

2024年2月货币金融数据点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

社融低预期的背后？

事件：

3月15日，央行公布2月货币金融数据：新增人民币贷款1.45万亿元、同比少增3600亿元左右；新增社融1.56万亿元、同比少增1.6万亿元；社融存量增速9%、较上月回落0.5个百分点；M2同比增速持平于8.7%。

融资线索：社融低预期、主因居民端融资拖累，企业端融资结构延续改善、与政策加力等有关

线索一：社融低预期、各分项同比多走弱。2月，新增社融1.52万亿元、同比少增超1.6万亿元，低于预期的2.4万亿元。分项中，新增贷款9800亿元左右、同比少增超8400亿元、与高基数等有关。其他分项多有回落，政府债券同比少增超2100亿元、与地方债发行偏慢等有关，企业债券、非标同比分别减少2000-3200亿元左右。

线索二：居民端融资偏弱、与春节错位关联不大，短贷、中长贷均创同期新低。2月，新增居民中长贷创新低至-1040亿元，或与地产销售偏弱、提前还贷等有关。居民短贷转负至-4870亿元左右，或缘于部分需求透支等、1月春节期间短贷表现亮眼。但综合来看，前两月新增居民贷款3900亿元左右、处近10年绝对低位、仅高于2020年同期。

线索三：企业端融资与去年同期大体相当、结构延续改善，或与稳增长加力带动配套融资等有关。2月，新增企业中长贷创新同期高至1.29万亿元、同比多增1800亿元、或与稳增长加力等有关，自发性融资需求还有待观察、剔除春节因素的单位活期存款增速持平于上月、指向企业资金活化动力有待进一步增强。企业短贷、票据融资同比延续收缩。重申观点：“财政端”万亿国债项目落地，“准财政端”PSL放量、助力地产“三大工程”加速布局，“地方”加快重大项目积极部署等。伴随稳增长项目落地实施等，2024年经济将“先升后稳”、稳步修复，不必对前景过于悲观（详情参见《地产“三大工程”进展如何？》、《极端天气，如何影响复苏节奏？》）。

常规跟踪：社融同比少增、主因信贷拖累，M1同比回落、M2同比走平

社融同比减少、主因信贷拖累。2月，新增社融1.52万亿元、同比少增超1.6万亿元。分项中，人民币贷款同比少增超8400亿元，政府债券同比少增超2100亿元至6010亿元左右，企业债券同比少增超2020亿元至1640亿元左右，信托、委托和表外票据三项合计同比多减3200亿元左右。

信贷分项中，企业端同比变化不大、居民端同比大幅减少。2月，新增信贷同比少增近3600亿元，其中，企业中长贷同比多增1800亿元，企业短贷同比少增485亿元，票据同比多减近1800亿元；居民中长贷转负至-1040亿元左右、去年同期为863亿元，居民贷款转负至-4870亿元左右、去年同期为1220亿元左右。

M1回落、M2走平。2月，M1回落4.7个百分点至1.2%，其中，M0同比回升6.6个百分点、与春节错位有关，单位活期存款增速转负至-0.99%。M2同比持平于8.7%，分项中，企业存款转负，居民存款同比多增，财政存款投放加快，非银存款高增、或与债牛下理财规模扩张等有关。

