

政策有定力，关注预期差下市场调整

——中国 2024 年 2 月金融数据点评

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

3 月 15 日，央行发布 2024 年 2 月金融统计数据。数据显示：前两个月社会融资规模增量 8.06 万亿元，同比少 1.1 万亿元；人民币贷款增加 5.82 万亿元，同比少增 9324 亿元；人民币存款增加 6.44 万亿元，同比少增 3.24 万亿元；M2 同比增长 8.7%，M1 同比增长 1.2%，M2-M1 剪刀差为 7.5%，较 1 月有所扩大。

核心观点

■ 2 月金融数据显示出去杠杆压力

负债端：化债之下缺乏加杠杆动力。货币负债端活化度 1-2 月份出现波动，总体低位缓慢抬升（图 3），M1 同比增速从 1 月的 5.9% 回落至 1.2%，同时 M2-M1 剪刀差从 1 月 2.8% 再次扩张至 7.5%，显示出春节期间波动特点；但是总体上来说数据体现出周期底部特征，3 月央行平价缩量续作 MLF，进一步凸显政策“稳健”的定力。

资产端：实体表现出谨慎特征。2 月社融和信贷数据除去季节性回落之外，整体表现出对于扩张的“谨慎”。居民部门无论短期还是中长期均表现出明显的收缩，而企业部门尽管中长期信贷维持小幅扩张，但是债券、股票和票据融资均有收缩。在股票市场波动增加的背景下，2 月增加了对于非银部门的信贷供给。2024 年政府工作报告给出了 3% 的赤字率和万亿特别国债的政策组合，关注二季度政府融资对于资产端的“稳健”影响。

■ 关注预期差带来的短期调整风险

美国：收益率曲线陡峭化的压力。美国 2 月以来经济数据尤其是通胀数据的回升，给与美联储“不降息”的定力，但是财政短期再融资需求背景增加美联储调整量化紧缩政策的可能。美联储 3 月已提前吹风“买短卖长”的资产负债表操作方向，在基准利率不变的前提下将驱动收益率曲线进一步陡峭化，叠加日本央行货币政策转向收紧的可能，全球货币流动性收紧的压力将进一步上升，降低了国内短期流动性宽松的政策空间。

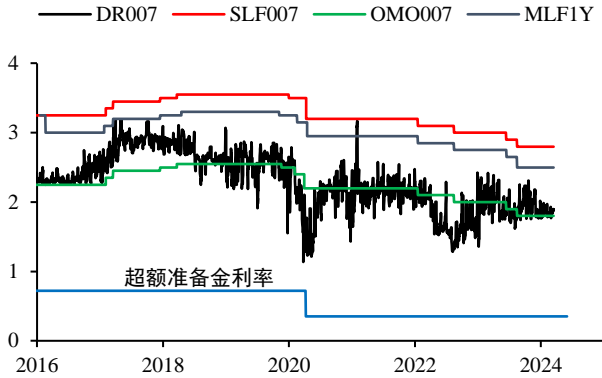
中国：脱虚向实和曲线的扁平化。海外流动性趋紧叠加央行 3 月不降息的政策选项，将继续施压国内利率曲线的短端，曲线短期存在进一步扁平化空间，以降低资金空转。关注资产端二季度扩张的节奏，在负债端进一步宽松相对谨慎的背景下，国内利率存在反弹风险。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

