



春节错位效应显著，社融货币扰动加大

——邵宇佳

点评报告

A0205-20240316

2024年2月	M2 同比 (%)	新增人民币贷款 (亿元)
人民银行	8.7	14500
北大国民经济研究中心预测	8.6	17800
wind 市场预测均值	8.7	14337.5
2023年同期值	12.9	18100

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

陈丽娜

黄昱程

邵宇佳

联系人：蔡含篇

联系方式：

010-62767607

gmjjyj@pku.edu.cn



扫描二维码或发邮件订阅
第一时间阅读本中心报告

要点

- 春节错位效应影响，新增社融低于市场预期
- 春节错位影响显著，居民户信贷规模大幅少增
- 春节错位效应，M1 同比增速大幅回落
- 展望未来：信贷需求弱恢复，M2 维持下行趋势

势



内容提要

2024年2月，新增社会融资规模15211亿元，较去年同期少增16399亿元，大幅低于市场预期。整体而言，2月社会融资规模大幅低于市场预期，除了信托贷款小幅同比多增，其余分项均以不同程度的同比少增拖累本月社融规模，尤其是人民币贷款几乎同比少增一半。

2024年2月，新增人民币贷款14500亿元，同比少增3600亿元，超出市场预期。整体而言，2月份新增人民币贷款超出市场预期但依然是同比少增，主要受短期贷款的大幅拖累，尤其是居民户短期信贷大幅少增，而企事业单位基本持平。

2024年2月末，狭义货币（M1）余额66.59万亿元，同比增长1.2%，较上期大幅下降4.7个百分点；广义货币（M2）余额299.56万亿元，同比增长8.7%，较上期持平，符合市场预期。整体而言，春节错位以及万亿国债持续落地使用，M1同比增速大幅下降，但M2同比增速在信贷需求偏弱、财政投入力度加大以及高基数效应的作用下维持低位。

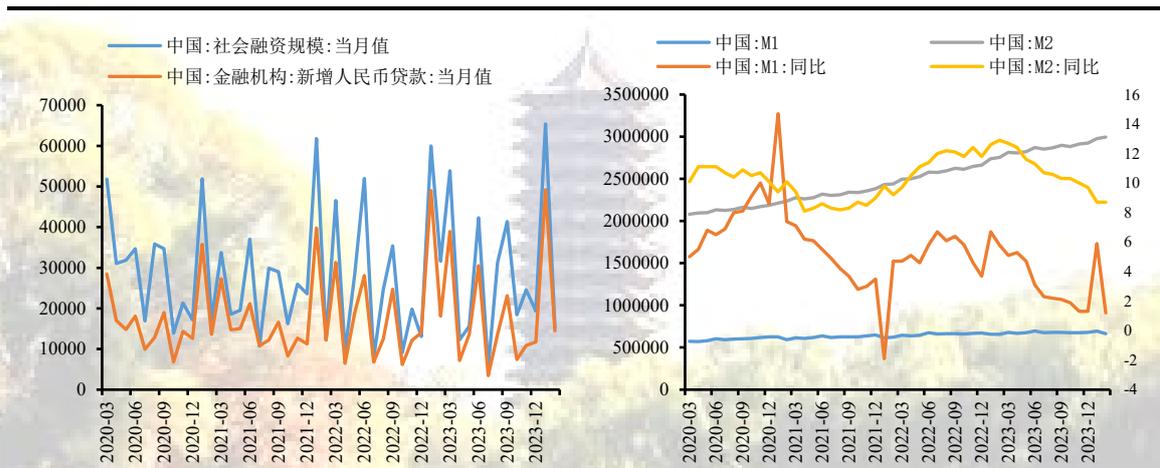


图1 社会融资规模和新增人民币贷款（亿元）

图2 M1和M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

正文

春节错位效应影响，新增社融低于市场预期

2024年2月，新增社会融资规模15211亿元，较去年同期少增16399亿元，大幅低于市场预期。其中，新增人民币贷款9773亿元，同比少增8411亿元；新增外币贷款-9亿元，同比少增319亿元；新增委托贷款-172亿元，同比多减95亿元；新增信托贷款571亿元，同比多增505亿元；新增未贴现银行承兑汇票-3688亿元，同比多减3619亿元；新增债券