风险提示

政策落地效果不及预期。

内容目录

1、社融低预期的背后?	3
2、常规跟踪：社融同比少增、主因信贷拖累，M1 同比回落、M2 同比走平.....	4
风险提示.....	5

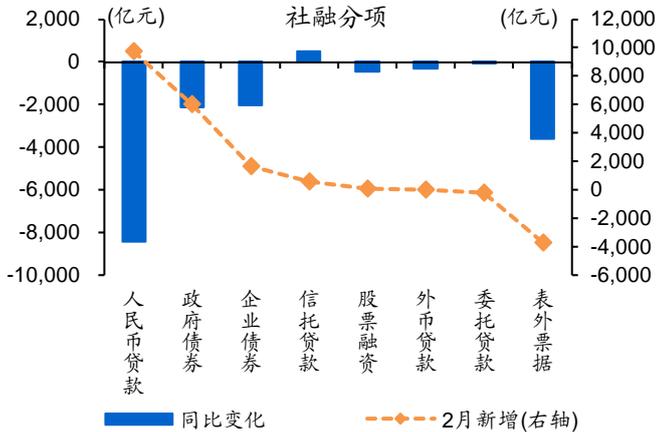
图表目录

图表 1： 2 月，社融分项同比多有回落.....	3
图表 2： 贷款同比减少有一定基数因素.....	3
图表 3： 2 月，居民中长贷创同期新低.....	3
图表 4： 前 2 月新增居民贷款处于历史同期低位.....	3
图表 5： 2 月，企业中长贷再度创新高.....	4
图表 6： 剔除春节因素的单位活期存款增速持平于上月.....	4
图表 7： 2 月，社融分项数据情况（亿元）.....	4
图表 8： 2 月，信贷分项数据情况（亿元）.....	5
图表 9： 2 月，M1 走平、M2 回落.....	5
图表 10： 2 月，存款分项变化.....	5

1、社融低预期的背后？

线索一：社融低预期、各分项同比多走弱。2月，新增社融 1.52 万亿元、同比少增超 1.6 万亿元，低于预期的 2.4 万亿元。分项中，新增贷款 9800 亿元左右、同比少增超 8400 亿元、与高基数等有关。其他分项多有回落，政府债券同比少增超 2100 亿元、与地方债发行偏慢等有关，企业债券、非标同比分别减少 2000-3200 亿元左右。

图表1：2月，社融分项同比多有回落



图表2：贷款同比减少有一定基数因素

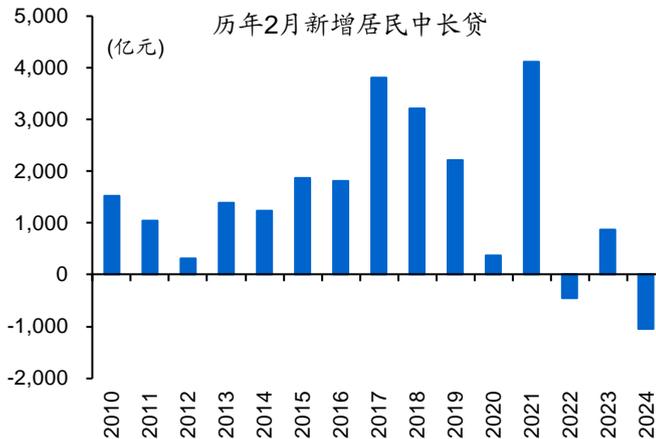


来源：Wind、国金证券研究所

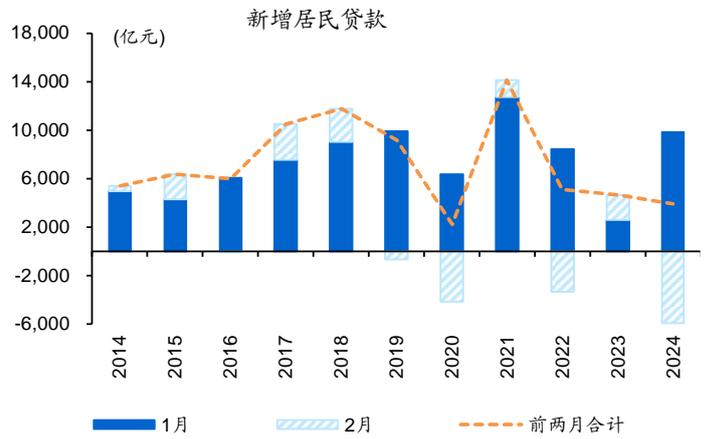
来源：Wind、国金证券研究所

线索二：居民端融资偏弱、与春节错位关联不大，短贷、中长贷均创同期新低。2月，新增居民中长贷创新低至-1040 亿元，或与地产销售偏弱、提前还贷等有关。居民短贷转负至-4870 亿元左右，或缘于部分需求透支等、1月春节期间短贷表现亮眼。但综合来看，前两月新增居民贷款 3900 亿元左右、处近 10 年绝对低位、仅高于 2020 年同期。

