801	2,221	2,925	-346	8,585	3,922	-2,007
短期	-6,086	-8,396	-4,868	3,528	759	594	-1,053	3,215	2,320	-1,335
中长期	-1,901	-7,310	-1,038	6,272	1,462	2,331	707	5,470	1,602	-672
非银	3,872	3,796	4,045	249	94	-207	2,088	-1,844	-358	2,170
<b>人民币贷款增量</b>	<b>-3,600</b>	<b>-34,700</b>	<b>14,500</b>	<b>49,200</b>	<b>11,700</b>	<b>10,900</b>	<b>7,384</b>	<b>23,100</b>	<b>13,600</b>	<b>3,459</b>

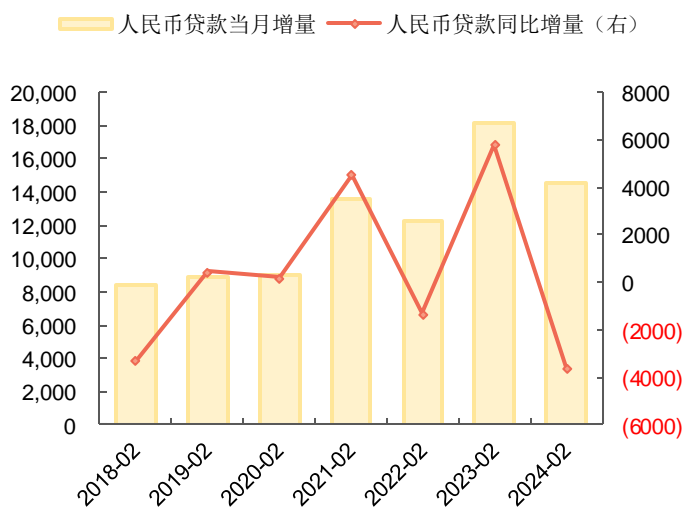
资料来源：国投证券研究中心，Wind

新增部分由企业中长贷和非银部门贷款贡献。今年 2 月新增人民币贷款 1.45 万亿，同比少增 3600 亿，同比少增规模为 2018 年以来新高。分部门来看，有以下几方面特征：

- ① **非银部门贷款贡献了近 30% 的人民币贷款增量。** 2 月非银部门新增人民币贷款 4045 亿，新增规模为历史次高；同比多增 3872 亿，同比多增规模仅次于 2018 年 1 月和 2015 年 7 月。若剔除非银部门的贷款增量以衡量 2 月人民币贷款对实体经济的“直接”支持力度，2 月新增人民币贷款将降低至 1.05 万亿、同比回落幅度将达到近 7500 亿。可见 2 月本就偏弱的新增人民币贷款中还有近 30% 的增量是由非银部门贷款贡献的。非银机构贷款冲高情况较为少见，偶发现象后续大概率难以持续。

此外，历史上非银机构人民币贷款的余额同比增速与 Shibor 3M 走势呈负相关性，可能的原因或在于银行发放给非银金融机构的贷款增速较高时，说明市场上无论是银行还是非银机构的流动性都相对充裕，因此 Shibor 倾向于下行。

图3. 2月人民币贷款同比少增规模为18年以来新低(亿)



资料来源：国投证券研究中心，Wind

图4. 非银部门贷款增速与Shibor走势负相关



资料来源：国投证券研究中心，Wind

- ② **企业中长贷仍实现同比多增。** 本月企业部门新增贷款 1.57 万亿，同比小幅少增 400 亿；其中仅企业中长贷实现同比多增，其余分项均同比少增。新增票融规模延续负增，2 月新增 -2767 亿，票据融资存量规模继续压缩；企业短贷新增 5300 亿、同比少增 485 亿；仅企业中长贷在较高基数背景下依然实现同比多增，本月企业中长贷同比多增 1800 亿至 1.29 万亿，新增规模为历史同期新高，贡献了 80% 多的人民币贷款增量。

