

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

相关报告

投资要点

■ 2024年2月，人民币贷款新增14500亿元，同比少增3600亿元；社融新增15583亿元，同比少增16027亿元。M1、M2余额增速分别为8.7%、1.2%，分别相比前值减少0.5、4.7个百分点。我们对此点评如下：

■ 信贷：春节因素、平滑信贷共同作用，2月信贷较弱。2月份信贷转弱，居民端、企业端新增贷款均同比减少，居民短贷是主要拖累项。

一方面可能是因为春节所在月信贷需求不足，因此看1、2月合计数据可能更加客观。合计来看，1-2月份新增人民币贷款63800亿元，同比少增3400亿元。居民端和企业端虽然仍同比少增，但居民端略好于企业端，前者同比少增759亿元，后者同比少增8600亿元。变动较大的分项为，1-2月居民中长期贷款同比多增2140亿元（2月份同比少增1901亿元），新增中长期贷款同比少增100亿元（2月份同比多增1800亿元），票据融资同比少增7384亿元（2月份同比少增1778亿元）。因此，居民贷款（尤其是中长期）并没有2月份单月所显示得那么差，企业中长贷也没有2月份所显示得那么好，企业票据融资是最大的拖累项。

另一方面，央行“平滑信贷节奏”要求可能对1、2月信贷总量有一定影响。去年央行Q3货币政策执行报告中明确提出，“保持货币信贷总量适度、节奏平稳。……着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性。”1-2月份票据利率先“开门红”，之后在春节影响下回落，呈现“先升后降”走势，但和往年对比来看“升”的过程较为缓和，或许有“平滑信贷”的考虑。3月份票据利率通常下行，而今年前半个月超季节性回升，或许从另一个角度说明“信贷平滑”削减了1、2月份信贷总量。

■ 社融：不及预期，人民币贷款、票据、政府债是主要拖累。2月社融新增15583亿元，不及Wind一致预期（24223亿元），同比少增16027亿元；社融存量385.72万亿元，同比增速为9.0%，相比1月份减少0.5个百分点。

从社融结构来看，2月份除新增信托贷款同比增加505亿元外，其余主要分项均同比少增。1-2月合计来看，社融总量同比少增10966亿元，其中新增人民币贷款同比少增9298亿元，政府债同比少增3320亿元。非标2月份减少3287亿元，同比少增3207亿元，但1-2月合计仅同比少增684亿元。1-2月直接融资同比多增293亿元，其中企业债券同比多增1292亿元，股票融资同比少增999亿元。

■ 货币：M1增速进一步回落。从M1、M2及相关指标联动关系来看，实体融资需求仍然不足：

1) M1增速继1月份冲高后再度回落，反映企业经营活力不足、居民消费意愿不强。2023年以来，M1增速持续回落，由1月份6.7%的高位回落至年末1.3%的水平。2024年1月份短暂冲高至5.9%的水平后，2月份再度回落至1.2%的低位。

2) M1、M2剪刀差由2.8%再度走阔至7.5%。M1作为狭义货币供应量，反映居民和企业资金需求变化，通常作为经济周期的领先指标，其增速过低反映企业经营活力不足、居民消费意愿不强等问题。M1与M2差异主要为企业定期存款，“剪刀差”走阔反映企业定期存款增速较慢，进一步反映其中长期投资意愿可能不足。

■ 2月份经济数据不及预期，主因春节因素叠加“平滑信贷”对1、2月份信贷总量产生的影响。从结构看，实体融资需求仍然偏弱，具体表现在居民和企业中长端贷款较弱，社融结构中人民币贷款同比减少，M1持续走低。展望3月份，从票据高频数据来看，信贷需求边际企稳，但相比往年同期仍处在低位，信贷需求短期内可能难以明显好转，债市“资产荒”预计仍将持续。

■ 风险提示：“三大工程”加速推进引起信贷超预期改善等。

内容目录

1、信贷：春节因素、平滑信贷共同作用，2月信贷较弱	- 3 -
2、社融：人民币贷款、票据、政府债是主要拖累	- 5 -
3、货币：M1增速进一步回落.....	- 7 -
4、小结	- 8 -

