

2月金融数据点评：社融增速回落，宽信用有待观察



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



陈国文 研究助理
Email:chenguowen@lczq.com

投资要点：

信贷、政府债、企业债等主要分项同比均少增，社融增速再回落。2月新增社融1.52万亿（wind一致预期2.42万亿），同比少增1.64万亿，社融存量增速环比回落0.5个百分点至9.0%。

信贷同比少增，企业中长贷边际回暖。金融机构当月新增人民币贷款1.45万亿，同比少增3600亿。结构上，①居民部门当月新增-5907亿，同比多减7988亿，或指向居民消费意愿仍然偏弱，地产需求改善有待观察；②企业部门当月新增1.57万亿，同比少增400亿，中长贷表现尚可。原因可能有三：一是在“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”的政策指引下，城市房地产融资协调机制快速落地，部分房地产企业的相关贷款需求进一步得到兑现；二是去年增发国债与PSL资金投放落地对企业融资需求有所拉动。三是在“化解存量，严控增量”的化债过程中，部分城投和非标转为信贷，对企业中长贷形成一定支撑。

M1、M2剪刀差再度走阔。①M1方面，当月增速下滑4.7个百分点至1.2%。主因单位活存增速自1月的6.0%回落至-1.0%。指向前1月M1增速的抬升，更多来自年末企业发放年终奖，活期存款需求阶段性偏高的拉动，而非实体经营活力自发改善；②M2方面，当月增速维持在8.7%，一是财政存款加速释放；二是居民和非银存款大幅增加；三是企业存款大幅减少。三者共同指向在信贷融资偏弱背景下，财政资金发力注入实体经济，企业部门受春节效应影响，资金向居民和非银机构转换，但居民预防式储蓄意愿仍然偏高，资金回流企业相对偏慢。

宽货币向宽信用的有效传导仍需政策呵护。2月社融主要分项均有所回落，虽然一定程度上受到春节错位的影响，但信贷融资偏弱、实体经济活跃度偏低的现象仍然客观存在。往前看，一方面财政政策上，财政资金开始加速注入实体经济，宽财政为宽货币向宽信用的有效传导保驾护航。后续专项债发行节奏抬升以及特别国债的逐步落地或将继续提供支撑；另一方面，货币政策上，央行在调降LPR后，3月MLF平价缩量，或更多受到稳汇率诉求和银行净息差偏低的双重掣肘。后续美国劳动力市场走势以及商业银行负债端成本变化或是主要关注点。

风险提示：房地产周期下行超预期；财政政策货币政策稳增长不及预期；监管政策出现重大变化；海外货币政策紧缩超预期。

相关报告

低基数效应显现，进出口数据迎来“开门红”——1-2月进出口数据解读

2024.03.12

2024年政府工作报告点评：新质生产力与稳增长并重

2024.03.06

2月PMI数据解读：美韩制造业站稳荣枯线上

2024.03.05

目 录

1. 社融：低于市场预期	4
1.1 社融存量增速由升转降	4
1.2 结构上信贷、政府债、企业债等主要分项同比均少增	4
2. 信贷：居民部门偏弱，企业中长贷边际回暖	6
2.1 企业部门：短贷少增，中长贷企稳回升	7
2.2 居民部门：受春节错位影响，当月整体偏弱	8
3. M1 增速均回落，M2 增速持平，剪刀差再度走阔	9
3.1 M1 季节性回升后再度走弱，剪刀差重回低位	9
3.2 宽信用有待进一步观察	10
4. 风险提示	10