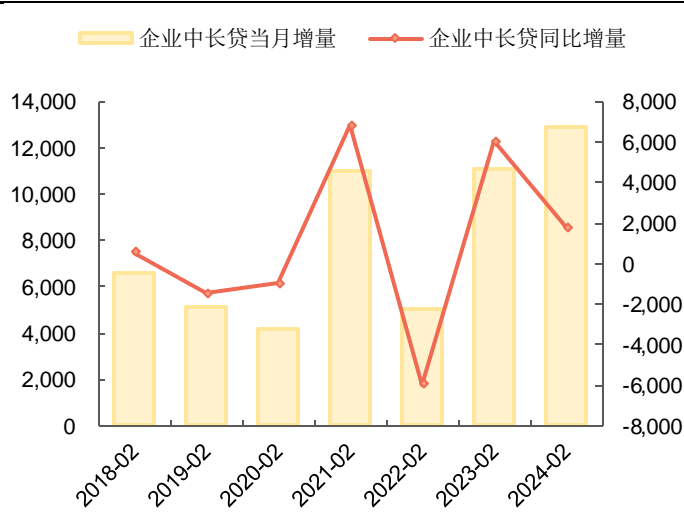
企业中长贷在整体信贷偏弱的 2 月表现依然较好的原因可能在于，近期政策不断强调优化信贷结构、加大对重点薄弱领域的金融支持，年初金融监督管理总局副局长在新闻发布会上也提到“鼓励与生产经营周期相匹配的中长期贷款”。

图5. 票据融资存量规模延续压缩



资料来源：国投证券研究中心，Wind

图6. 2月企业中长贷在较高基数下仍然同比多增（亿）

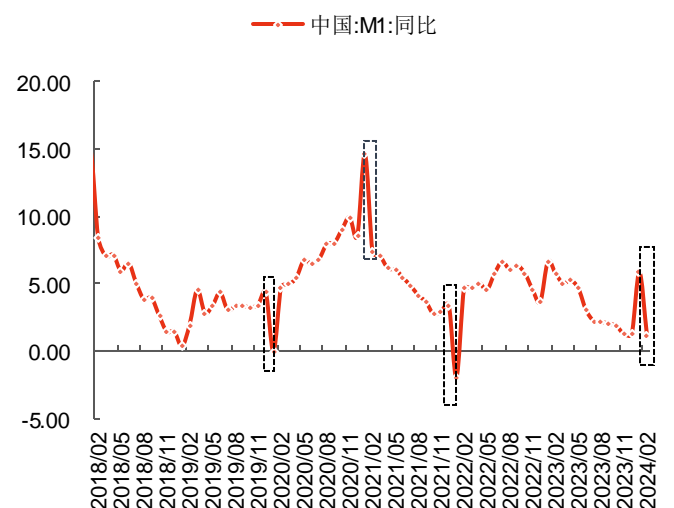


资料来源：国投证券研究中心，Wind

③ 居民部门贷款再度负增长。继1月大幅回升后，2月居民部门新增贷款明显回落，新增人民币贷款-5907 亿，同比大幅少增 7988 亿，同比少增规模为历史新低；其中居民短贷、中长贷分别负增 4868 亿、1038 亿，同比少增 6086 亿、1901 亿。说明居民部门活力仍然不足，整体贷款表现偏弱。

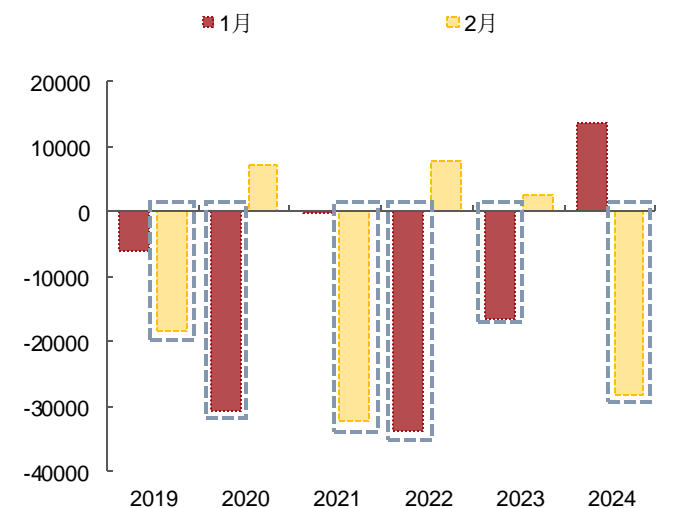
春节错位导致 M1 增速快速下行。今年春节假期在 2 月中旬，企业的工资支付、奖金发放、贷款结算等活动可能均发生在 2 月，导致本月 M1 明显回落；而 2023 年春节假期在 1 月下旬，企业的支付结算活动在 1 月已经完成，M1 在 2023 年 1 月大幅回落后、2 月已经恢复“正常”，这使得今年 1 月 M1 同比增速的基数较低、而 2 月的基数则较高；因此，春节错位影响下本月 M1 增速快速下行 4.7 个百分点至 1.2%。相同的现象也发生在 2022 年 1 月、2021 年 2 月、2020 年 1 月，均因春节错位抬高了基数而导致当月同比增速明显下行。