图表目录

图表 1: 2 月份金融数据概览 (亿元, %)	- 3 -
图表 2: 居民中长期贷款季节性变化 (亿元)	- 4 -
图表 3: 企业中长期贷款季节性变化 (亿元)	- 4 -
图表 4: 企业票据融资季节性变化 (亿元)	- 5 -
图表 5: 6M 国股行转贴现利率 (%)	- 5 -
图表 6: 政府债净融资季节性变化 (亿元)	- 6 -
图表 7: 非标融资规模回落, 符合季节性 (亿元)	- 6 -
图表 8: M1 增速季节性变化 (%)	- 7 -
图表 9: M2-M1 剪刀差走阔 (%)	- 7 -

2024年2月，人民币贷款新增14500亿元，同比少增3600亿元；社融新增15583亿元，同比少增16027亿元。M1、M2余额增速分别为8.7%、1.2%，分别相比前值减少0.5、4.7个百分点。我们对此点评如下：

图表 1: 2 月份金融数据概览 (亿元, %)

指标名称	1-2月合计同比多增	2月同比多增	2024-02	2024-01	2023-12	2023-02	2023-01	2022-12
社融增量情况								
新增社融	-10966	-16027	15583	65364	19326	31610	59956	13058
新增人民币贷款	-9298	-8385	9799	48401	11092	18184	49314	14401
新增外币贷款	801	-319	-9	989	-635	310	-131	-1665
新增委托贷款	-1037	-94	-171	-359	-43	-77	584	-101
新增信托贷款	1299	505	571	732	347	66	-62	-764
新增未贴现汇票	-946	-3618	-3687	5636	-1865	-69	2963	-554
新增政府债券	-3320	-2127	6011	2947	9324	8138	4140	2809
新增企业债券	1292	-1905	1757	4950	-2741	3662	1638	-4887
新增股票融资	-999	-457	114	422	508	571	964	1443
金融机构人民币贷款增量情况								
新增人民币贷款	-3400	-3600	14500	49200	11700	18100	49000	14000
新增居民贷款	-759	-7988	-5907	9801	2221	2081	2572	1753
其中：新增短期贷款	-2899	-6086	-4868	3528	759	1218	341	-113
新增中长期贷款	2140	-1901	-1038	6272	1462	863	2231	1865
新增企（事）业单位贷款	-8600	-400	15700	38600	8916	16100	46800	12637
其中：新增短期贷款	-985	-485	5300	14600	-635	5785	15100	-416
新增中长期贷款	-100	1800	12900	33100	8612	11100	35000	12110
新增票据融资	-7384	-1778	-2767	-9733	1497	-989	-4127	1146
新增非银行业贷款	4706	3872	4045	249	94	173	-585	-11
社融存量情况								
社融存量当月同比	-	-	9.0	9.5	9.5	9.9	9.4	9.6
货币供应量情况								
M1当月同比	-	-	1.2	5.9	1.3	5.8	6.7	3.7
M2当月同比	-	-	8.7	8.7	9.7	12.9	12.6	11.8

来源：Wind，中泰证券研究所

1、信贷：春节因素、平滑信贷共同作用，2月信贷较弱

2月份信贷转弱，居民端、企业端新增贷款均同比减少，居民短贷是主要拖累项。2月份新增人民币贷款14500亿元，同比少增3600亿元。居民端人民币贷款减少5907亿元，少增7988亿元（其中短贷少增6086亿元、中长贷少增1901亿元）；企业端人民币贷款新增15700亿元，少增400亿元（其中短贷少增485亿元、中长贷多增1800亿元、票据融资少增1778亿元）。新增非银行业贷款4045亿元，同比多增3872亿元。

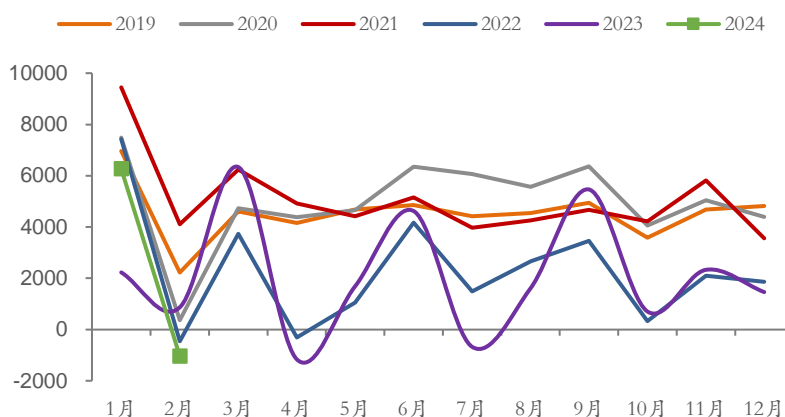
2月信贷数据较弱，一方面可能是因为春节所在月信贷需求不足，因此看1、2月合计数据可能更加客观。