图目录

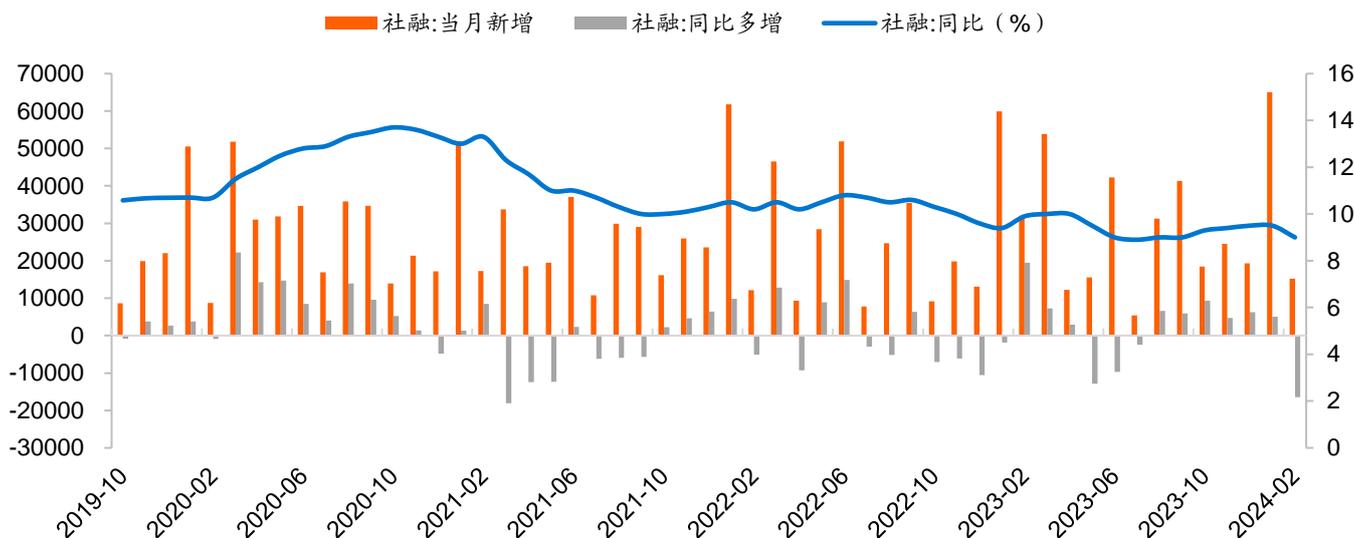
图 1	社融总量同比少增，增速环比回落（亿元）	4
图 2	社融主要分项均有所回落（亿元）	5
图 3	国债发行保持较强态势	5
图 4	地方政府一般债净融资同比少增	5
图 5	1-2 月专项债发行节奏偏慢	6
图 6	城投债净融资同比大幅少增	6
图 7	2 月城投债收益率继续回落	6
图 8	1-2 月中票、短融净融资额同比增加	6
图 9	2 月新增人民币贷款同比少增（亿元）	7
图 10	结构上居民部门、票据融资偏弱拖累信贷（亿元）	7
图 11	企业部门中长期贷款同比多增（亿元）	8
图 12	企业部门短期贷款同比少增（亿元）	8
图 13	1-2 月 30 大中城市商品房销售同比波动较大（%）	8
图 14	居民部门中长期贷款同比少增（亿元）	9
图 15	居民部门短期贷款同比少增（亿元）	9
图 16	M1、M2 剪刀差再度走阔（%）	9
图 17	居民存款同比多增，企业存款同比少增（亿元）	10
图 18	单位活存季节性回落拖累 M1 增速（%）	10

1. 社融：低于市场预期

1.1 社融存量增速由升转降

社融增速回落，明显低于市场预期。2月新增社融1.52万亿（wind一致预期2.42万亿），同比少增1.64万亿，社融存量增速环比回落0.5个百分点至9.0%。结构上看，除信托贷款同比多增外，社融其余主要分项均有不同程度少增。

图1 社融总量同比少增，增速环比回落（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

1.2 结构上信贷、政府债、企业债等主要分项同比均少增

人民币贷款同比大幅回落。2月社融口径新增人民币贷款9773亿，同比少增8411亿。我们理解主要有两点原因：一是去年信贷投放前置，同期实体融资需求也有边际改善，形成较高基数；二是春节错位影响下信贷融资季节性回落。往前看，当前票据利率绝对水平显著低于历史同期，但表内票据融资仍同比大幅少增，或指向2月以来信贷投放意愿有所转弱。央行在2023四季度货币政策执行报告再次强调“引导信贷合理增长、均衡投放”，均衡投放要求下，新增信贷向大月集中的现象或进一步缓解。

