



Research and
Development Center

社融新增不及预期，稳增长仍需政策加码

银行

2024年03月17日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

银行

投资评级 看好

上次评级 看好

廖紫苑 银行业分析师

执业编号：S1500522110005

邮箱：liaoziyuan@cindasc.com

张晓辉 银行业分析师

执业编号：S1500523080008

邮箱：zhangxiaohui@cindasc.com

王筋朝 非银金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

邮箱：wangfangzhao@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

社融新增不及预期，稳增长仍需政策加码

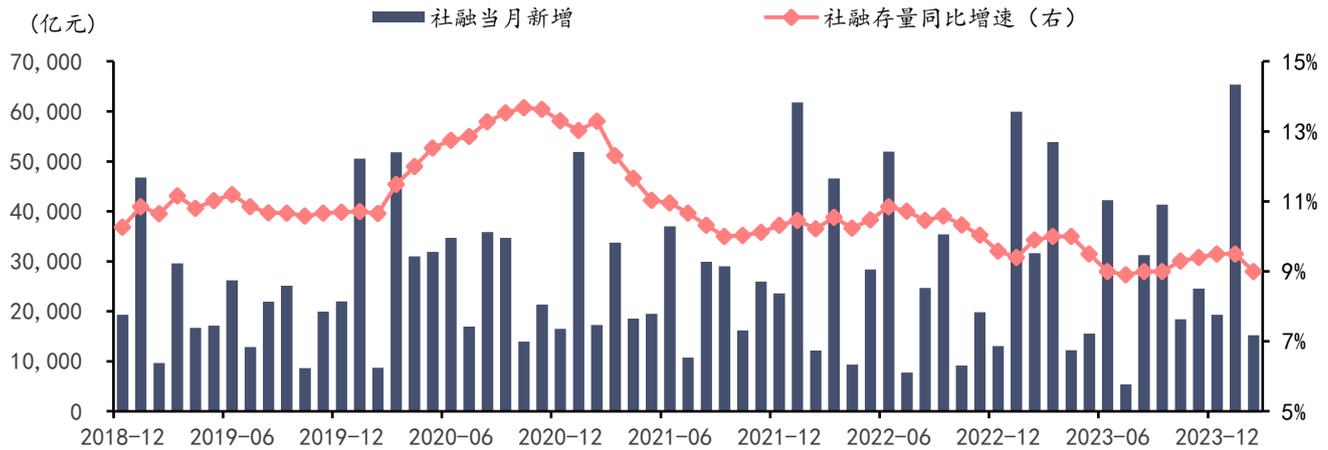
2024年03月17日

本期内容提要：

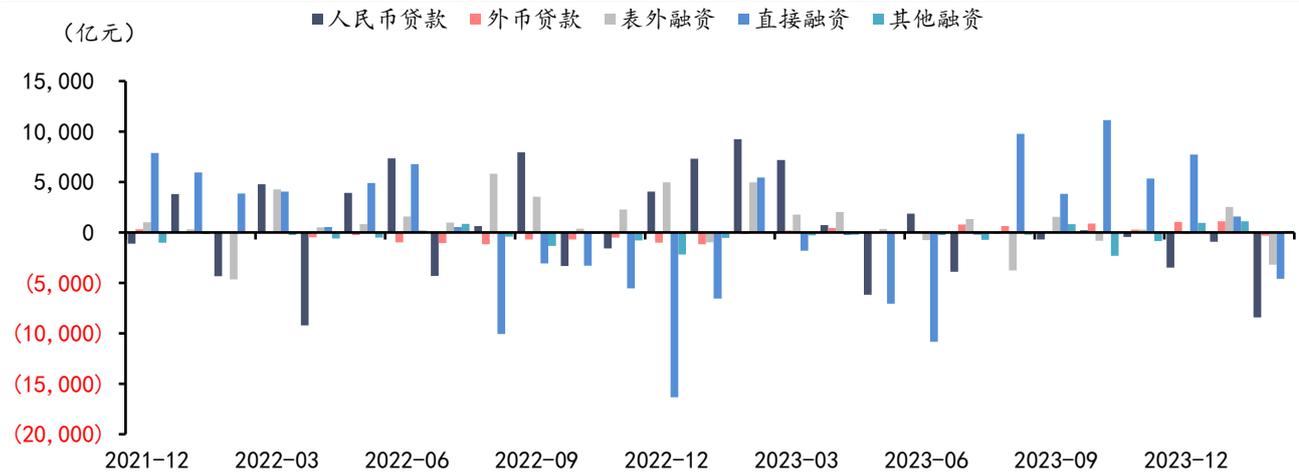
- **社融新增不及预期，存量增速有所下行。**2024年2月社融新增1.52万亿元，不及市场预期（同花顺预测平均值2.36万亿元），同比少1.64万亿元，信贷、直接融资、表外融资均为拖累。2月末社融存量为385.72万亿元，同比增长9%，增速较上月下降0.5pct。考虑到春节错位效应，合计来看1-2月社融累计新增8.06万亿元，处于历史同期次高水平，同比少1.1万亿元，主要源自票据融资和政府债券拖累。
- **2月信贷转弱符合预期，春节错位、平滑信贷或均有影响。**2024年2月人民币贷款增加1.45万亿元，基本符合市场预期（同花顺预测平均值1.49万亿元），同比少增3600亿元。1-2月人民币贷款同比少增3438亿元。**结构上**，2月居民短贷同比少增6086亿元（1-2月同比少增2899亿元）；居民中长贷同比少增1901亿元（1-2月同比多增2140亿元）；企业短贷同比少增485亿元（1-2月同比少增985亿元）；企业中长贷同比多增1800亿元（1-2月同比少增100亿元）；票据融资同比多减1778亿元（1-2月同比多减7384亿元）。由此可见，2月信贷转弱主要源自居民短贷超季节性下滑，且居民中长贷、企业短贷和票据均同比少增，仅企业中长贷同比多增（我们预计与加大“三大工程”、“五篇大文章”等重点领域支持有关）。但结合1-2月数据来看，居民端表现好于2月数据，我们认为，这或与春节错位效应、1月开门红透支、平滑节奏要求下1-2月信贷总量削减等因素有关。