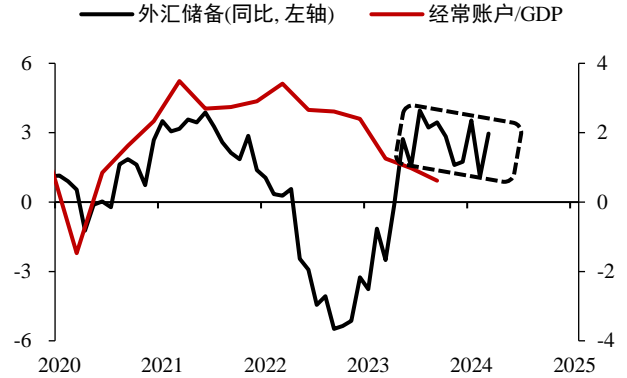
相关图表

图 1: 央行利率走廊向下压缩 | 单位: %



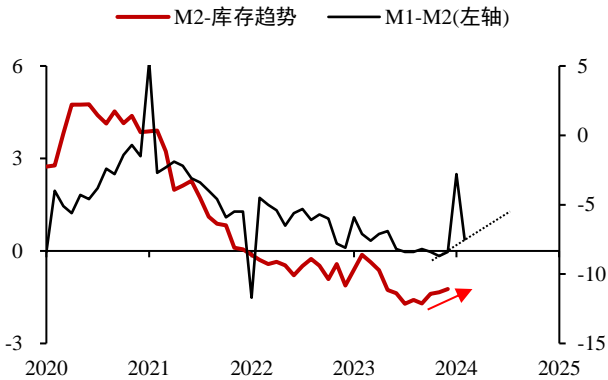
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 外汇储备变化和经常帐规模 | 单位: %, %GDP



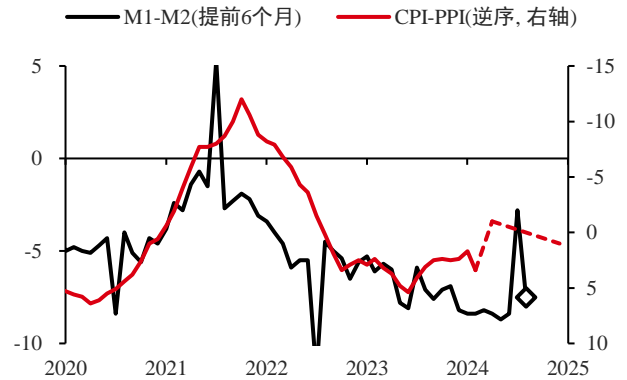
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 宏观经济周期底部缓慢回升 | 单位: %



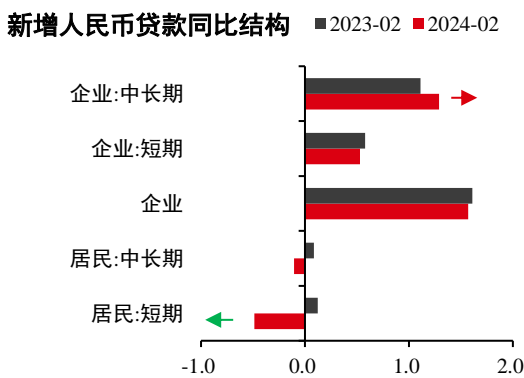
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 市场流动性维持在低位 | 单位: %YOY



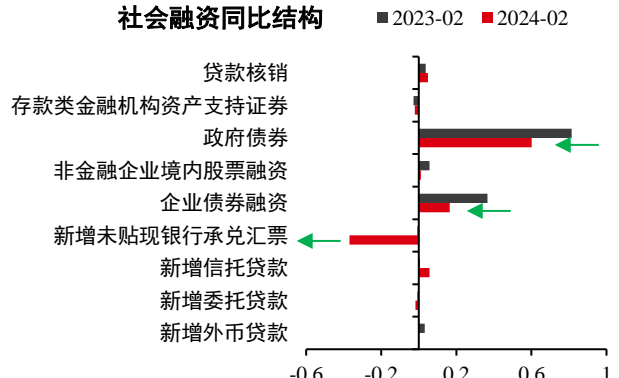
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 企业中长期回升但居民全面回落 | 单位: 万亿元



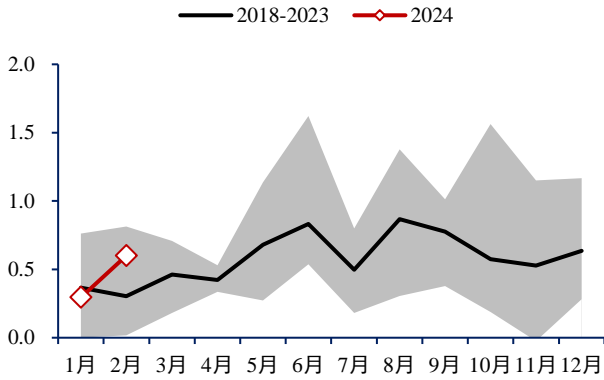
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 政府和企业融资均出现回落 | 单位: 万亿元