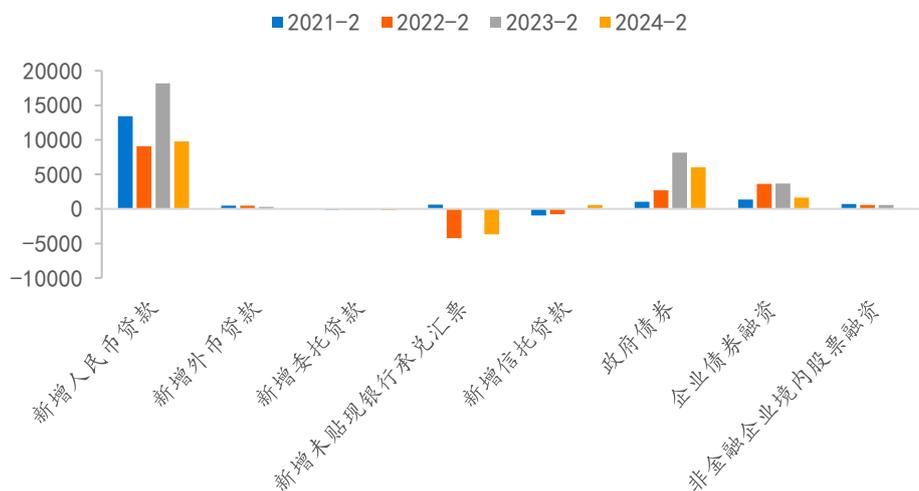
地方债发行偏慢拖累政府债券。政府债券当月新增6011亿，同比少增2127亿。一是国债发行保持较强态势。当月新发国债7500亿，净融资2647亿，同比多增1288亿；二是地方一般债发行节奏偏慢。当月新增地方债一般债540亿，净融资159亿，同比少增850亿。政府工作报告提出：2024年赤字规模4.06万亿，其中中央财政赤字3.34万亿，地方财政赤字0.72万亿。结构上看，较去年新增的1800亿赤字全部由中央承担，体现了中央财政加杠杆的意愿更为积极。三是专项债发行节奏有待提升。1-2月新增专项债4034亿，较去年同期少增4236亿。2024年地方政府专项债新增额度3.9万亿，比上年增加1000亿，1-2月专项债发行节奏相对偏慢，或是去年增发国债资金逐步落地对专项债发行有一定的“挤出效应”。

企业债融资同比少增。企业债券当月新增1642亿，同比少增2020亿。一是基数偏高。去年同期理财赎回的负面影响逐步修复，信用债融资成本有所回落，带动企业发债意愿回升。二是城投债发行规模较低。城投债当月净融资-291亿，同比多减1969亿，与一揽子化债背景下，“化解存量，严控增量”的政策基调一致；三是中票和短融新增规模占比较高。当月中票和短融净融资1373亿，或指向低利率环境下，企业发债融资需

求的支撑更多是发行期限较短的债券来进行运营周转。

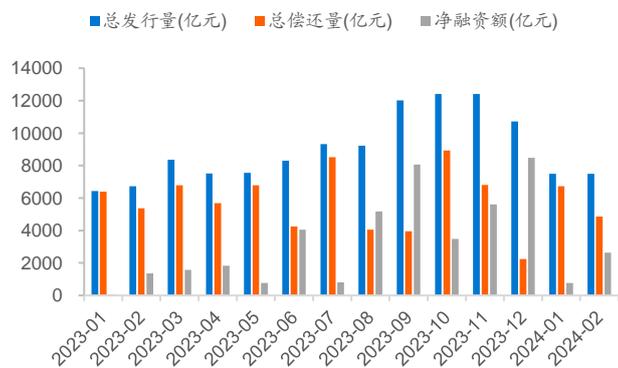
信托贷款同比多增。表外方面，委托贷款、未贴现银行承兑汇票、信托贷款当月分别新增-172亿，-3688亿和571亿，同比分别多减95亿、3619亿，以及多增505亿。信托贷款同比多增或与去年增发国债资金在年初逐步落地，带动基建相关配套融资有关。