- **直融和表外均同比少增，信托贷款边际支撑。**2024年2月直接融资同比少增4604亿元，其中政府债发行节奏偏慢，同比少增2127亿元；企业债同比少增2020亿元，可能与信贷挤出等因素有关。2月表外融资同比多减3209亿元，其中委托贷款同比多减95亿元；信托贷款同比多增505亿元，或为呵护地产；未贴现银行承兑汇票同比多减3619亿元，在表内票据冲量诉求不高的情况下，或源于企业开票需求下降。
- **存款增速下降，M1回落、M2持平。**2024年2月末人民币存款余额同比增长8.4%，增速比上月末低0.8pct。2月人民币存款增加9600亿元，同比少增1.85万亿元，其中居民存款同比多增2.41万亿元，企业存款同比少4.28万亿元，或源自春节效应下，资金以工资和年终奖等形式流入居民部门；财政存款同比少8356亿元，或源于财政发力；非银存款同比多1.67万亿元，或源于权益市场回暖、存款利率下调影响下，部分资金流向理财产品。M1同比增速较上月回落4.7pct至1.2%、M2增速持平，M2-M1剪刀差走阔，反映出资金活化效率偏低，当前居民和企业信心有待继续恢复，稳增长或仍需呵护。
- **投资建议：高质量发展仍需政策支持，建议把握银行量价新平衡。**2月金融数据显示我国经济修复仍面临一定压力，内生性融资需求和资金活力仍有待进一步提振。由于2024年我国GDP增速预期目标5%左右，CPI目标水平3%左右，总量目标较为积极，我们认为未来财政发力节

奏有望加快，且今年主要经济体货币政策有望转向或使海外制约减弱，国内货币政策放松空间有望被进一步打开，年内降准降息仍有空间，值得期待。对银行而言，未来信贷投放或将聚焦盘活存量、提升效能，“五篇大文章”有望成为金融服务实体经济高质量发展的重点方向，而整体信贷增速中枢或将有所下移。稳经济带来 β ，服务经济高质量发展带来的区域效应或有 α ，继续看好银行板块。建议关注三条主线：1) 基本功扎实+低估值+高股息的全国性银行：农业银行、中信银行、邮储银行。2) 具备亮点的优质区域性银行：齐鲁银行、常熟银行、瑞丰银行。3) 随着政策呵护，基本面预期改善有望带来估值修复的招商银行、平安银行、宁波银行等。

➤ **风险因素：**经济超预期下行；政策出台不及预期；信用风险集中爆发。

图 1：社融当月新增（亿元）和社融存量同比增速


资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 2：社融结构（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

