

宽货币领先于宽信用致开年社融偏弱

2024年3月11日-3月17日周报

◆ 融资需求与供给错位致开年社融偏弱

2024年2月社会融资规模增量为1.52万亿元（前值6.54万亿元），低于市场预期的2.42万亿元，同比少增1.64万亿元。2024年2月社融存量增速+9.0%，前值+9.5%，低于市场预期的+9.1%。2024年前2月社融规模增量8.06亿元，同比少增1.09万亿元，显示去除春节因素影响后，今年开年社融总增量同比偏少。分项看，开年社融偏弱，主因实体信贷（社融口径新增人民币贷款）、新增未贴现银行承兑汇票和政府债同比少增。

2024年2月金融机构各项贷款余额增速+10.1%（前值+10.4%），金融机构新增贷款1.45万亿元（前值4.92万亿元），基本符合市场预期。2月金融机构新增贷款同比少增3600亿元，虽然受春节错位因素影响，但今年前2月信贷增量6.37万亿元，仍然同比少增3400亿元，显示开年信贷力度同比走弱。今年1月和2月DR007均值分别为2.23%和2.03%，较去年11月的2.36%和去年12月的2.50%明显走低，显示年初资金成本并未走高，信贷供给相对充裕。这种情况下的开年信贷增量走弱，我们认为主要系相对信贷供给，信贷需求并未充分释放。

今年前2月居民端新增信贷3894亿元，为2019年以来同期次低，仅高于2020年同期，其中中长期贷款为2019年以来次低，仅高于去年同期，表现较差，短期贷款为2019年以来第三低，表现尚可。开年以来居民中长期信贷的弱势与开年以来地产销售数据仍然低迷相互印证。根据我们的统计，今年前2月，4个一线城市、15个二线城市和17个三线城市一手房销售面积同比分别为-27%、-35%和-30%。

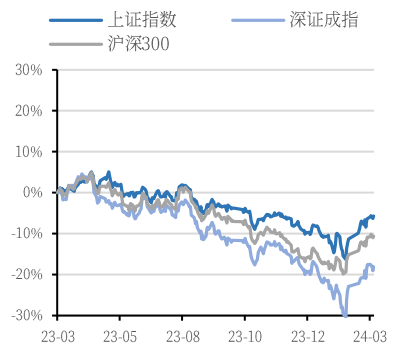
今年前2月企业端信贷新增5.43万亿元，为2019年以来次高，仅次于去年，其中短贷+票据融资虽然为2019年以来次低，但中长期贷款录得4.6万亿元，与去年同期基本持平，明显高于除去年外的2019年以来同期，显示企业中长期融资需求并不差。企业中长期信贷的韧性除化债背景下部分高息非标城投债转入表内中长期信贷外，我们认为主要系地产项目“白名单”机制下地产企业融资的恢复以及新旧动能转换下政府对先进制造业、新能源等新兴产业的融资支持。

2024年2月M2增速+8.7%，与上月持平，符合市场预期的。2024年2月M1增速+1.2%，较上月-4.7PCTS，主要系春节错位因素影响。与去年12月相比，2月M1增速下滑0.1PCTS，结合2月M0增速录得+12.5%，较去年12月提高4.2PCTS，显示开年以来企业活期贷款增速有所放缓。考虑到今年春节位于2月且假期较长，节后复工节奏相对偏慢，可能对2月企业活期存款增速起到了一定抑制作用。

主要数据

上证指数	3046.0192
沪深300	3544.9099
深证成指	9369.0462

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

进出口规模创新高，外贸开局良好	—2024-03-07
金融市场分析周报	—2024-03-06
广义财政有亮点，稳“量”求“质”促发展	—2024-03-05

今年1月金融数据改善相对明显，但2月金融数据公布后，加总的前2月数据显示开年金融数据是弱于市场预期的。结构上看，一是地产销售仍然低迷下居民中长期信贷需求弱，二是政府加杠杆进程偏慢下政府债融资支撑作用未有明显体现。究其原因，我们认为主要系融资需求端未能跟上资金供给端宽松的步伐出现了短期错位，宽货币领先于宽信用。

展望后续，我们认为金融数据能否继续改善关键在四点：一是今年宽财政的效应能否及时体现。在重启的PSL、特别国债等的支撑下，保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”的融资需求是否能够支撑后续社融增量；二是各地新一轮稳房地产政策出台下，居民购房意愿能否有实质性改善；三是“新质生产力”政策推动下，政府对新兴产业的支持能否有望带动相关产业投资加码；四是降低汽车首付比例等政策支持下，居民加杠杆消费意愿能否有所改善。