合计来看，1-2月份新增人民币贷款63800亿元，同比少增3400亿元。

居民端和企业端虽然仍同比少增，但居民端略好于企业端，前者同比少增 759 亿元，后者同比少增 8600 亿元。变动较大的分项为，1-2 月居民中长期贷款同比多增 2140 亿元（2 月份同比少增 1901 亿元），新增中长期贷款同比少增 100 亿元（2 月份同比多增 1800 亿元），票据融资同比少增 7384 亿元（2 月份同比少增 1778 亿元）。

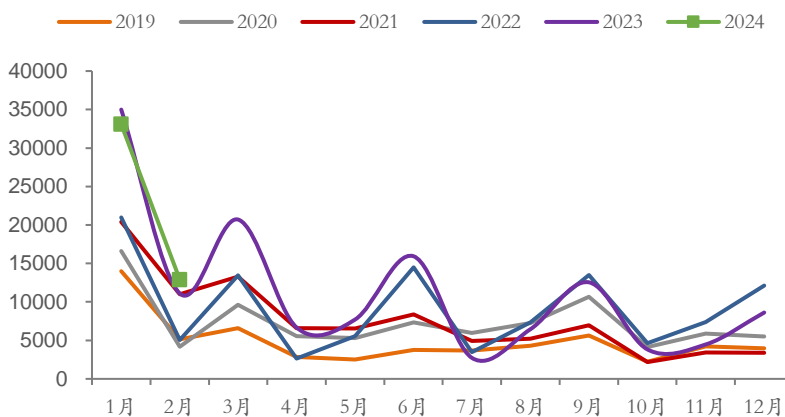
因此，居民贷款（尤其是中长期）并没有 2 月份单月所显示得那么差，企业中长贷也没有 2 月份所显示得那么好，企业票据融资是最大的拖累项。

图表 2: 居民中长期贷款季节性变化 (亿元)



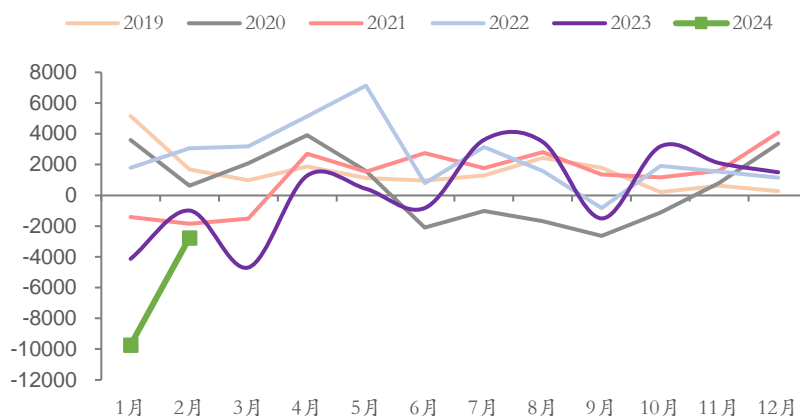
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 企业中长期贷款季节性变化 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

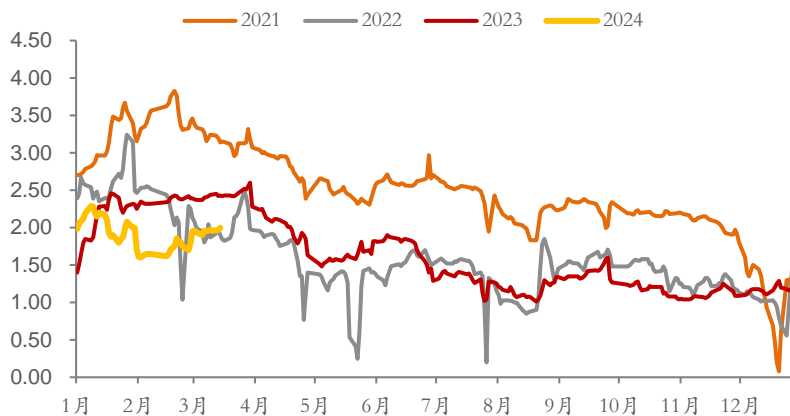
图表 4: 企业票据融资季节性变化 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

