

宏观

证券研究报告

金融数据中的几点信息

2024年03月17日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-价格战对物价水平的影响》 2024-03-13
- 《宏观报告：宏观报告-美国核心通胀反弹的两条线索》 2024-03-12
- 《宏观报告：宏观报告-为什么小非农（ADP）与非农（NFP）就业持续背离》 2024-03-10

年初信贷存在大小月的特征，1月冲高后，2月回落。受商品房销售偏弱、建筑业等复产复工速度偏慢等因素的影响，年初国内基本面仅弱企稳，这也对应着1-2月偏弱的金融数据。

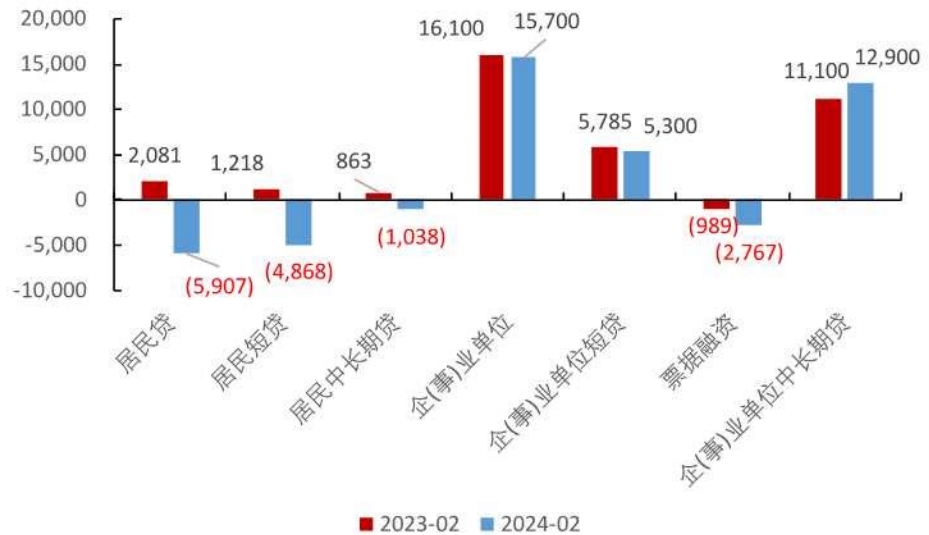
在整体偏弱时，结构上不乏亮点，高增的企业中长期贷款和开始减少的政府存款或表明年初基建大概率强于制造业强于地产。

往后来看，金融数据支撑在两个方面，一是政府债加速发以及财政发力时的配套融资落地情况（主要是基建）；二是在政策支持力度加大（大规模设备更新）以及出口带动基本面好转时，制造业信贷需求的改善情况。

风险提示：经济复苏超预期，金融数据变动超预期，政府债发行超预期

在 1 月开门红后，2 月金融数据明显回落，受实体信贷需求走弱、政府债发行偏慢等因素影响，2 月社融增速下滑 0.5 个百分点至 9%。在金融数据整体表现偏弱时，数据中也不乏结构性亮点，比如 2 月新增信贷结构分化，非银信贷强、企业信贷企稳、居民信贷需求偏弱。

图 1：新增信贷规模分项变化（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

(1) 居民贷 -5907 亿元

2 月居民新增信贷 -5907 亿元，同比多减 7988 亿元，短贷同比多减 6086 亿元，中长期贷款同比多减 1901 亿元。

居民信贷偏弱，原因是地产销售继续走弱和 1 月信贷透支。年初以来，除汽车消费和文旅消费外，居民消费整体偏弱（详见《年初经济怎么看》，2024.03.05）。1 月居民信贷同比大幅多增也透支了居民 2 月贷款意愿。1-2 月居民部门新增贷款同比减少 759 亿元，与房地产销售表现偏弱相符合。