◆ 3月MLF平价缩量续作，资金面较为平稳

本周资金面较为平稳，以DR007为代表的资金利率小幅走高。截止3月15日，DR007报收1.90%，较上周五上行4BP；SHIBOR1W报收1.89%，较上周五上行4BP。公开市场操作方面，央行公开市场操作规模量低价平，周内共投放7D逆回购390亿元，利率维持1.80%；逆回购到期500亿元，通过逆回购净回笼流动性110元。

3月15日，央行开展1年期中期借贷便利（MLF）操作3870亿元，本月MLF到期量4810亿元，缩量940亿元；中标利率为2.5%，与上月持平。由于年初以来货币政策宽松力度加大，降准降息落地流动性供给较为充裕，仅仅2月降准就向市场投放流动性超万亿，因此本次MLF缩量续作合乎市场预期。而MLF操作利率按兵不动，并未向十年期国债收益率靠拢，也体现了央行有效把握稳健的货币政策的态度。往后看，近期美联储降息预期出现反复，美债收益率走高，外部环境压力波动升高。同时，国内经济稳中向好的势头还需巩固，市场信心也需要持续提振。从兼顾内外部均衡的角度看，短期内国内利率水平调降的迫切性不高，央行大概率仍结合各类工具保证资金市场流动性合理充裕。

◆ 最新经济数据为美联储推迟降息增添筹码，美债收益率大幅上行，人民币汇率外部压力增大

截至3月15日，美国10年期国债收益率录得4.31%，较上周五上行122BP。本周公布了一系列经济数据，美国2月CPI同比上涨3.2%，略高于市场预期的3.1%；2月PPI同比超预期涨1.6%，创去年9月以来最高，环比加速涨0.6%，是预期的2倍，核心PPI环比也加速上涨。1月和2月的通胀数据连续超预期，表明在食品和能源价格上涨的推动下，美国通胀降温的趋势正在发生改变。同时，美国2月劳动力市场仍有韧性，进一步为美联储推迟降息提供支撑。美国10年期基准国债收益率在PPI公布后迅速反弹，数据公布当日报收4.29%，单日上涨10BP。下周将进行美联储议息会议，届时将发布新的经济预测和点阵图。如果美联储降息节奏趋缓，则会对美元指数形成支撑，人民币外部压力或上升。

周内在通胀升温引发的降息预期下滑的情形下，美元指数有所反弹，截止3月15日，美元指数报收103.45，较上周五上涨0.7%；人民币兑美元即期汇率报收7.1965，周内小幅波动上行。

◆ MLF降息预期落空叠加止盈压力释放，债市进入盘整期

截止 3 月 15 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.32%，较上周五上行 4BP；1 年期国债收益率报收 1.83%，较上周五上行 8BP，短端利率大幅回升带动期限利差收窄，本周五期限利差录得 48.75BP，较上周五收窄 4.25BP。继年初以来降准降息落地后，3 月初央行行长潘功胜对货币政策工“后续仍然有降准空间”的表态助推债市高涨的做多情绪更上一层楼，10 年期国债收益率在 2 月下旬突破 2.40% 的关口后进一步发力突破历史性的 2.30%，引起了市场广泛关注。我们提示债市情绪性交易已达到高点，短期内需关注资金面波动以及止盈情绪等因素引发的债市波动增大。本周央行平价缩量续作 MLF，政策利率按兵不动使得市场 MLF 降息的预期落空，叠加近期经济数据有向好趋势，10 年期国债收益率本周回升至 2.30% 以上。

2024 年前两个月美国 CPI 数据连续高于市场预期，可能会令美联储在 3 月的议息会议上强化对降息的观望态度。虽然美联储在年内降息仍然是大概率事件，但是高利率维持时间可能更长，人民币汇率外部压力端起内边际上升。出于内外平衡的考虑，短期内货币政策进一步宽松迫切性或不高，债市或持续在当前位置小幅盘整。长期来看，出于缓释金融系统风险和维持地方债务滚续的需要，政策利率下行以及增加流动性投放均有利于债市长端利率的趋势性下移，10 年期国债收益率底部或难止于 2.30%，长期来看债市做多的逻辑仍然存在。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 社融及分项同比 (亿元)