融资 1642 亿元，同比少增 2020 亿元；新增股票融资 114 亿元，同比少增 457 亿元；新增政府债券 6011 亿元，同比少增 2127 亿元。整体而言，2 月社会融资规模大幅低于市场预期，除了信托贷款小幅同比多增，其余分项均以不同程度的同比少增拖累本月社融规模，尤其是人民币贷款几乎同比少增一半。

表内融资同比少增 8730 亿元，占本月社融同比少增规模的一半，主要受人民币贷款少增的拖累。自去年以来，人民币贷款则已经出现连续多月同比少增的现象，显示实体融资需求仍需修复，而本月人民币贷款同比再次少增，一方面凸显实体融资并未形成持续性恢复有待政策继续发力，另一方面可能受春节效应的影响导致贷款需求后置。

表外融资同比少增 3209 亿元，是本月社融同比少增的第二大原因，主要受未贴现银行承兑汇票大幅多减 3619 亿元所致。因为 2 月受春节假期的影响，经济数据本身波动较大，导致票据同样出现较大波动，加之实体融资需求本身偏弱使得票据的供给也较弱，而信托贷款依然受去年同期低基数实现多增。

企业直接融资同比少增 2477 亿元，是本月社融同比少增的第三大原因。尽管 2 月企业债券融资同比少增，但从前 2 月来看依然是社融的较大支撑，主要是受 2022 年同期债市舆情事件导致的低基数，以及信用债收益率继续下行，债券融资继续同比多增支撑企业直接融资，但股票融资因当前国内股市依然信心不足所致，表现不足。

政府债券同比少增 2127 亿元，较去年同期发行偏慢，主要是受去年年底前额外增发的 1 万亿国债以及 PSL 资金的支持，政府债券发行节奏可能后置，预计第二季度逐步落地。

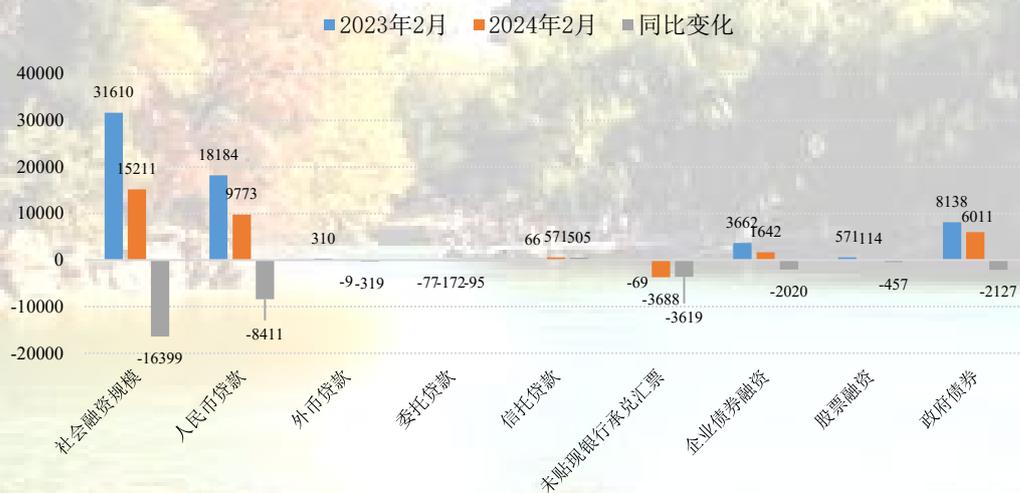


图 3 1 月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

春节错位影响显著，居民户信贷规模大幅少增



2024年2月，新增人民币贷款14500亿元，同比少增3600亿元，超出市场预期。其中，新增短期贷款432亿元，同比少增6571亿元；新增中长期贷款11862亿元，同比少增101亿元；新增票据融资-2767亿元，同比多减1778亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款-5907亿元，同比少增7988亿元，其中新增短期贷款-4868亿元，同比少增6086亿元；新增中长期贷款-1038亿元，同比少增1901亿元；新增企事业单位贷款15700亿元，同比少增400亿元，其中新增短期贷款5300亿元，同比少增485亿元；新增中长期贷款12900亿元，同比多增1800亿元。整体而言，2月份新增人民币贷款超出市场预期但依然是同比少增，主要受短期贷款的大幅拖累，尤其是居民户短期信贷大幅少增，而企事业单位基本持平。