图2 社融主要分项均有所回落（亿元）



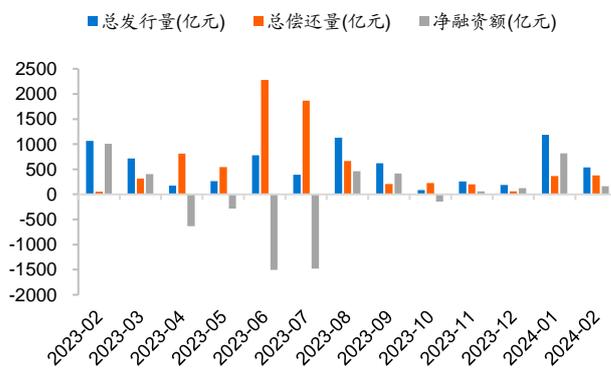
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 国债发行保持较强态势



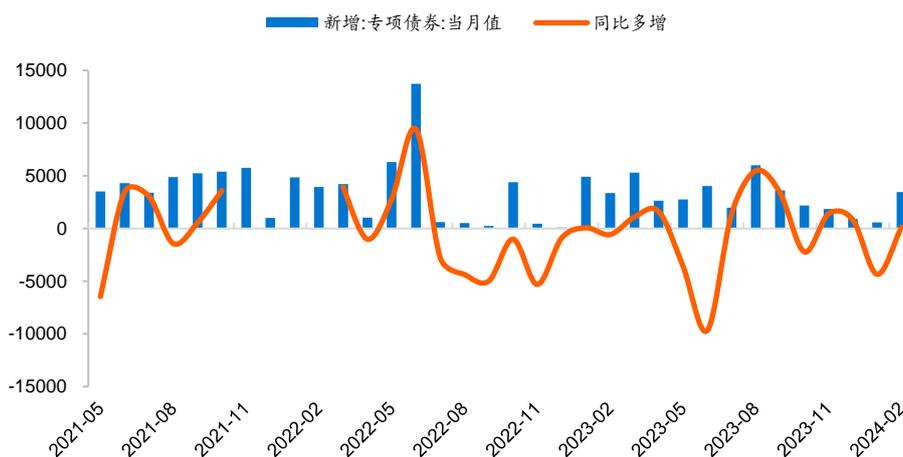
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 地方政府一般债净融资同比少增



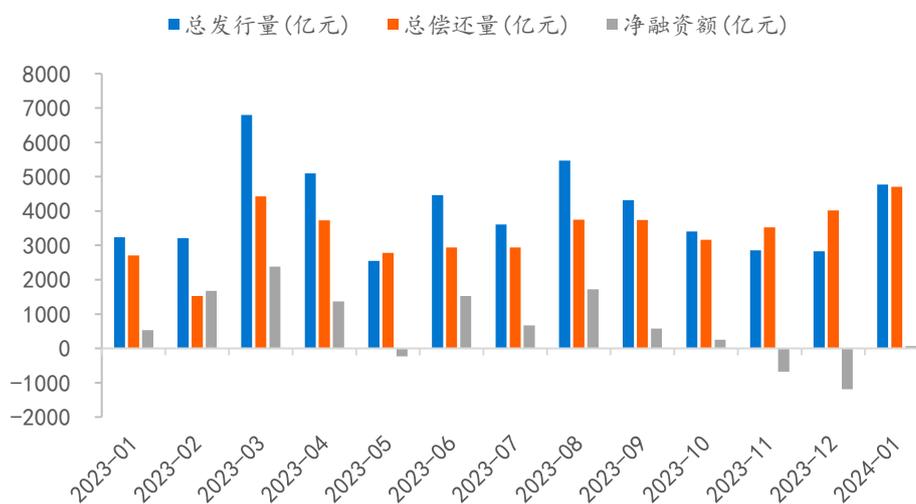
资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 1-2月专项债发行节奏偏慢



