

评 2024 年 2 月金融数据 信贷社融何以降温

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

- **一、社融遭遇高基数。**2024 年 2 月社融存量同比增速降低 0.5 个百分点至 9.0%。去年一季度中国经济在疫情放开后呈现补偿性增长，社会融资供需两旺，对今年金融数据形成高基数。结构上，表内贷款、表外票据和债券融资的拖累最大。
- **二、非银贷款显著多增。**从新增人民币贷款结构来看，2 月居民部门贷款收缩仍是贷款增长的主要矛盾，票据冲量行为受到合理约束，企业贷款增长仍然有力，非银贷款显著多增值得关注。2 月非银金融机构贷款达到 2015 年该分项数据公布以来次高值（最高为 2015 年 7 月，可能与股市异常波动期间的救市有关）。
- **三、春节错位致 M1 同比异动。**2 月 M1 同比增速回落至 1.2%，M2 同比持平于 8.7%。由于今年和去年春节时间错位，而春节前后企业集中发放奖金导致企业活期存款转化为居民储蓄存款，这一过程中 M1 转化为 M2，会拖累 M1 增长。这就使得今年 1 月 M1 面临低基数而异常高增、2 月 M1 受到春节效应拖累而显著回落。
- **四、2 月金融数据何以偏弱？**
 - **一是，春节错位的影响不容小觑。**春节月的信贷投放存在工作日减少的客观限制。今年春节落在 2 月上旬、去年春节落在 1 月，导致同比来看，今年 2 月的社融信贷规模会偏低。同时，2 月本身又是信贷“小月”，每年 2 月、4 月、7 月、10 月都是信贷的季节性低点。
 - **二是，政策对信贷投放的指导加强。**去年 11 月政策要求金融机构“着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”。在此要求下，今年没有出现往年过度追求信贷“开门红”的现象，体现为票据融资低增长，没有冲量。同时，在推进地方化债的总体要求下，对城投平台的债券融资也进一步加强了管理。
 - **三是，居民收到工资奖金后有提前还贷的诉求。**2 月社融同比少增主要集中在居民部门贷款、尤其是居民短期贷款上。这与居民提前还贷“去杠杆”的倾向不无关联：一方面，居民部门“去杠杆”体现其对未来收入的预期偏弱，不仅要压缩负债、还可能减少消费；另一方面，2022 年以来我国居民部门存款余额增速连续处于高位，居民高储蓄中蕴含着消费增长的潜力。如若能够有更大力度的总量政策出台，使得居民收入预期得以扭转，2024 年居民消费将有更大恢复空间。
 - **年初金融数据从结构上凸显出若干有利因素：其一**，去年 12 月央行重启 PSL 以来，政策性银行对“三大工程”贷款投放明显加快，助力企业中长期贷款保持较快增长。**其二**，普惠小微贷款、涉农贷款、民营经济贷款的余额增速均排在各项贷款增速的“第一梯队”，有力推动了企业短期贷款增速保持在高位。**其三**，2 月财政存款相比历史同期水平明显偏低，意味着财政资金投放力度较大，去年增发国债落地对年初基建领域投资增长形成支持。

2024年3月15日，央行公布2024年2月金融数据统计报告。

一、社融遭遇高基数

2024年2月新增社融规模15583亿元，同比虽明显少增16027亿元，但与2019-2023年同期平均水平相近；社融存量同比增速降低0.5个百分点至9.0%。去年一季度中国经济在疫情放开后呈现补偿性增长，社会融资供需两旺，对今年金融数据形成高基数。

结构上，表内贷款、表外票据和债券融资的拖累最大。2月社融同比少增主要依次集中在表内人民币贷款（少增8385亿）、表外票据（少增3618亿）、政府债券（少增2127亿）和企业债券（少增1905亿）上。其中，政府债券少增体现地方债提前批筹备节奏略弱于2023年同期；企业债券少增可能主要体现融资平台债务强监管下城投债融资减少，2月wind口径城投债净融资-291.32亿，而去年同期为166.26亿。

图表1 2024年2月新增社融及各分项同比增量



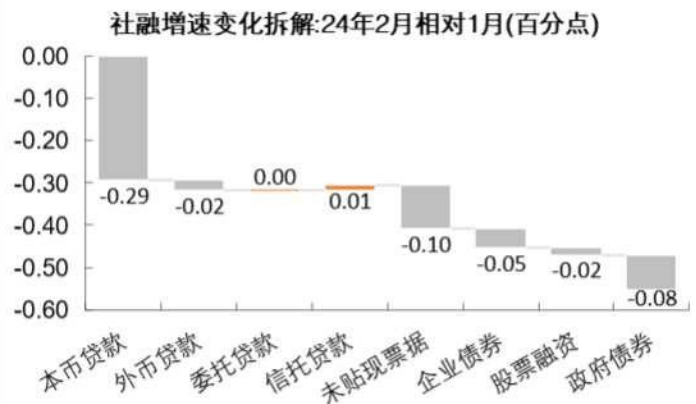
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 其他类包括贷款核销、存款类机构资产支持证券等分项