另一方面，央行“平滑信贷节奏”要求可能对 1、2 月信贷总量有一定影响。去年央行三季度货币政策执行报告中明确提出，“保持货币信贷总量适度、节奏平稳。……着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性。”1-2 月份票据利率先“开门红”，之后在春节影响下回落，呈现“先升后降”走势，但和往年对比来看“升”的过程较为缓和，或许有“平滑信贷”的考虑。3 月份票据利率通常下行，而今年前半个月超季节性回升，或许从另一个角度说明“信贷平滑”削减了 1、2 月份信贷总量。

图表 5: 6M 国股行转贴现利率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

2、社融：人民币贷款、票据、政府债是主要拖累

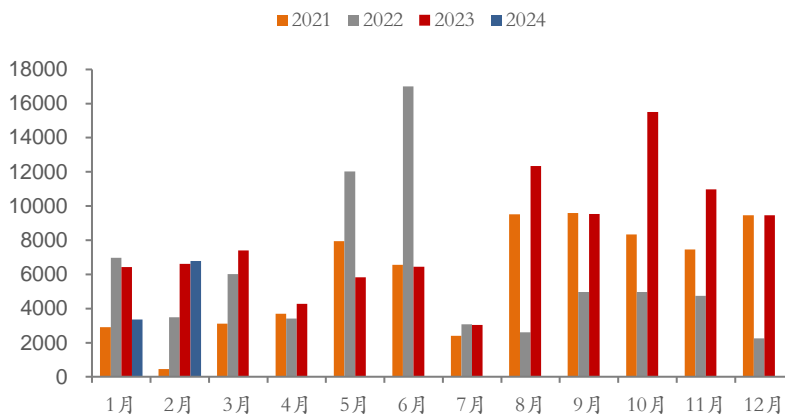
2 月份新增社融不及预期。2 月社融新增 15583 亿元，不及 Wind 一致预期（24223 亿元），同比少增 16027 亿元；社融存量 385.72 万亿元，同比增速为 9.0%，相比 1 月份减少 0.5 个百分点。

从社融结构来看：**2 月份除新增信托贷款同比增加 505 亿元外，其余主要分项均同比少增。**新增人民币贷款（同比少增 8385 亿元）、外币贷款

(同比少增 319 亿元)、委托贷款(同比少增 94 亿元)、未贴现银行承兑汇票(同比少增 3618 亿元)、政府债券(同比少增 2127 亿元)、企业债(同比少增 1905 亿元)、股票融资(同比少增 457 亿元)中,人民币贷款、票据、政府债和企业债是社融的主要拖累项。

1-2 月合计来看,社融总量同比少增 10966 亿元,其中新增人民币贷款同比少增 9298 亿元,政府债同比少增 3320 亿元。

图表 6: 政府债净融资季节性变化(亿元)

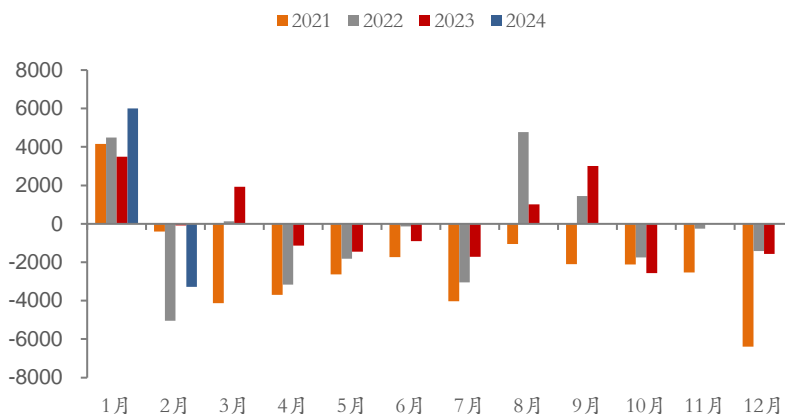


来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 政府债口径为国债+地方政府债。

非标 2 月份减少 3287 亿元,同比少增 3207 亿元,但 1-2 月合计仅同比少增 684 亿元。主因新增未贴现承兑汇票在 1、2 月之间波动较大(2 月份同比少增 3618 亿元,1-2 月同比少增 946 亿元)。未贴现银行承兑汇票主要用于满足中小企业的支付需求,从票据利率高频数据来看,10 月份票据利率低于往年同期约 60bp,且考虑到同业负债成本(3 个月 Shibor)中枢相比去年同期回落约 10bp,银行“冲票”意愿不强。