(2) 企业贷 +1.57 万亿

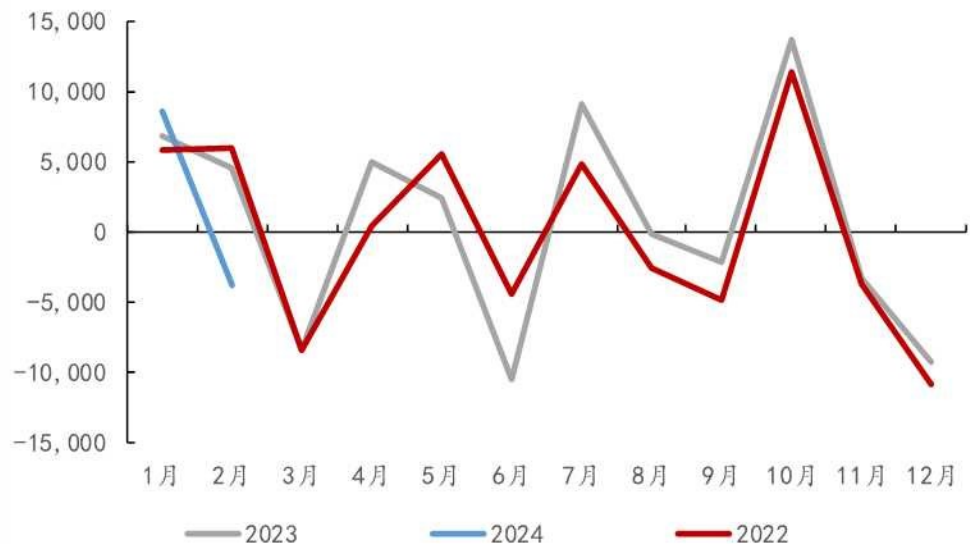
企业贷款整体稳定，中长期贷款是主要支撑。2 月企事业单位新增贷款 1.57 万亿，其中企事业单位中长期贷增加 1.29 万亿元，同比多增 1800 亿元。

企事业单位中长期贷款需求稳定，原因是年初政策资金开始落地带动了配套融资。比如，央行明确要求做好“五篇大文章”¹推动制造业中长期贷款需求回暖。房地产项目“白名单”工作截止 2024 年 2 月末审批通过贷款超 2000 亿元²。2 月财政资金开始逐渐下发，财政存款同比少增 8356 亿元，带动了基建项目的配套资金需求。

图 2：新增财政存款（单位：亿元）

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5251752/index.html>

² <https://mp.weixin.qq.com/s/W80iznbToVK5IS0yMs-CKA>



资料来源：wind，天风证券研究所

(3) 非银贷+4045 亿元

2月非银贷款新增 4045 亿元，同比多增 3872 亿元。非银贷款同比多增也解释了社融口径下信贷和金融机构新增人民币贷款之间差距。非银行业金融机构包含了包括各类型资产管理机构、消费金融公司、财务公司等³，因此非银金融机构贷款具体用途难以辨别。

上一次非银贷款大幅多增是 2015 年 7 月，我们认为当时非银贷款高增与银行增加对证金公司的资金支持有关⁴。这次非银贷款高增或也与银行增加对证金公司的资金支持有关。

(4) 政府债

除信贷外，2月社融的主要拖累项是企业债、政府债、未贴现银行承兑汇票，分别新增 1642、6011、-3688 亿元，同比去年减少了 2020、2127、3619 亿元。

年初以来，受部分省份债务监管压力下放缓专项债发行进度、去年增发国债资金逐渐落地等因素影响，今年年初政府债发行进度相对偏慢，1-2 月政府债净融资规模仅 8958 亿元，同比少 3320 亿元。

简单估算今年政府债净融资规模或在 9 万亿左右（1 万亿特别国债、3.9 万亿专项债、4.06 万亿赤字⁵），在年初发行偏慢后，二季度可能开始发行超长期特别国债，**后续政府债发行速度或明显加快。**

图 3：什么拖累了 2 月新增社融规模（单位：亿元）

³ https://www.gov.cn/gongbao/2023/issue_10866/202312/content_6918860.html

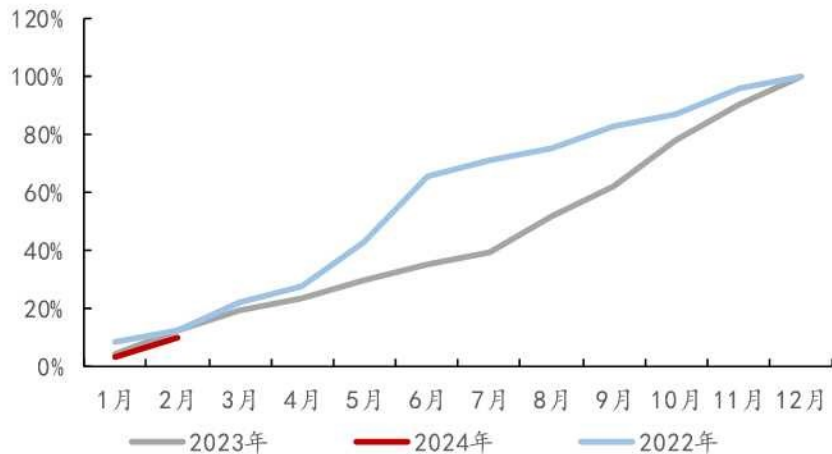
⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/5YvKAw5yvodUeeF7AWtJJQ>

