



宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

信贷平滑投放、财政“弹药”充足

——2024年1-2月金融数据点评

投资要点:

➢ 2024年3月15日人民银行发布2月份金融统计数据,由于2024年与2023年春节分别在2月和1月,春节假期因素对信贷投放等影响较大,我们将1-2月金融数据合并在一起进行观察。从具体分项来看:

(1) 社会融资规模: 1-2月,新增社融8.06万亿,同比少增1.1万亿。截至2月末,社融存量同比增长9%,增速较2023年12月末下降0.5个百分点。从结构上看,人民币信贷是社融同比少增的主要原因,社融口径人民币信贷新增5.8万亿,同比少增9298亿;政府债券融资新增对社融同比拖累也不小,新增8958亿元,同比少增3320亿元;企业债券融资新增6592亿元,同比多增1292亿元;委托、信托贷款合计新增772亿元,同比多增261亿元;未贴现承兑汇票新增1948亿元,同比少增946亿元。

(2) 人民币贷款规模: 1-2月,金融机构口径新增人民币贷款6.37万亿,同比少增3400亿。截至2月末,金融机构人民币贷款余额同比增长10.10%,增速较2023年12月末下降0.5个百分点。从结构上看,居民短贷减少1340亿元,同比多减2899亿元;居民中长贷新增5234亿元,同比多增2140亿元;企业短贷新增19900亿元,同比少增985亿元;企业中长贷新增4.6万亿,同比少增100亿元;票据融资是信贷同比少增的主要原因,减少12500亿元,同比多减7384亿元;非银金融机构贷款新增4294亿元,同比多增4706亿元。

(3) 存款规模: 1-2月,新增人民币存款6.44万亿,同比少增3.24万亿。从结构上看,居民存款新增5.73万亿,同比少增1.26万亿;企业存款是存款同比少增的主要原因,减少1.85万亿,同比多减2.42万亿;财政存款新增4806亿元,同比少增6580亿元;非银金融机构存款新增1.71万亿,同比多增1.22万亿。

(3) 货币供应: 2月末M2同比增长8.70%,增速较2023年12月末下降1个百分点;M1同比增长1.20%,增速较2023年12月末下降0.1个百分点,M2-M1剪刀差7.50%,较2023年12月末收窄0.9个百分点。

➢ 贷款平滑投放“初见成效”: 1-3月往往是信贷投放“大月”,近年来信贷前置投放的特征尤为突出,2019-2023年信贷增量占全年比从35%持续上升至47%,为避免信贷的低效投放、不良竞争,人民银行在2023年第四季度货币政策执行报告中提出“加强信贷均衡投放,增强贷款增长的稳定性和可持续性”,结合去年年底以来频繁提及的“盘活存量”等要求,人民银行或有意引导商业银行适度平缓信贷投放节奏,提升信贷对经济增长的导向作用(相关论述见3月2日外发报告《聚焦产业升级,促进高质量发展——2024年地方两会观察与全国两会前

瞻》)。1月由于开年首月，银行可能仍有贷款投放冲动，叠加春节错位工作日更多因素，信贷投放仍然较多，但2月信贷投放明显放缓，1-2月金融机构口径合计新增人民币贷款较去年同期相比少增3400亿元，1-2月新增人民币贷款同比少增的情况上次出现还是在2017年。