居民户信贷规模同比少增7988亿元，其中短期贷款和中长期贷款均是同比少增，尤其是短期贷款，但从前2月的情况来看，同比少增759亿元。这可能是因为2月春节错位影响所致，但1-2月则因全国各地楼市松绑政策持续落地、低基数以及春节错位效应等作用下表现超出预期，但后续有待进一步政策推动。

企事业单位同比少增400亿元，显示企事业单位加杠杆势头依然偏弱，但中长期贷款实现同比多增，形成支撑，信贷结构继续边际改善，得益于当前各类稳增长政策的推动，但后续还需观察。



图4 1月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

春节错位效应，M1同比增速大幅回落

2024年2月末，狭义货币（M1）余额66.59万亿元，同比增长1.2%，较上期大幅下降4.7个百分点；广义货币（M2）余额299.56万亿元，同比增长8.7%，较上期持平，符合市



市场预期。整体而言，春节错位以及万亿国债持续落地使用，M1 同比增速大幅下降，但 M2 同比增速在信贷需求偏弱、财政投入力度加大以及高基数效应的作用下维持低位。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，2 月末两者的同比增速差为 7.5%，增速剪刀差较上期提高 4.7 个百分点。本月增速差的大幅变动主要因 M1 同比增速大幅下降所致，如节前企业发放薪酬福利将长期存款转为活期存款，而节后活期存款又转为长期存款。自 2023 年以来，M1 和 M2 同比增速均已形成持续性下降的趋势，但本月 M1 受春节错位的影响表现出异常，导致增速剪刀差扩大至高位。由于本月增速差异波动属性较大，但从过去的趋势来看，增速差基本维持在 8%左右的水平，差距依然较大。若仅从本月实际情况而言，显示市场资金活化程度较低。

从社融与 M2 的同比增速差看，2 月末两者的同比增速差为 0.3%，较上期下降 0.5 个百分点，继续维持自 2022 年 4 月以来的由负转正，表明社融扩张速度持续快于货币扩张速度，预示着资金流动性水平较好。去年年底，稳经济政策继续落地生效，万亿国债的发行以及 PSL 的推出，社融规模持续边际修复，同时叠加 M2 同比增速趋势性下滑，使得增速差持续减小并实现了反转，表明资金空转现象得到持续缓解。

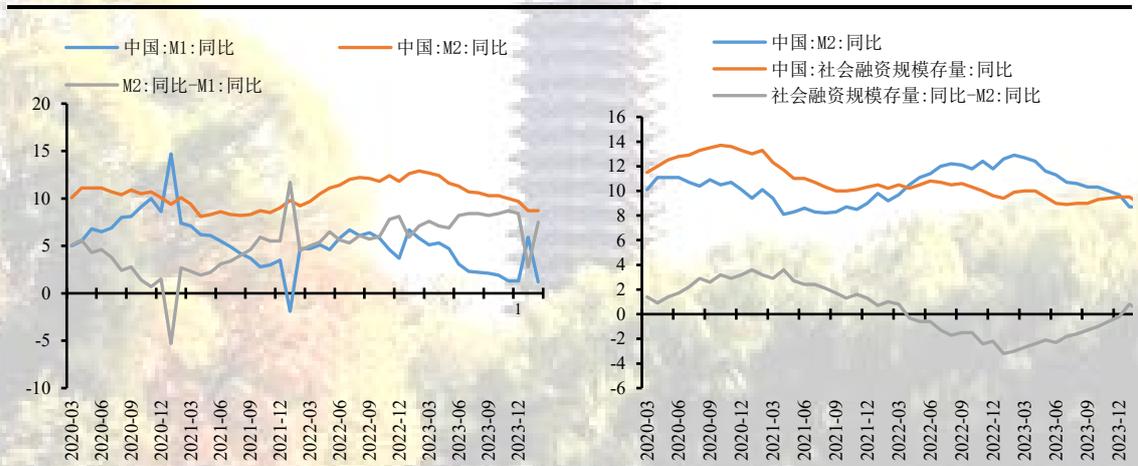


图 5 M1、M2 和 M2-M1 (%)