⁵ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202403/content_6939153.htm



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：社融口径下政府债融资节奏估算（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

（5）票据

除表外票据，2月表内票据也减少了2767亿元，同比多减-1778亿元。

表内、表外票据同时减少可能是因为春节期间，企业复产复工速度较慢，整体票据供给较少。2024年2月票据承兑2.24万亿⁶，1月为2.7万亿⁷。比如百年建筑网数据显示，受资金端影响，截止3月13日，今年年初建筑项目开复工率工地开复工率75.4%，农历同比减少10.7个百分点；劳务上工率72.4%，农历同比减少11.5个百分点⁸。

另外，2月主要大行银票承兑余额环比均有所回落，10家主要银行商业汇票承兑余额环比下滑4.8个百分点⁹。

图 5：年初以来项目开工率较低（单位：%）

⁶ https://mp.weixin.qq.com/s/wqSQxgYnKk1M18_gH9IQ4A

⁷ https://mp.weixin.qq.com/s/lUSMwaeOjCx_BFn9oI0cAQ

⁸ <https://mp.weixin.qq.com/s/2x6vyxT1ytCdkHi7FpCq4w>

⁹ https://mp.weixin.qq.com/s/H_Q0-W7SloP6G1Wcj4O-Zw

全国工地开工复工率	2021年	2022年	2023年	2024年
第1期（正月初十）	17.5%	27.3%	10.5%	13.0%
第2期（正月十七）	48.6%	51.0%	38.4%	39.9%
第3期（正月二十四）	86.9%	69.6%	76.5%	62.9%
第4期（二月初二）	93.8%	80.4%	86.1%	75.4%
全国工地劳务上工率	2021年	2022年	2023年	2024年
第1期（正月初十）	23.5%	25.7%	14.7%	15.5%
第2期（正月十七）	48.7%	60.2%	43.3%	38.1%
第3期（正月二十四）	83.6%	70.8%	68.2%	57.5%
第4期（二月初二）	96.9%	81.2%	83.9%	72.4%

注1：受节假日影响，24年调研日农历顺延一天
注2：样本说明：调研样本覆盖187家建筑施工头部企业，共10094个工地，工地总数同比下降17%，其中，房地产类项目占比27%，非房地产类项目占比73%。分区域看，华东占比50%；华南占比18%；西北11%；华北占比10%；华中占比7%；西南占比3%；东北占比1%。

资料来源：百年建筑网公众号，天风证券研究所

（6）M1 增速回落

受企事业单位活期存款大幅回落影响（2月单位活期存款减少2.79万亿），2月M1同比增速在1月冲高后再度回落4.7个百分点至1.2%，前值为5.9%。

2月M1同比增速回落有春节效应的影响（春节前奖金发放以及部分企业工资清算会带动企业存款转向居民存款，带动M1下滑），2月春节企业存款向居民存款转化带动企业活期存款下滑，2月单位活期、定期存款分别减少2.79万亿和0.4万亿，个人存款增长3.2万亿，即单位存款主要转化为了个人存款。

从历史数据上看，单位活期存款下滑规模并未超预期，2023年1月（春节所在月）单位活期存款也减少了2.6万亿。

这里可能的一个原因是居民持币方法变化对M1的影响。往年春节居民取现需求会较高，对应M0增长。但随着电子支付的发展，居民取现需求减弱。这导致2月M0（流通中的货币）环比减少了388.6亿元，但在近几年春节所在月份M0规模环比均正增长，比如2023年1月M0环比增加了9895亿元。

这或压低M1增速，原先企业存款转化为居民存款后（M1向M2转化），居民取现需求会将部分资金转化为M0（纳入M1），但是现在这部分资金没有了，M1在同比增速上自然会面临一定压力。

总的来看，年初信贷存在大小月的特征，1月冲高后，2月回落。受商品房销售偏弱、建筑业等复产复工速度偏慢等因素的影响，年初国内基本面仅弱企稳，这也对应着1-2月偏弱的金融数据。

在整体偏弱时，结构上不乏亮点，高增的企业中长期贷款和开始减少的政府存款或表明年初基建大概率强于制造业强于地产。

往后来看，金融数据支撑在两个方面，一是政府债加速发以及财政发力时的配套融资落地情况（主要是基建）；二是在政策支持力度加大（大规模设备更新）以及出口带动基本面好转时，制造业信贷需求的改善情况。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com