图表 7: 非标融资规模回落,符合季节性(亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 非标口径为委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票。

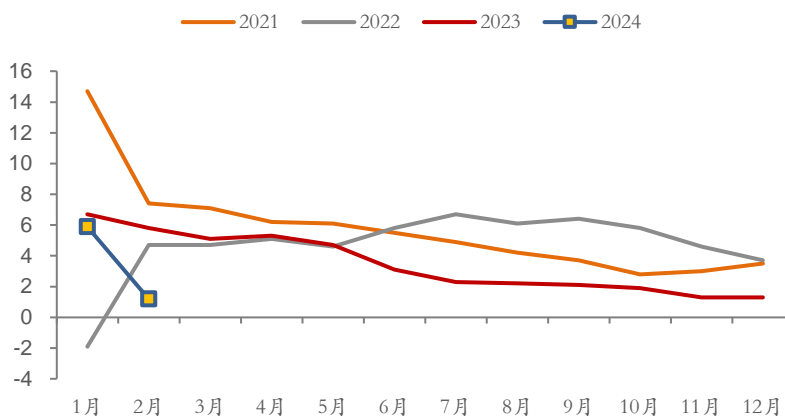
1-2月直接融资同比多增 293 亿元，其中企业债券同比多增 1292 亿元，股票融资同比少增 999 亿元。

3、货币：M1 增速进一步回落

从 M1、M2 及相关指标联动关系来看，实体融资需求仍然不足：

M1 增速继 1 月份冲高后再度回落，反映企业经营活力不足、居民消费意愿不强。2023 年以来，M1 增速持续回落，由 1 月份 6.7% 的高位回落至年末 1.3% 的水平。2024 年 1 月份短暂冲高至 5.9% 的水平后，2 月份再度回落至 1.2% 的低位。

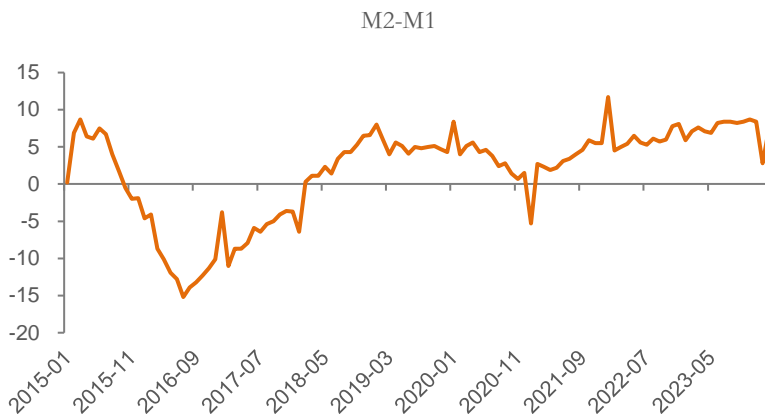
图表 8: M1 增速季节性变化 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

M1、M2 剪刀差由 2.8% 再度走阔至 7.5%。M1 作为狭义货币供应量，反映居民和企业资金需求变化，通常作为经济周期的领先指标，其增速过低反映企业经营活力不足、居民消费意愿不强等问题。M1 与 M2 差异主要为企业定期存款，“剪刀差”走阔反映企业定期存款增速较慢，进一步反映其中长期投资意愿可能不足。

图表 9: M2-M1 剪刀差走阔 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

4、小结

2月份经济数据不及预期，主因春节因素叠加“平滑信贷”对1、2月份信贷总量产生的影响。从结构看，实体融资需求仍然偏弱，具体表现在居民和企业中长端贷款较弱，社融结构中人民币贷款同比减少，M1持续走低。展望3月份，从票据高频数据来看，信贷需求边际企稳，但相比往年同期仍处在低位，信贷需求短期内可能难以明显好转，债市“资产荒”预计仍将持续。

风险提示：“三大工程”加速推进引起信贷超预期改善等。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。