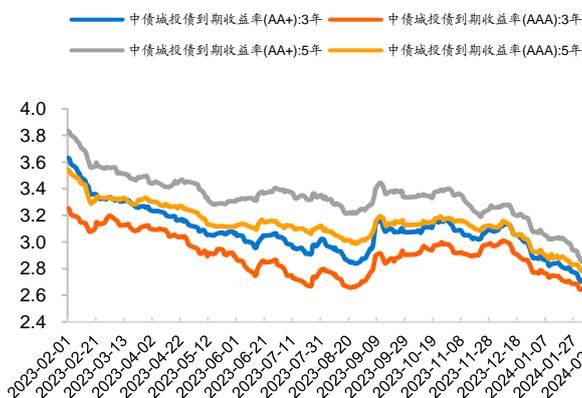
资料来源：Wind，联储证券研究院

图6 城投债净融资同比大幅少增



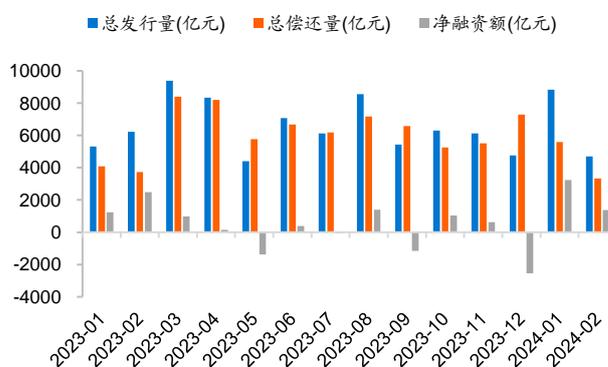
资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 2月城投债收益率继续回落