项目	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	
总	当月新增社会融资规模	-16,399.00	5,408.00	6,263.00	4,717.00	9,307.00	5,915.00	6,567.00	-2,419.00	-9,661.00	-12,855.00	2,922.00	7,302.00
表内	新增人民币贷款	-8,411.00	-913.00	-3,309.00	-328.00	406.00	-317.00	68.00	-3,724.00	1,873.00	-6,011.00	815.00	7,196.00
	新增外币贷款	-319.00	1,120.00	1,030.00	291.00	876.00	130.00	625.00	798.00	100.00	-98.00	441.00	188.00
表外	新增委托贷款	-95.00	-943.00	58.00	-298.00	-899.00	-1,301.00	-1,658.00	-81.00	324.00	167.00	85.00	68.00
	新增信托贷款	505.00	794.00	1,111.00	562.00	454.00	593.00	251.00	628.00	674.00	922.00	734.00	214.00
	新增未贴现银行承兑汇票	-3,619.00	2,673.00	-1,311.00	11.00	-380.00	2,265.00	-2,357.00	781.00	-1,757.00	-727.00	1,212.00	1,505.00
直接	企业债券融资	-2,020.00	3,312.00	2,146.00	784.00	-1,231.00	305.00	1,276.00	330.00	-97.00	-2,510.00	-712.00	-393.00
	非金融企业境内股票融资	-457.00	-542.00	-935.00	-429.00	-467.00	-696.00	-215.00	-651.00	111.00	461.00	-173.00	-344.00
其他	政府债券	-2,127.00	-1,191.00	6,515.00	4,992.00	12,847.00	4,387.00	8,714.00	111.00	-10,845.00	-5,011.00	636.00	-1,059.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 历年前2月社融及分项比较 (亿元)

项目	2024年前2月	2023年前2月	2022年前2月	2021年前2月	2020年前2月	2019年前2月	
总	新增社会融资规模	80,575.00	91,566.00	73,929.00	69127	59272	56456
表内	新增人民币贷款	58,174.00	67,498.00	51,072.00	51595	42126	43309
	新增外币贷款	980.00	179.00	1,511.00	1562	765	238
表外	新增委托贷款	-531.00	507.00	354.00	-9	-382	-1208
	新增信托贷款	1,303.00	4.00	-1,431.00	-1778	-108	308
	新增未贴现银行承兑汇票	1,948.00	2,894.00	505.00	5541	-2558	683
直接	企业债券融资	6,592.00	5,300.00	9,448.00	5273	7861	5704
	非金融企业境内股票融资	536.00	1,535.00	2,024.00	1684	1058	408
其他	政府债券	8,958.00	12,278.00	8,748.00	3454	9437	6046

资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 信贷及分项同比 (亿元)

项目	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	
总	新增人民币贷款	-1,600.00	200	2300	1200	1232	1600	1100	3331	2400	5300	734	7600
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	-3349	2919	1004	2558	803	1377	1999	844	-441.87	8853	-2418.13	2902
	新增人民币贷款:中长期	-101	2141	3901	2679	420	1070	1965	2905	1899.28	2784	3174.72	9865
居民	新增人民币贷款:居民户	-7,988.00	7,229.00	468	298	-166	2082	658	3224	1157	784	-241	4908
	新增人民币贷款:居民户:短期	-6086	3187	872	69	541	177	398	-1066	632.13	148	600.87	2246
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-1,901.00	4,041.00	403	228	875	2014	1056	2158	463.28	637	-842.28	2613
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	-400.00	8200	3721	616	537	2339	738	499	687	5742	1055	2200
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	-485	500	219	1946	73	881	280	239	543	2292	849	2726
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	1800	1900	3498	2907	795	944	909	747	1436	2147	4017	7252
	新增人民币贷款:票据融资	-1,778.00	5606	851	543	1271	673	1881	461	1617	5709	3868	7874

资料来源: wind, 中航证券研究所

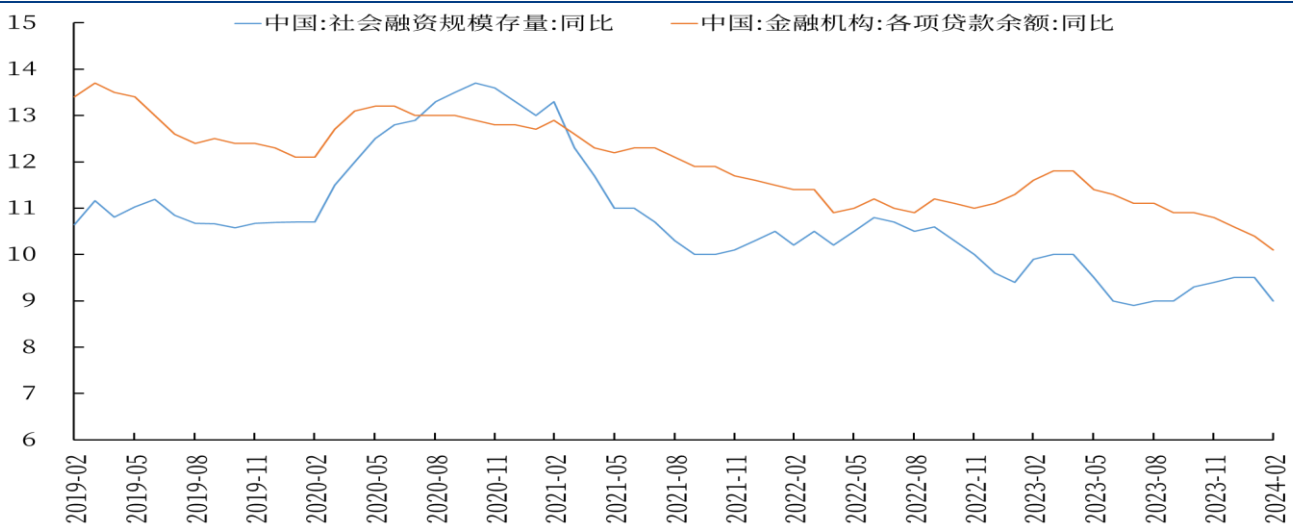
图4 历年前2月信贷及分项比较 (亿元)