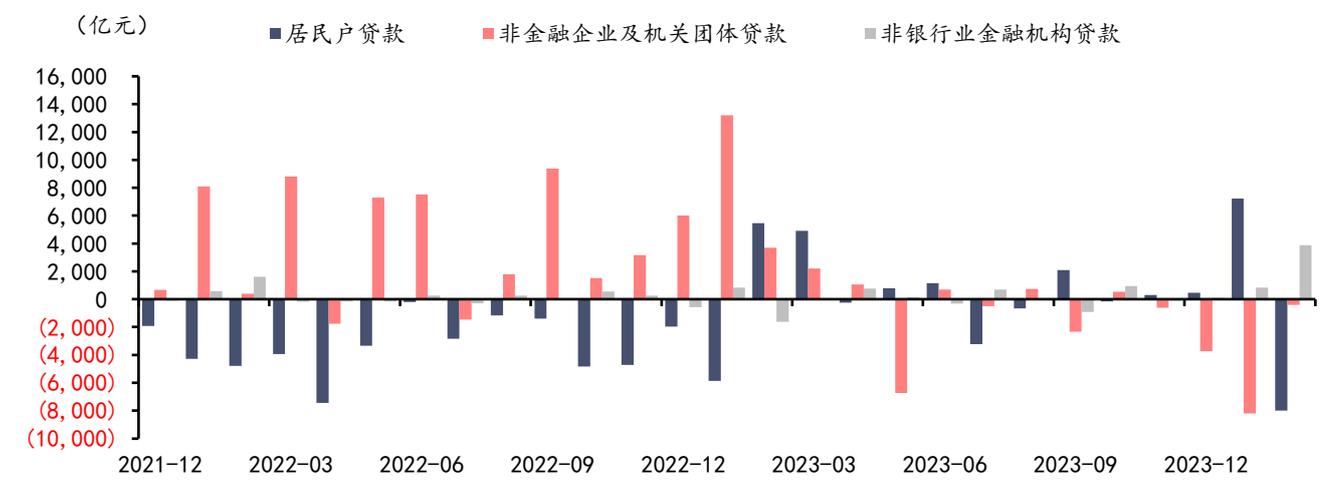
表 1：新增社会融资规模结构

当月值 (亿元)	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02
社会融资规模	41326	18441	24554	19326	65364	15211
人民币贷款	25369	4837	11120	11092	48401	9773
外币贷款	(583)	152	(357)	(635)	989	(9)
委托贷款	208	(429)	(386)	(43)	(359)	(172)
信托贷款	402	393	197	347	732	571
未贴现银行承兑汇票	2397	(2536)	202	(1865)	5636	(3688)
企业债券融资	650	1178	1388	(2741)	4950	1642
非金融企业境内股票融资	326	321	359	508	422	114
政府债券	9920	15638	11512	9324	2947	6011
其他融资	2637	(1113)	519	3339	1646	969
同比多增 (亿元)	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02

社会融资规模	5638	9108	4556	6169	5061	(16399)
人民币贷款	(680)	232	(447)	(3485)	(913)	(8411)
外币贷款	130	876	291	1030	1120	(319)
委托贷款	(1299)	(899)	(298)	58	(943)	(95)
信托贷款	595	454	562	1110	794	505
未贴现银行承兑汇票	2263	(380)	11	(1313)	2673	(3619)
企业债券融资	126	(1235)	784	2325	3312	(2020)
非金融企业境内股票融资	(694)	(467)	(429)	(936)	(542)	(457)
政府债券	4386	12847	4992	6515	(1193)	(2127)
其他融资	812	(2320)	(910)	1040	753	144