图7. 2月 M1 增速快速下行（%）



资料来源：国投证券研究中心，Wind

图8. 历年 1-2 月 M1 当月增量（亿元）



资料来源：国投证券研究中心，Wind  
注：蓝色方框为春节月份

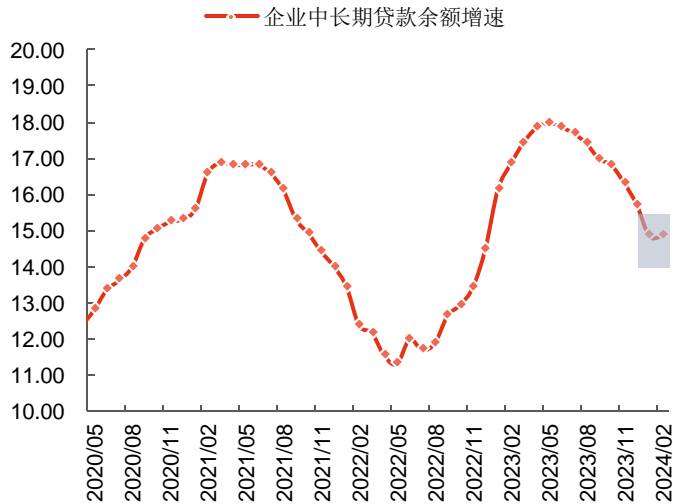
展望后续债市，我们从社融的角度提示以下两点增量信息：

(1) 企业中长贷止住快速下行趋势，社融结构指标连续回升。2月企业中长期贷款余额增速基本持平于1月，为 14.84%，已经止住了 2023 年 5 月以来连续快速下行的趋势。

在前期积极政策落地等待效果验证，以及后续“三大工程”持续推进、专项债和增发国债逐步落地的背景下，需留意企业中长贷是否有拐头向上的迹象。

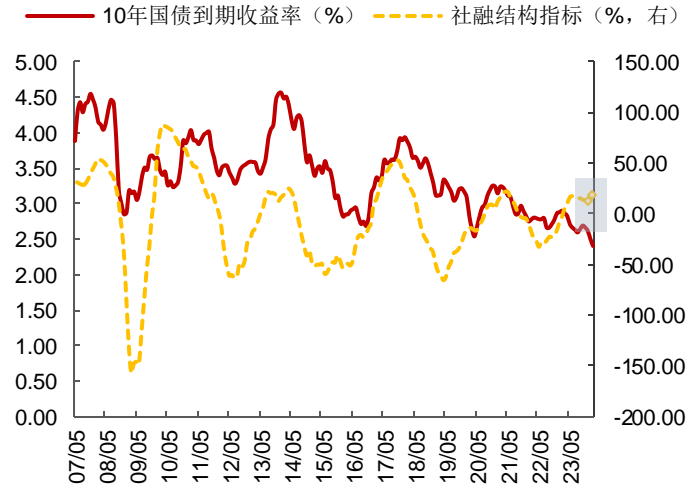
同时，由于近两月票融余额增速不断回落，我们构造的社融结构指标（企业中长贷余额增速-票融余额增速）也连续两个月上行，今年1-2月合计上行5个百分点至18.06%，阶段性结束了2023年6月以来的下滑态势。