	项目	2024年前2月	2023年前2月	2022年前2月	2021年前2月	2020年前2月	2019年前2月
总	新增人民币贷款	63,700.00	67,100.00	52,100.00	49400	42457	41158
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	6,060.00	17,328.00	17,146.00	5579	12825	14252
	新增人民币贷款:中长期	51,234.00	49,194.00	33,017.00	44961	28619	28322
居民	新增人民币贷款:居民户	3,894.00	4,653.00	5,061.00	14121	2208	9192
	新增人民币贷款:居民户:短期	-1,340.00	1,559.00	-1,905.00	587	-5653	-2
	新增人民币贷款:居民户:中长期	5,234.00	3,094.00	6,965.00	13561	7862	9195
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	54,300.00	62,900.00	46,000.00	37500	39900	34141
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	19,900.00	20,885.00	14,211.00	8252	14248	7399
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	46,000.00	46,100.00	26,052.00	31400	20757	19127
	新增人民币贷款:票据融资	-12,500.00	-5,116.00	4,840.00	-3260	4230	6855

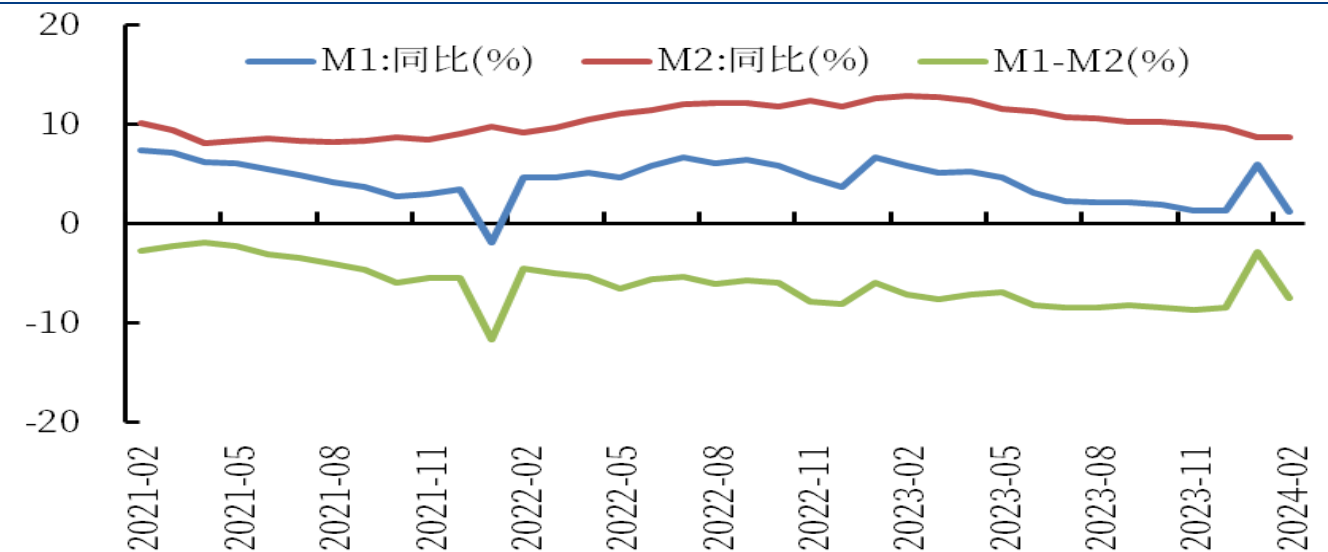
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 社融及信贷余额存量增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 货币增速



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637