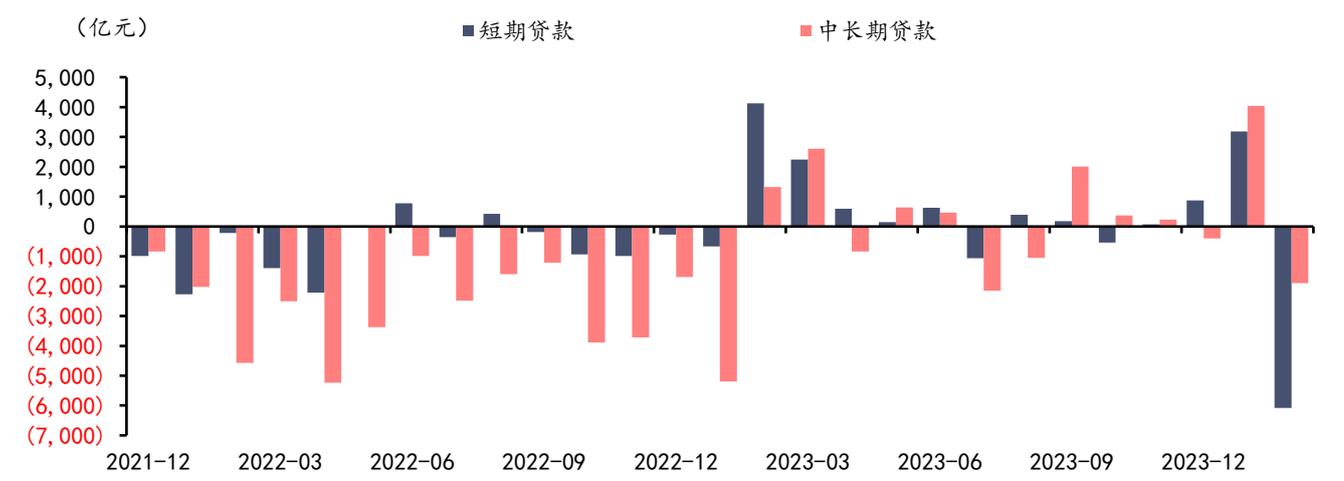
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 3：信贷结构（同比多增）

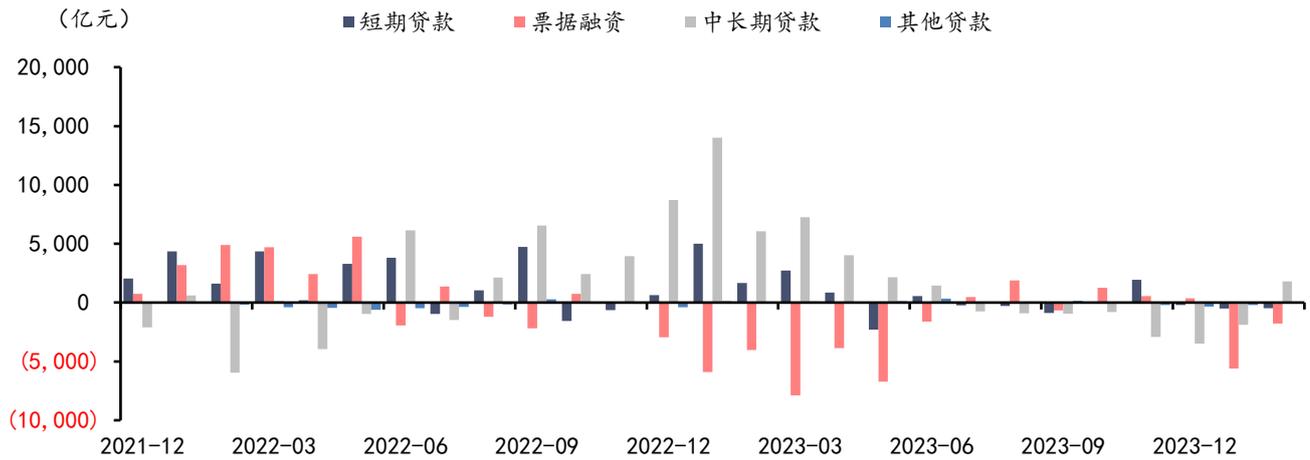


资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 4：信贷结构——居民端（同比多增）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