图表3：2月，居民中长贷创同期新低



图表4：前2月新增居民贷款处于历史同期低位

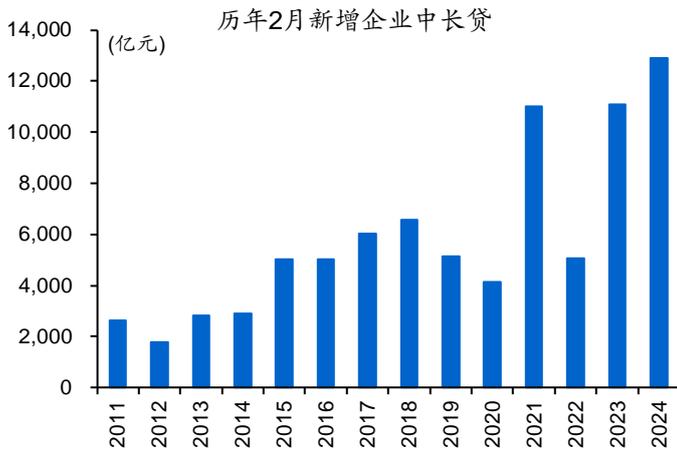


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

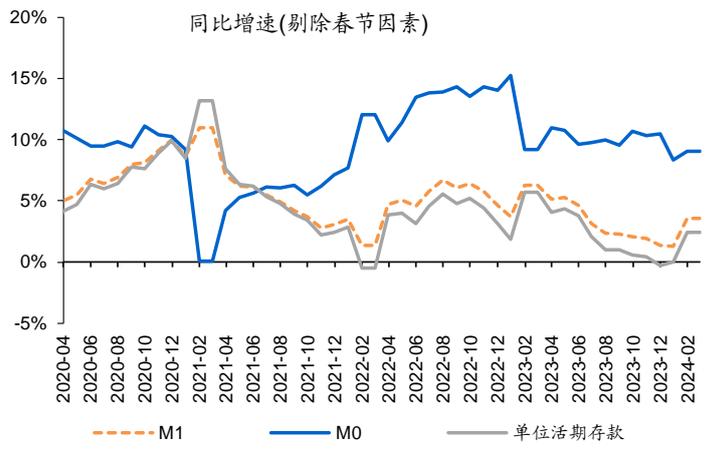
线索三：企业端融资与去年同期大体相当、结构延续改善，或与稳增长加力带动配套融资等有关。2月，新增企业中长贷创新同期高至 1.29 万亿元、同比多增 1800 亿元、或与稳增长加力等有关，自发性融资需求还有待观察、剔除春节因素的单位活期存款增速持平于上月、指向企业资金活化动力有待进一步增强。企业短贷、票据融资同比延续收缩。

图表5: 2月, 企业中长贷再度创新高



来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 剔除春节因素的单位活期存款增速持平于上月



来源: Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪: 社融同比少增、主因信贷拖累, M1 同比回落、M2 同比走平

社融同比减少、主因信贷拖累。2月, 新增社融 1.52 万亿元、同比少增超 1.6 万亿元。分项中, 人民币贷款同比少增超 8400 亿元, 政府债券同比少增超 2100 亿元至 6010 亿元左右, 企业债券同比少增超 2020 亿元至 1640 亿元左右, 信托、委托和表外票据三项合计同比多减 3200 亿元左右。

图表7: 2月, 社融分项数据情况 (亿元)

月份	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票融资	政府债券
2023-02	31,610	18,184	310	-77	66	-69	3,662	571	8,138
2023-03	53,867	39,487	427	175	-45	1,792	3,357	614	6,015
2023-04	12,249	4,431	-319	83	119	-1,345	2,940	993	4,548
2023-05	15,560	12,219	-338	35	303	-1,795	-2,144	753	5,571
2023-06	42,265	32,413	-191	-56	-154	-691	2,249	700	5,371
2023-07	5,366	364	-339	8	230	-1,963	1,290	786	4,109
2023-08	31,279	13,412	-201	97	-221	1,129	2,788	1,036	11,759
2023-09	41,326	25,369	-583	208	402	2,397	650	326	9,920
2023-10	18,441	4,837	152	-429	393	-2,536	1,178	321	15,638
2023-11	24,554	11,120	-357	-386	197	202	1,388	359	11,512
2023-12	19,326	11,092	-635	-43	347	-1,865	-2,741	508	9,324
2024-01	65,364	48,401	989	-359	732	5,636	4,950	422	2,947
2024-02	15,211	9,773	-9	-172	571	-3,688	1,642	114	6,011
较上月	-50153	11957	-382	111	623	1268	-2138	-710	-1839
较去年同期	-16399	-8411	-319	-95	505	-3619	-2020	-457	-2127

来源: Wind、国金证券研究所

信贷分项中, 企业端同比变化不大、居民端同比大幅减少。2月, 新增信贷同比少增近 3600 亿元, 其中, 企业中长贷同比多增 1800 亿元, 企业短贷同比少增 485 亿元, 票据同比多减近 1800 亿元; 居民中长贷转负至-1040 亿元左右、去年同期为 863 亿元, 居民贷款转负至-4870 亿元左右、去年同期为 1220 亿元左右。