资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 1-2月中票、短融净融资额同比增加

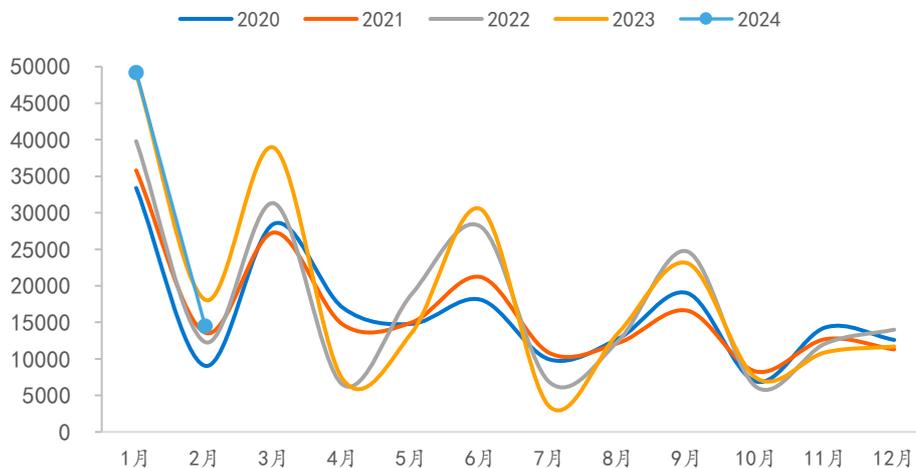


资料来源：Wind，联储证券研究院

2. 信贷：居民部门偏弱，企业中长贷边际回暖

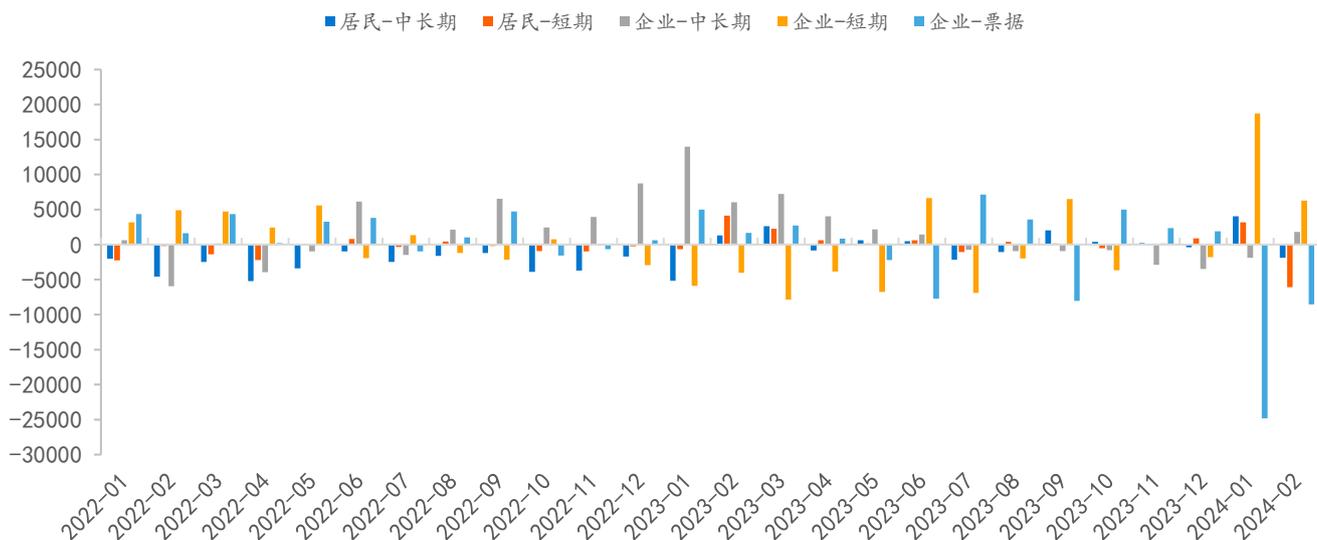
信贷同比少增，主因居民部门偏弱。金融机构当月新增人民币贷款 1.45 万亿，同比少增 3600 亿。结构上，①居民部门当月新增-5907 亿，同比多减 7988 亿，短贷、中长贷均偏弱；②企业部门当月新增 1.57 万亿，同比少增 400 亿，主因中长期贷款边际回暖提供主要支撑。

图9 2月新增人民币贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 结构上居民部门、票据融资偏弱拖累信贷（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

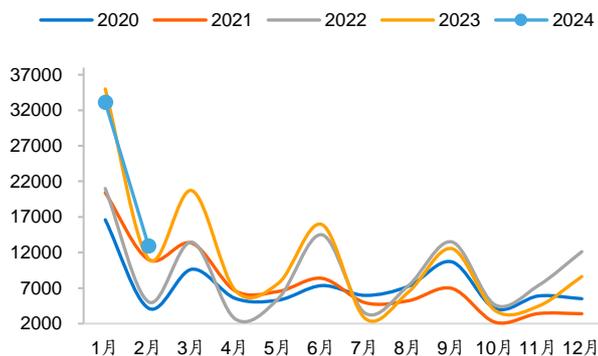
2.1 企业部门：短贷少增，中长贷企稳回升

企业短贷同比少增。企业部门短期贷款当月新增 5300 亿，同比少增 485 亿，一是去年天量投放下基数偏高；二是企业债券中中票、短融净融资规模同比多增，对短期间接融资有一定的替代效应。

企业中长贷结束 7 个月的同比少增。企业中长期贷款当月新增 1.29 万亿，同比多增 1800 亿，结束了连续第七个月同比少增。原因可能有三点：一是在“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”的政策指引下，城市房地产融资协调机制快速落地，部分房地产企业的相关贷款需求进一步得到兑现；二是去年增发国债与 PSL 资金投放落地对企业融资需求有所拉动。三是在“化解存量，严控增量”的化债过程中，部分城投

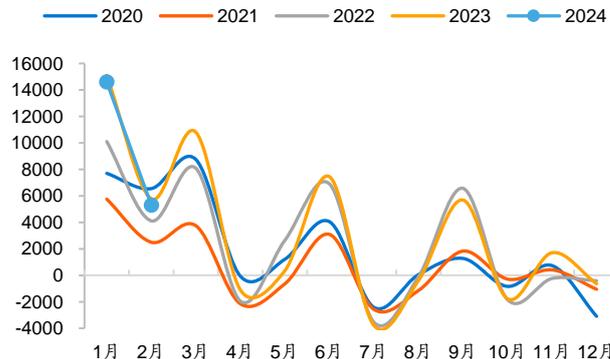
和非标转为信贷，对企业中长贷形成一定支撑。

图11 企业部门中长期贷款同比多增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 企业部门短期贷款同比少增（亿元）