图表2 2月社融和贷款增速回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2月社融同比主要受贷款、表外票据、债券融资拖累



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、非银贷款显著多增

2024年2月新增人民币贷款1.45万亿元，同比少增3600亿元，但相比于2019-2022年同期来说是有所增长的；贷款存量同比增速回落0.3个百分点至10.1%，同样遭遇高基数压制。

结构上，居民部门贷款收缩仍是贷款增长的主要矛盾，票据冲量行为受到合理约束，企业贷款增长仍然有力，非银贷款显著多增值得关注。

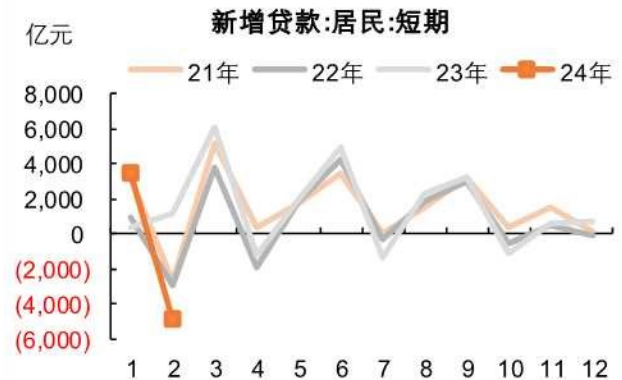
- 2月人民币贷款同比少增主要受到居民短期贷款（少增6086亿）、居民中长期贷款（少增1901亿）和企业票据融资（少增1778亿）的拖累。其中，去年1、2月份居民短期贷款与季节性规律出现偏离（1月偏低、2月偏高），放大了该分项同比少增的程度；1、2月份表内、表外票据总和显著低于历史同期水平，体现监管层对年初信贷冲量的约束。
- 而企业中长期贷款同比多增1800亿、企业短期贷款仅小幅少增485亿、包括非银金融机构贷款在内的其他类别贷款同比多增4850亿。其中，企业中长期贷款可能部分受到城中村改造专项借款的拉动。1月30日以来，多地住建局、国开行及农发行分行宣布城中村改造专项借款落地。据我们不完全统计，截至2月21日，国开行及农发行已发放超过880亿元城中村改造相关贷款。而已公布的城中村改造专项借款授信规模达到约10434亿元，可见其增长空间仍然较足。而2月非银金融机构贷款达到4045亿，为2015年该分项数据公布以来的次高值（最高为2015年7月，可能与股市异常波动期间的救市有关，本次亦然）。

图表4 2月企业贷款增长仍然有力，非银贷款显著多增



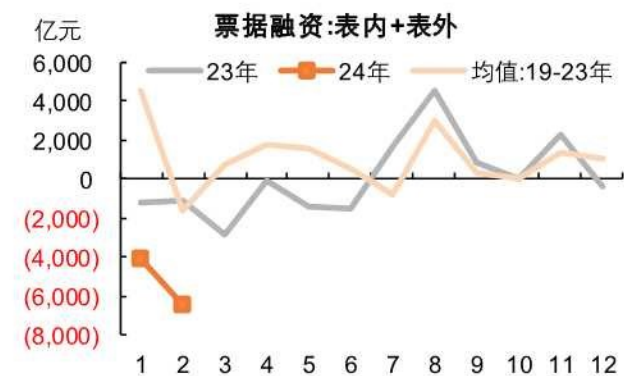
资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 分项四舍五入, 总数或有差异

图表5 去年1、2月居民短期贷款增长节奏与季节性偏离



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 2024年1、2月票据融资显著收缩



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 2024年2月非银金融机构贷款达历史次高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、春节错位致 M1 同比异动

2024 年 2 月 M1 同比增速回落至 1.2%，M2 同比持平于 8.7%。由于今年和去年春节时间错位（去年 1 月 22 日春节，今年 2 月 10 日春节），而春节前后企业集中发放奖金导致企业活期存款转化为居民储蓄存款，这一过程中 M1 转化为 M2，会拖累 M1 增长。这就使得今年 1 月 M1 面临低基数而异常高增、2 月 M1 受到春节效应拖累而显著回落，从总体 M2 的增长情况来看，货币供应保持了平稳。

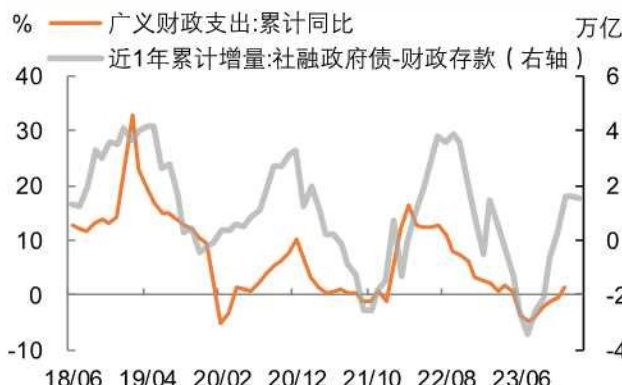
从存款结构来看，2 月居民存款与去年错位而多增、财政存款与去年错位而少增，也对此形成印证。值得注意的是，2 月财政存款相比历史同期水平明显偏低，意味着财政资金投放力度较大。从我们构建的政府债券融资与财政存款差值指标来看（体现财政资金投放力度），今年年初受益于万亿增发国债资金下发，财政对经济构成了较有力支持。