图9. 企业中长期贷款增速止住快速下行趋势



资料来源：国投证券研究中心，Wind

图10. 社融结构指标今年初以来合计回升5个百分点

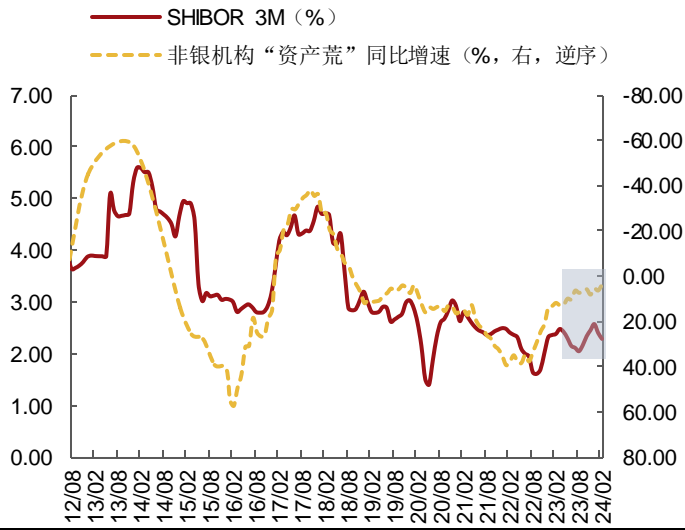


资料来源：国投证券研究中心，Wind

- (2) **资金定价略有偏离，难以实现有效突破。**我们构造的非银机构“资产荒”指标（银行对其他非银金融机构的债权同比增速-委托贷款同比增速-信托贷款同比增速）与3M Shibor 走势具有较好的负相关性。从绝对值来看，此指标自2023年6月以来呈震荡回落态势，2月再度下行2.5个百分点至3.7%；但期间3M Shibor并未随之上行，而是在跨过2023年末后，迅速回落。从两者2016年以来的分位值来看，自2023年二季度两者分位值走势出现分化后，今年以来两者走势再度“反向”。

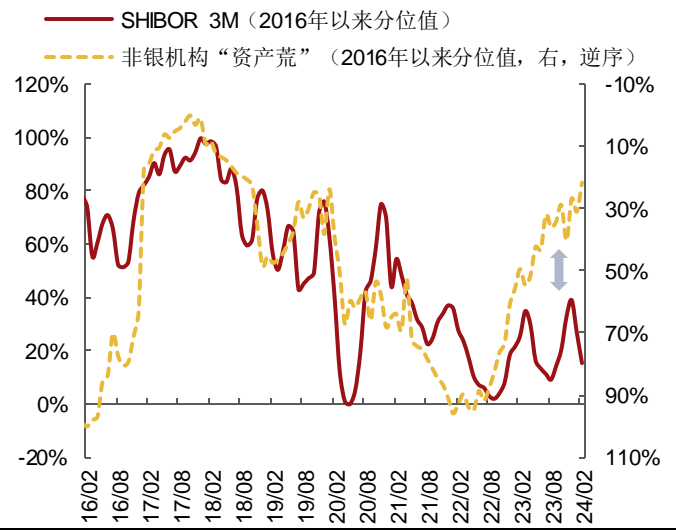
**但央行态度及内外均衡目标约束下，短期内资金或依然“胶着”。**3月15日央行续作MLF时的措辞“全额满足了金融机构需求”显示，市场流动性应该仍维持在合理充裕的水平；且从资金利率运行情况来看，截止3月15日，DR007在3月的运行中枢持平于2月的1.86%，前三个月DR007偏离OMO 7天的幅度也均稳定在6bp左右，资金利率基本围绕政策利率上下波动，流动性整体较为均衡。后续央行大概率会维持当前的货币政策态度，并且“把握好利率、汇率内外均衡”；预计资金利率短时间或依然“胶着”、围绕政策利率震荡，难以出现向上或向下的明显突破。

图11. 非银机构“资产荒”指标与3M Shibor 走势负相关



资料来源：国投证券研究中心，Wind

图12. 两者分位值近期再度出现分化



资料来源：国投证券研究中心，Wind

综上，2月社融在春节错位叠加高基数的影响下大幅回落，同比少增规模创历史新低；新增人民币贷款整体结构不佳，但企业中长贷依然实现了同比多增。存量增速方面，社融存量增速大幅下滑5个百分点至9.0%；M1也在春节错位影响下快速回落4.7个百分点至1.2%。展望后市，需注意两点，一是企业中长贷余额增速、社融结构指标回升的可能性；二是虽然资金利率或已偏离社融角度的定价，但在央行态度、及内外均衡目标的约束下，短期内资金利率或难出现明显突破。

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034