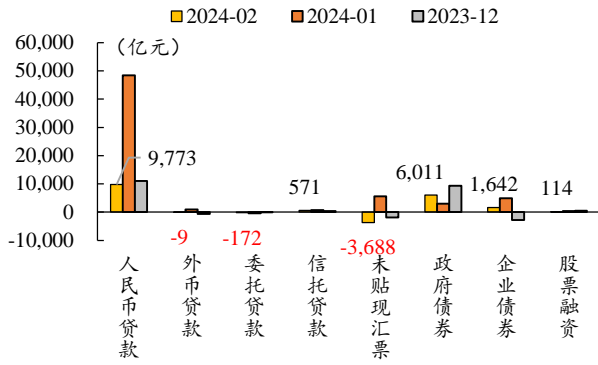
- **如何理解社融与金融机构口径下贷款投放差异：**1-2月金融机构口径新增人民币贷款6.37万亿，社融口径新增人民币贷款5.82万亿，相差了0.55万亿，二者与去年同期相比的少增幅度也明显不同，金融机构口径下贷款同比少增3400亿元，社融口径下贷款同比少增9324亿元，为理解这一差异，我们首先需要了解两个口径人民币贷款统计的差别。根据人民银行2014年3月5日发布的《社会融资规模构成指标的说明》，社会融资规模指一定时期内实体经济（非金融企业和个人）从金融体系获得的资金总额，这一说明的核心在于纳入社融的贷款目标必须是“实体经济”，而相比之下，金融机构口径下人民币贷款投向包括居民、企业和非银行金融机构三大目标群体，虽然银行投向非银行金融机构的贷款可能经过一些渠道流向实体经济，但在社融统计中由于非银行金融机构并不属于实体经济，因此不会将非银行金融机构贷款包含在内。从1-2月数据来看，非银行金融机构贷款新增4294亿，这解释了社融口径新增人民币贷款和金融机构口径新增人民币贷款相差的5500亿的绝大部分，而非银行金融机构贷款同比多增4706亿也解释了社融口径新增人民币贷款同比少增幅度和金融机构口径人民币贷款同比少增幅度相差的5976亿元的绝大部分。至于为何会有这超4000亿的非银行金融机构贷款增量，我们认为这可能与中央汇金公司等加持权益资产的行动有关。从历史上看，上一次非银行金融机构贷款单月大幅度新增还是在2015年7月，也是发生在权益市场大幅波动后。
- **从新增社融及存贷款结构来看，居民加杠杆意愿拖累依然较弱，企业融资需求有支撑，政府债券融资节奏明显较慢。**
- **（1）居民融资需求仍较低：**1-2月居民中长贷虽然同比多增2140亿元，但在整体信贷增量中占比不到10%，这一点与1-2月地产销售较弱相匹配，从30城新房销售和14城二手房销售面积来看，1-2月合计同比下降25.5%，与2019-2023年同期均值相比下降了27.7%，即使与疫后几年相比，今年1-2月30城新房+14城二手房销售面积也仅小幅高于疫情爆发之初线下活动受限的2020年。1-2月居民短贷合计减少1340亿元，在居民存款增量依然较多、存款依然能够支撑居民消费需求的情况下，对短期贷款的需求并不高也是正常的。
- **（2）企业融资需求有支撑：**1-2月企业中长贷同比仅少增100亿，在去年同期“超强”的企业中长贷增量基数基础上，今年1-2月企业中长贷增量仍能维持在这一水平；企业债券融资同比多增1292亿，企业贷款及债券融资合计比去年同期更多，而票据融资则比去年同期多减了7384亿元，“冲量”反而更少，综合来看，今年1-2月企业真实融资需求要好于去年同期，房企“白名单”等对企业融资起到了一定支撑，2月5年期以上LPR调降也从价格端对企业中长期贷款有利好，后续设备更新等方向的支持政策也有望持续支撑企业融资需求。
- **（3）政府债券融资节奏偏慢：**1-2月政府债券融资同比少增3320亿元，从政府债券融资的结构来看，同比少增的主要是地方政府债券融资，这背后可能有两方

面原因，一是去年四季度增发的万亿国债中有 5000 亿结转今年使用，今年开年财政“弹药”较为充足，且对地方形成一定类似“转移支付”的支持；二是地方政府化债持续推进，对于重点化债省份而言，为确保不增加债务负担，政府投资项目可能较往年有所减少。

- **存款定期化、理财化倾向强，避免资金沉淀空转压力仍在：**在 1 月春节因素下 M1 同比短暂上冲后 2 月 M1 同比回落至 1.2%，延续了去年下半年以来的增速下行态势。存款利率的多次下调导致活期存款向定期存款、理财产品流动，这一点从 1-2 月居民存款增量中活期存款仅占 14%、企业存款减量中活期存款占到了 63% 可见一斑。从 M1 定义来看，企业活期存款大幅减少可能是 M1 增速低迷的主要原因。自 2023 年 5 月 M1 同比开始下降以来，企业活期存款累计减少了 1.38 万亿，而企业定期存款则累计增加了 5950 亿，企业也有提高金融资产回报的需求，存款利率多次下调后企业可能也存在存款定期化、甚至是购买理财等倾向，而去年的低通胀环境，尤其是持续位于 0 以下的 PPI 对于企业盈利不利，实体回报不高也导致企业投资意愿不高，持有类现金意愿不强，并在货币增长层面表现为 M1 增速持续低迷。今年的政府工作报告中明确提出避免资金沉淀空转，实体企业寻求定存、理财，金融机构对实体企业的贷款未能进入生产投资环节是资金空转的表现之一，核心解法仍是需要提高实体回报率，提振企业投资意愿，而这可能需要货币政策更加注重推动通胀温和回升，通过 PPI 的上升改善实体企业盈利。