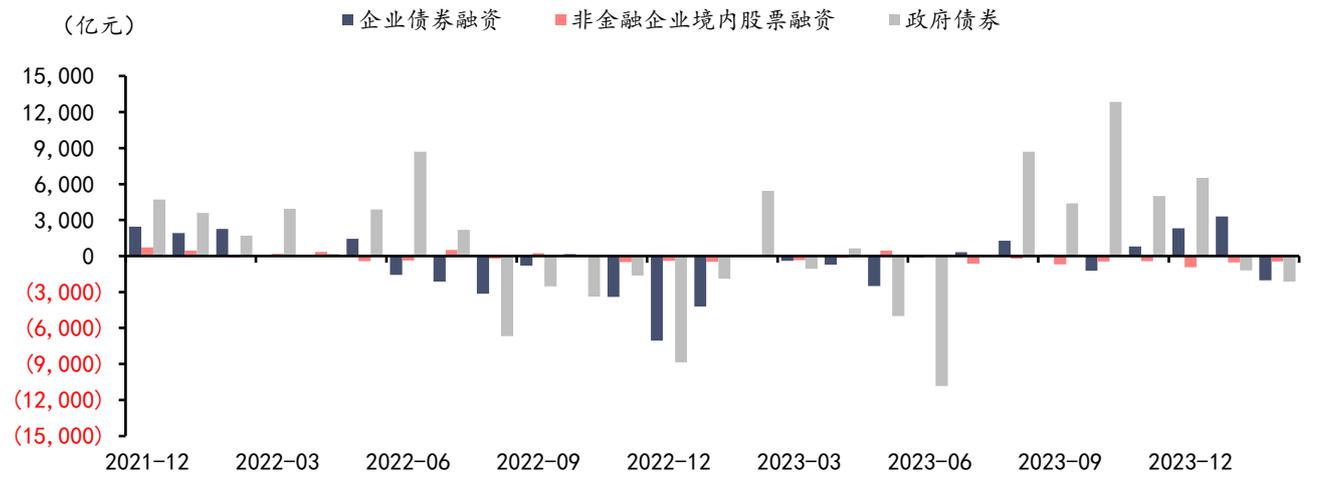
图 5：信贷结构——非金融企业端（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

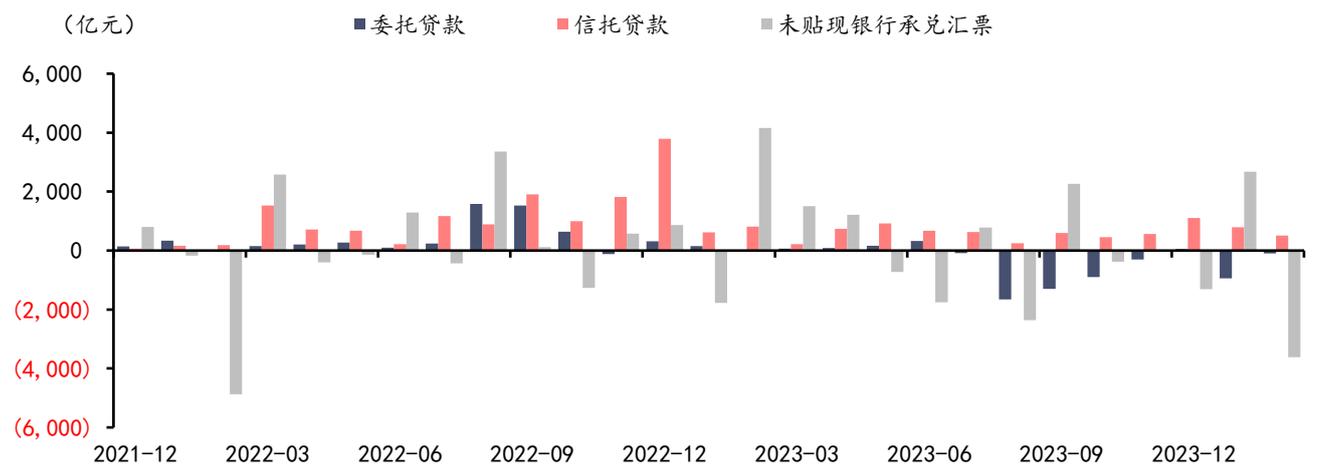
表 2：新增人民币贷款结构

当月值（亿元）	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02
居民户贷款	8585	(346)	2925	2221	9801	(5907)
短期贷款	3215	(1053)	594	759	3528	(4868)
中长期贷款	5470	707	2331	1462	6272	(1038)
非金融企业及机关团体贷款	16834	5163	8221	8916	38600	15700
短期贷款	5686	(1770)	1705	(635)	14600	5300
票据融资	(1500)	3176	2092	1497	(9733)	(2767)
中长期贷款	12544	3828	4460	8612	33100	12900
其他贷款	104	(71)	(36)	(558)	633	267
同比多增（亿元）	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02
居民户贷款	2082	(166)	298	468	7229	(7988)
短期贷款	177	(541)	69	872	3187	(6086)
中长期贷款	2014	375	228	(403)	4041	(1901)
非金融企业及机关团体贷款	(2339)	537	(616)	(3721)	(8200)	(400)
短期贷款	(881)	73	1946	(219)	(500)	(485)
票据融资	(673)	1271	543	351	(5606)	(1778)
中长期贷款	(944)	(795)	(2907)	(3498)	(1900)	1800
其他贷款	159	(12)	(198)	(355)	(194)	63