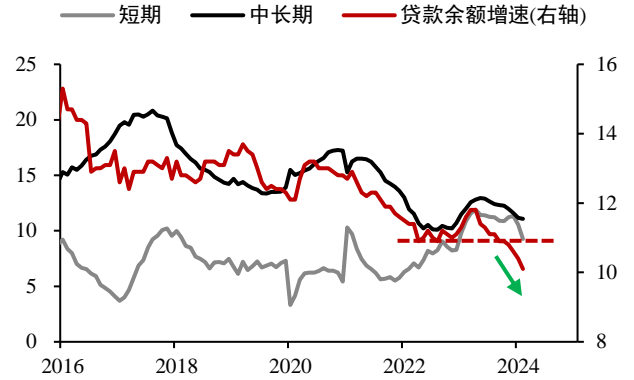
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7：一季度地方债发行逐渐改善 | 单位：万亿元



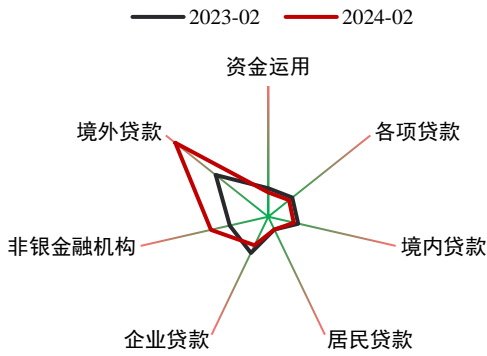
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：人民币贷款增速快速回落 | 单位：%YOY



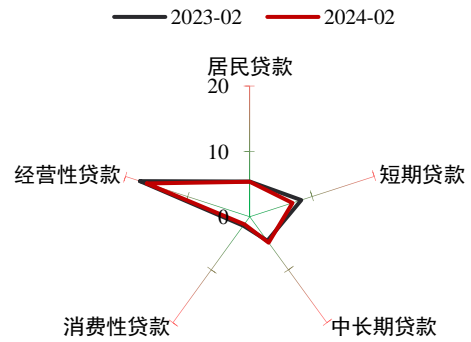
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：非银贷款出现意外扩张 | 单位：万亿元



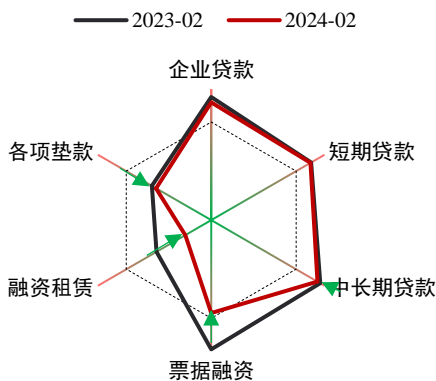
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：居民贷款整体保持谨慎 | 单位：万亿元



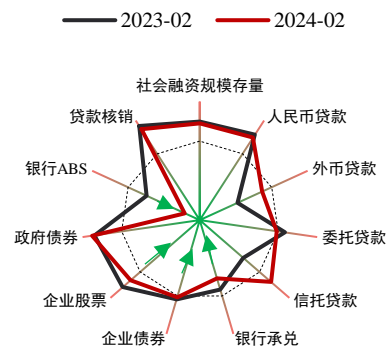
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：企业贷款收缩风险加大 | 单位：万亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：企业市场融资出现收缩 | 单位：万亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

附录 1：2024 年 2 月金融统计数据报告¹

一、广义货币增长 8.7%

2 月末，广义货币(M2)余额 299.56 万亿元,同比增长 8.7%。狭义货币(M1)余额 66.59 万亿元,同比增长 1.2%。流通中货币(M0)余额 12.1 万亿元,同比增长 12.5%。前两个月净投放现金 7566 亿元。

二、前两个月人民币贷款增加 6.37 万亿元

2 月末，本外币贷款余额 248.67 万亿元，同比增长 9.7%。月末人民币贷款余额 243.96 万亿元，同比增长 10.1%。

前两个月人民币贷款增加 6.37 万亿元。分部门看，住户贷款增加 3894 亿元，其中，短期贷款减少 1340 亿元，中长期贷款增加 5234 亿元；企（事）业单位贷款增加 5.43 万亿元，其中，短期贷款增加 1.99 万亿元，中长期贷款增加 4.6 万亿元，票据融资减少 1.25 万亿元；非银行业金融机构贷款增加 4294 亿元。