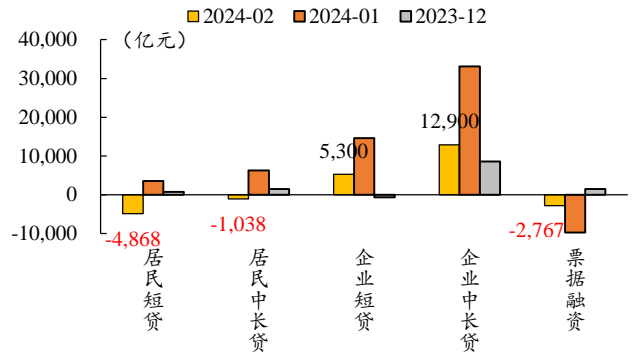
- **4 风险提示：**（1）地产销售下行超预期；（2）货币政策变化超预期；（3）地方政府债务化解政策力度超预期。

图 1：新增社会融资规模构成



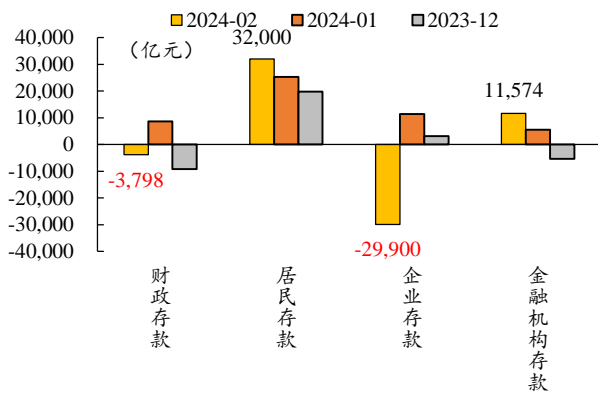
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：新增人民币贷款构成



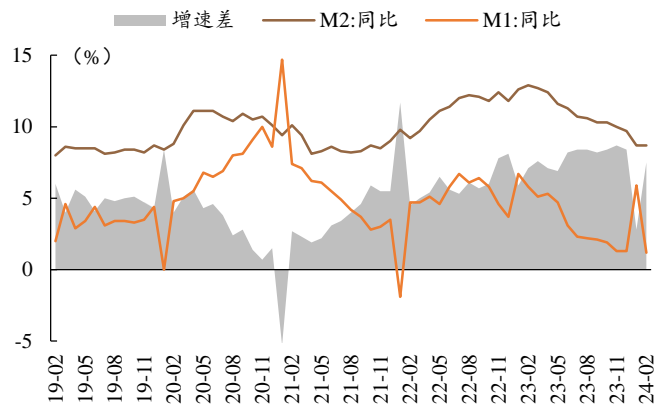
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增人民币存款构成



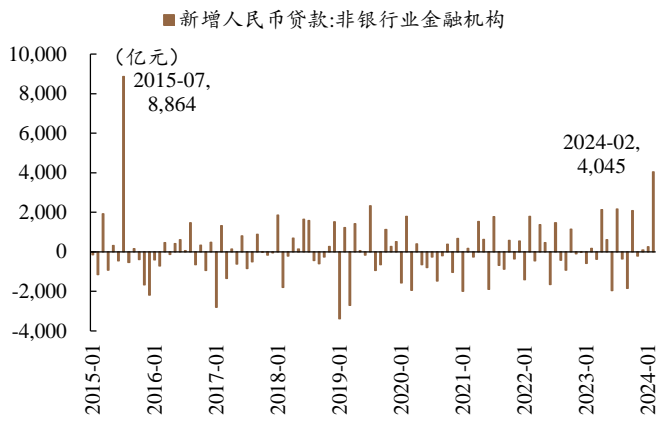
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：M2-M1 增速“剪刀差”



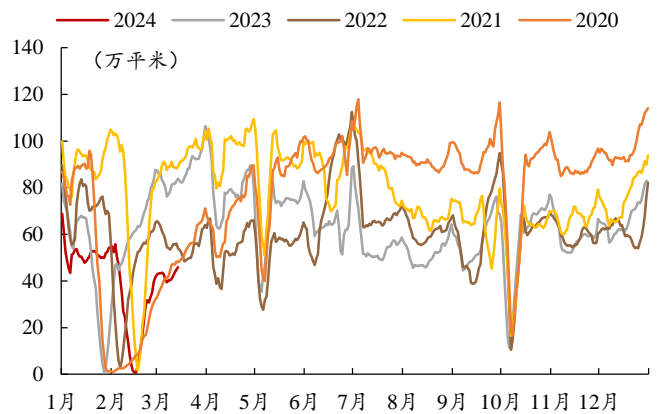
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：上一次非银行金融机构贷款大幅增加发生在 2015 年 7 月



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：今年 1-2 月地产销售较弱



资料来源：Wind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。