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 6：直接融资结构（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 7：表外融资结构（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

表 3：表外融资和直接融资结构

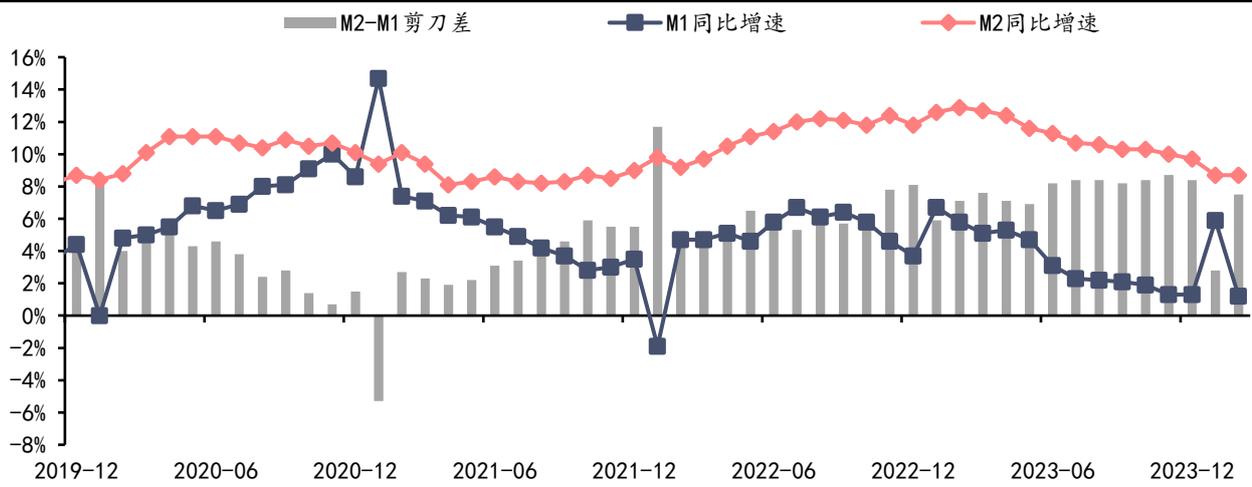
当月值 (亿元)	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02
表外融资	3007	(2572)	13	(1561)	6009	(3289)
委托贷款	208	(429)	(386)	(43)	(359)	(172)
信托贷款	402	393	197	347	732	571
未贴现银行承兑汇票	2397	(2536)	202	(1865)	5636	(3688)
直接融资	10896	17137	13259	7091	8319	7767
企业债券融资	650	1178	1388	(2741)	4950	1642
非金融企业境内股票融资	326	321	359	508	422	114
政府债券	9920	15638	11512	9324	2947	6011
同比多增 (亿元)	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02
表外融资	1558	(825)	275	(142)	2524	(3209)
委托贷款	(1299)	(899)	(298)	58	(943)	(95)
信托贷款	595	454	562	1110	794	505
未贴现银行承兑汇票	2263	(380)	11	(1313)	2673	(3619)
直接融资	3818	11145	5347	7726	1577	(4604)
企业债券融资	126	(1235)	784	2325	3312	(2020)
非金融企业境内股票融资	(694)	(467)	(429)	(936)	(542)	(457)
政府债券	4386	12847	4992	6515	(1193)	(2127)

资料来源：iFind、信达证券研发中心

表 4：新增人民币存款结构

当月值 (亿元)	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02
新增人民币存款	22400	6446	25300	868	54800	9600
居民户存款	25316	-6369	9089	19780	25300	32000
非金融企业存款	2010	-8652	2487	3165	11400	-29900
财政存款	-2127	13700	-3293	-9221	8604	-3798
非银行业金融机构存款	-6650	5068	15700	-5326	5526	11574
其他存款	3851	2699	1317	-7530	3970	-276
同比多增 (亿元)	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02
新增人民币存款	-3895	8312	-4273	-6402	-13900	-18500
居民户存款	1422	-1266	-13411	-9123	-36700	24074
非金融企业存款	-5639	3048	511	2341	18555	-42800
财政存款	2673	2300	388	1636	1776	-8356
非银行业金融机构存款	-3845	3020	9020	2	-4574	16737
其他存款	1489	1188	-708	-1230	7043	-8155

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 8：M1 和 M2 同比增速


资料来源：WIND、信达证券研发中心

研究团队简介

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券，四年银行业研究经验。2022年11月加入信达证券研发中心，从事金融业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

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。