图表8 2024 年 2 月 M1 增速回落，M2 增速持平



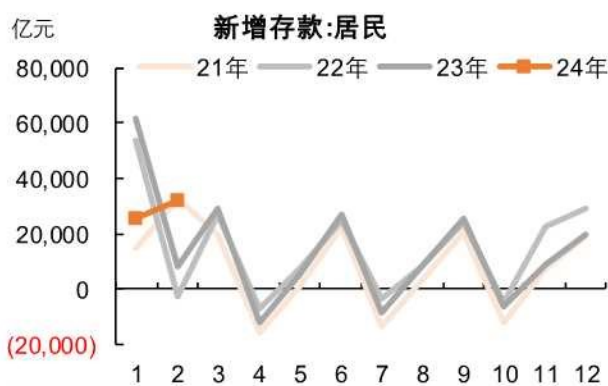
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2024 年初财政资金投放力度较大



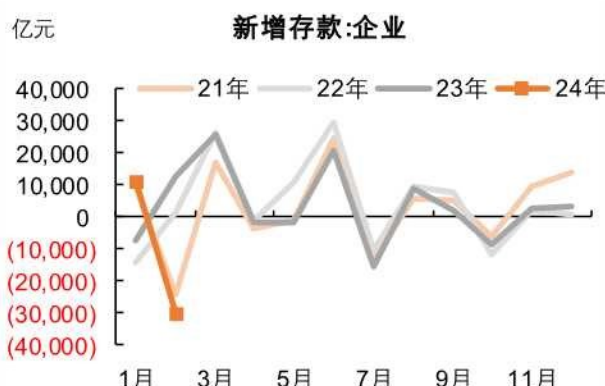
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2024 年 2 月居民存款错位多增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 2024 年 2 月企业存款错位少增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、2 月金融数据何以偏弱？

我们认为主要原因有三：

一是，春节错位的影响不容小觑。春节月的信贷投放存在工作日减少的客观限制。今年春节落在 2 月上旬，是历史上更为常见的情况（近 14 年来有 9 年春节是在 2 月），但去年春节落在 1 月，这就导致同比来看，今年 2 月的社融信贷规模会偏低。同时，2 月本身又是信贷“小月”，每年 2 月、4 月、7 月、10 月都是信贷的季节性低点。事实上，与 2017-2022 年同期相比，今年 2 月的社融和信贷总量均不算低。这可能也是本次央行将 1、2 月数据合并公布的原因之一。

二是，政策对信贷投放的指导加强。去年 11 月 17 日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会，要求“着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长。”在此要求下，今年没有出现往年过度追求信贷“开门红”的现象，体现为票据融资低增长，没有冲量。同时，在推进地方化债的总体要求下，对城投平台的债券融资也进一步加强了管理。

三是，居民收到工资奖金后有提前还贷的诉求。2 月社融同比少增主要集中在人民币贷款，人民币贷款的少增又主要集中在居民部门贷款、尤其是居民短期贷款上。这可能与居民提前还贷“去杠杆”的倾向不无关联：一方面，居民部门“去杠杆”体现其对未来收入的预期偏弱，不仅要压缩负债、还可能减少消费；另一方面，2022 年以来我国居民部门存款余额增速连续处于高位，居民高储蓄中蕴含着消费增长的潜力。2023 年 9 月末起，央行指导商业银行调降存量房贷利率，今年 2 月 5 年期以上 LPR 大幅下降 25bp，都有助于居民偿债率趋于稳定。如若能够有更大力度的总量政策出台，使得居民的收入预期得以扭转，2024 年居民消费将有更大恢复空间。

今年两会政府工作报告提出货币政策要“盘活存量、提升效能”“避免资金沉淀空转”，更加着眼于信贷投放的质量。年初金融数据从结构上已凸显出若干有利因素：其一，去年 12 月央行重启 PSL 以来，政策性银行对“三大工程”（保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设）的贷款投放明显加快，助力企业中长期贷款保持了较快增长。其二，据中新社是直通车报道，2 月末普惠小微贷款余额、涉农贷款余额、民营经济贷款余额的增速均排在各项贷款增速的“第一梯队”，这些也有力推动了企业短期贷款增速保持在高位。其三，去年增发国债的落地助力财政资金投放保持较大力度，或将对一季度基建领域投资增长形成支持。

图表 12 2022 年以来居民存款余额增速连续处于高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 13 2 月企业贷款增长保持了较高韧性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：稳增长政策落地效果不及预期，海外经济衰退程度超预期，房地产企业信用风险蔓延等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层