2 月末，外币贷款余额 6626 亿美元，同比下降 10.5%。前两个月外币贷款增加 62 亿美元。

三、前两个月人民币存款增加 6.44 万亿元

2 月末，本外币存款余额 296.58 万亿元，同比增长 8.1%。月末人民币存款余额 290.7 万亿元，同比增长 8.4%。

前两个月人民币存款增加 6.44 万亿元。其中，住户存款增加 5.73 万亿元，非金融企业存款减少 1.85 万亿元，财政性存款增加 4806 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.71 万亿元。

2 月末，外币存款余额 8277 亿美元，同比下降 6.2%。前两个月外币存款增加 299 亿美元。

四、2 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.85%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.89%

2 月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 136.49 万亿元，日均成交 7.58 万亿元，日均成交同比增长 6.6%。其中，同业拆借日均成交同比下降 26.6%，现券日均成交同比增长 24.7%，质押式回购日均成交同比增长 5.9%。

¹ 参考：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5275679/index.html>

2 月份同业拆借加权平均利率为 1.85%，比上月高 0.02 个百分点，比上年同期低 0.07 个百分点。质押式回购加权平均利率为 1.89%，分别比上月和上年同期低 0.01 个和 0.18 个百分点。

五、2 月份经常项下跨境人民币结算金额为 10461 亿元，直接投资跨境人民币结算金额为 5067 亿元

2 月份，经常项下跨境人民币结算金额为 10461 亿元，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 7992 亿元、2469 亿元；直接投资跨境人民币结算金额为 5067 亿元，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 1574 亿元、3493 亿元。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：自 2015 年起，人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项，人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注 3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

注 4：自 2022 年 12 月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。12 月末流通中数字人民币余额为 136.1 亿元。修订后，2022 年各月末 M1、M2 增速无明显变化。修订后 M0 增速如下：

表 1: M0 增速修订 | 单位：%YOY

	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06
流通中货币(M0)	18.50%	5.80%	10.00%	11.50%	13.50%	13.90%
	2022.07	2022.08	2022.09	2022.1	2022.11	2022.12
流通中货币(M0)	13.90%	14.30%	13.60%	14.40%	14.10%	15.30%

资料来源：中国人民银行

注 5：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。2023 年 1 月末，三类机构贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；存款余额 222 亿元，当月增加 27 亿元。文中数据均按可比口径计算。

附录 2：2024 年 2 月社会融资规模统计数据报告

2024 年 2 月社会融资规模存量统计数据报告²

初步统计，2024 年 2 月末社会融资规模存量为 385.72 万亿元，同比增长 9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 241.29 万亿元，同比增长 9.7%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.76 万亿元，同比下降 5.3%；委托贷款余额为 11.22 万亿元，同比下降 0.7%；信托贷款余额为 4.03 万亿元，同比增长 7.7%；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.68 万亿元，同比下降 9.3%；企业债券余额为 31.53 万亿元，同比增长 0.7%；政府债券余额为 70.69 万亿元，同比增长 15.1%；非金融企业境内股票余额为 11.48 万亿元，同比增长 6.4%。

从结构看，2 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.6%，同比高 0.4 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.5%，同比持平；委托贷款余额占比 2.9%，同比低 0.3 个百分点；信托贷款余额占比 1%，同比低 0.1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.7%，同比低 0.1 个百分点；企业债券余额占比 8.2%，同比低 0.6 个百分点；政府债券余额占比 18.3%，同比高 0.9 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3%，同比持平。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

2024 年 2 月社会融资规模增量统计数据报告³

初步统计，2024 年前两个月社会融资规模增量累计为 8.06 万亿元，比上年同期少 1.1 万

² 参考：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5275770/index.html>

³ 参考：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5275776/index.html>

亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 5.82 万亿元，同比少增 9324 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 980 亿元，同比多增 801 亿元；委托贷款减少 530 亿元，同比多减 1037 亿元；信托贷款增加 1303 亿元，同比多增 1299 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1948 亿元，同比少增 946 亿元；企业债券净融资 6592 亿元，同比多 1293 亿元；政府债券净融资 8958 亿元，同比少 3320 亿元；非金融企业境内股票融资 536 亿元，同比少 999 亿元。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com