图 6 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

未来展望：信贷需求弱恢复，M2 维持下行趋势

信贷规模：预计 2024 年上半年信贷规模有望得到政策推动。尽管当前国内需求不足的矛盾较为突出，但受季节效应、去年底政府债券融资、PSL 的影响，2024 年上半年信贷规模仍有支撑因素。考虑到上述政策的有效性时效，后续仍需相应的政策支撑以维系信贷规模。

M2：预计 2024 年上半年 M2 同比增速处于低位。一方面去年同期基数较高，抑制 2024 年的同比增速，另一方面 2024 年上半年信贷需求可能仍处于偏弱期，以及政府债逐步发力，



将共同压低 2024 年前期的 M2 同比增速。全年展望 M2 同比增速呈现 U 型趋势。





北京大学国民经济研究中心简介：

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，挂靠在北京大学经济学院。依托北京大学，重点研究领域包括中国经济波动和经济增长、宏观调控理论与实践、经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。同时，本中心密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动和长期增长纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

中心的研究取得了显著的成果，对中国的宏观经济政策产生了较大影响。其中最具有代表性的成果有：（1）推动了中国人口政策的调整。中心主任苏剑教授从 2006 年开始就呼吁中国应该立即彻底放弃计划生育政策，并转而鼓励生育。（2）关于宏观调控体系的研究：中心提出了包括市场化改革、供给管理和需求管理政策的三维宏观调控体系。（3）关于宏观调控力度的研究：2017 年 7 月，本中心指出中国的宏观调控应该严防用力过猛，这一建议得到了国务院主要领导的批示，也与三个月后十九大报告中提出的“宏观调控有度”的观点完全一致。（4）关于中国经济目标增速的成果。2013 年，刘伟、苏剑经过缜密分析和测算，认为中国每年只要有 6.5% 的经济增速就可以确保就业。此后不久，这一增速就成为中国政府经济增长速度的基准目标。最近几年中国经济的实践也证明了他们的这一测算结果的精确性。（5）供给侧研究。刘伟和苏剑教授是国内最早研究供给侧的学者，他们在 2007 年就开始在《经济研究》等杂志上发表关于供给管理的学术论文。（6）新常态研究。刘伟和苏剑合作的论文“新常态下的中国宏观调控”（《经济科学》2014 年第 4 期）是研究中国经济新常态的第一篇学术论文。苏剑和林卫斌还研究了发达国家的新常态。（7）刘伟和苏剑主编的《寻求突破的中国经济》被译成英文、韩文、俄文、日文、印地文 5 种文字出版。（8）北京地铁补贴机制研究。2008 年，本课题组受北京市财政局委托设计了北京市地铁运营的补贴机制。该机制从 2009 年 1 月 1 日开始被使用，直到现在。

中心出版物有：（1）《原富》杂志。《原富》是一个月度电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，目的是以最及时、最专业、最全面的方式呈现本月国内外主要宏观经济大事并对重点事件进行专业解读。（2）《中国经济增长报告》（年度报告）。该报告主要分析中国经济运行中存在的中长期问题，从 2003 年开始已经连续出版 14 期，是相关年度报告中连续出版年限最长的一本，被教育部列入其年度报告资助计划。（3）系列宏观经济运行分析和预测报告。本中心定期发布关于中国宏观经济运行的系列分析和预测报告，尤其是本中心的预测报告在预测精度上在全国处于领先地位。

免责声明

北京大学国民经济研究中心属学术机构，本报告仅供学术交流使用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供参考，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。

本报告版权仅为本研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。