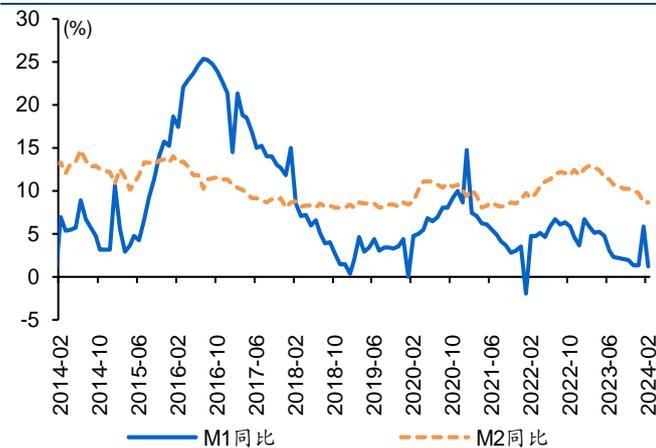
图表8: 2月, 信贷分项数据情况 (亿元)

月份	新增 信贷	短期 信贷	票据 融资	中长期 信贷	企业中长 期信贷	居民中长 期信贷	企业短期 信贷	居民短期 信贷	非银贷款
2023-02	18,100	7,003	-989	11,963	11,100	863	5,785	1,218	173
2023-03	38,900	16,909	-4,687	27,048	20,700	6,348	10,815	6,094	-379
2023-04	7,188	-2,354	1,280	5,513	6,669	-1,156	-1,099	-1,255	2,134
2023-05	13,600	2,338	420	9,382	7,698	1,684	350	1,988	604
2023-06	30,500	12,363	-821	20,563	15,933	4,630	7,449	4,914	-1,962
2023-07	3,459	-5,120	3,597	2,040	2,712	-672	-3,785	-1,335	2,170
2023-08	13,600	1,919	3,472	8,046	6,444	1,602	-401	2,320	-358
2023-09	23,100	8,901	-1,500	18,014	12,544	5,470	5,686	3,215	-1,844
2023-10	7,384	-2,823	3,176	4,535	3,828	707	-1,770	-1,053	2,088
2023-11	10,900	2,299	2,092	6,791	4,460	2,331	1,705	594	-207
2023-12	11,700	124	1,497	10,074	8,612	1,462	-635	759	94
2024-01	49,200	18,128	-9,733	39,372	33,100	6,272	14,600	3,528	249
2024-02	14,500	432	-2,767	11,862	12,900	-1,038	5,300	-4,868	4,045
较上月	-34700	5122	-1084	2256	632	1624	3475	1647	-2295
较去年同期	-3600	-6571	-1778	-101	1800	-1901	-485	-6086	3872

来源: Wind、国金证券研究所

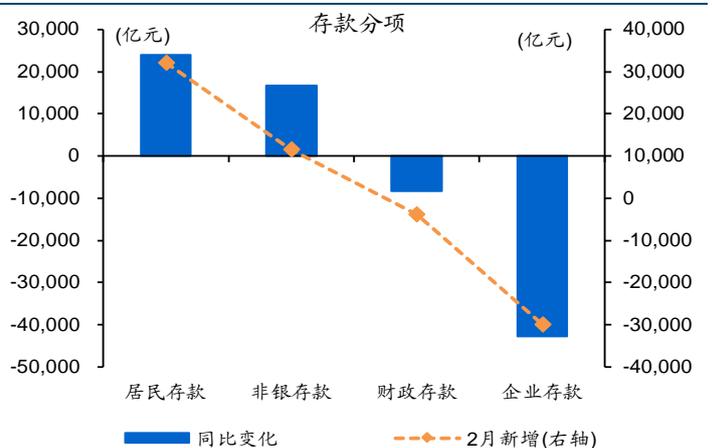
M1 回落、M2 走平。2月, M1 回落 4.7 个百分点至 1.2%, 其中, M0 同比回升 6.6 个百分点、与春节错位有关, 单位活期存款增速转负至 -0.99%、或指向企业活化动力有待进一步增强。M2 同比持平于 8.7%, 分项中, 企业存款转负, 居民存款同比多增, 财政存款投放加快, 非银存款高增、或与债牛下理财规模扩张等有关。

图表9: 2月, M1 走平、M2 回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 2月, 存款分项变化



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402