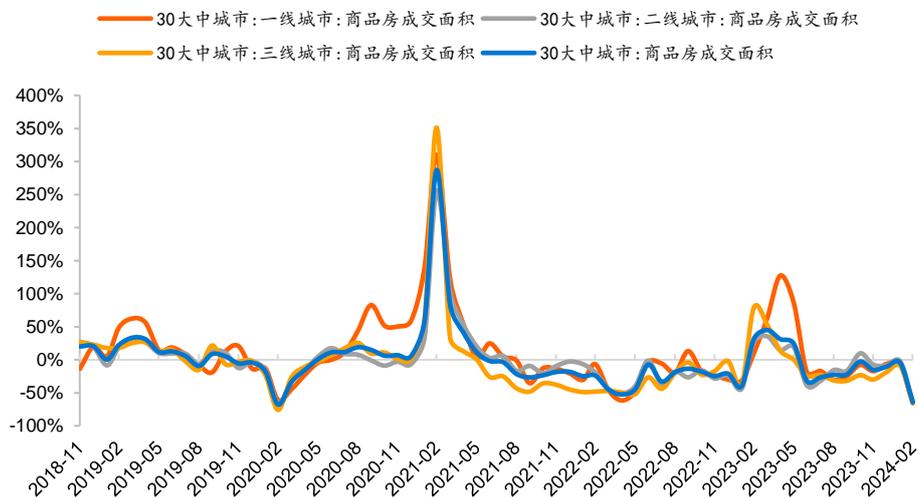


资料来源：Wind，联储证券研究院

2.2 居民部门：受春节错位影响，当月整体偏弱

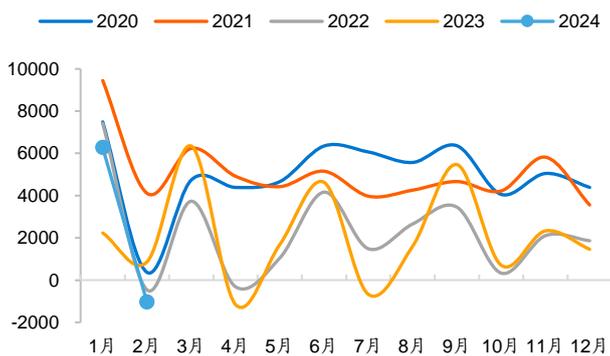
居民部门信贷整体偏弱，若剔除春节错位影响，居民中长贷表现尚可。1-2月居民部门新增短贷-1340亿，同比多减2899亿，或指向居民消费意愿仍然较弱，部分消费需求在春节假期提前释放后，消费贷、信用卡贷等消费偿还仍然明显；1-2月居民部门新增中长期贷款5234亿，同比多增2140亿；一是，1月份30大中城市商品房成交面积同比降幅有所收窄回落；二是LPR利率调降后，居民部门按揭早偿现象或得到一定的缓解。但往前看，由于2月居民中长贷同比多减1901亿，与当月地产数据偏弱互相印证，或指向地产需求侧改善仍有波折，有待持续观察。

图13 1-2月30大中城市商品房销售同比波动较大（%）



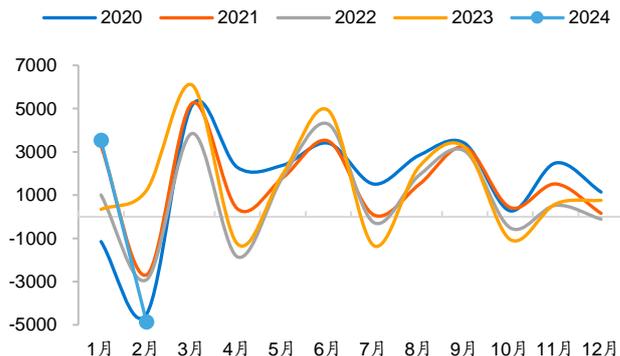
资料来源：Wind，联储证券研究院

图14 居民部门中长期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 居民部门短期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1 增速均回落，M2 增速持平，剪刀差再度走阔

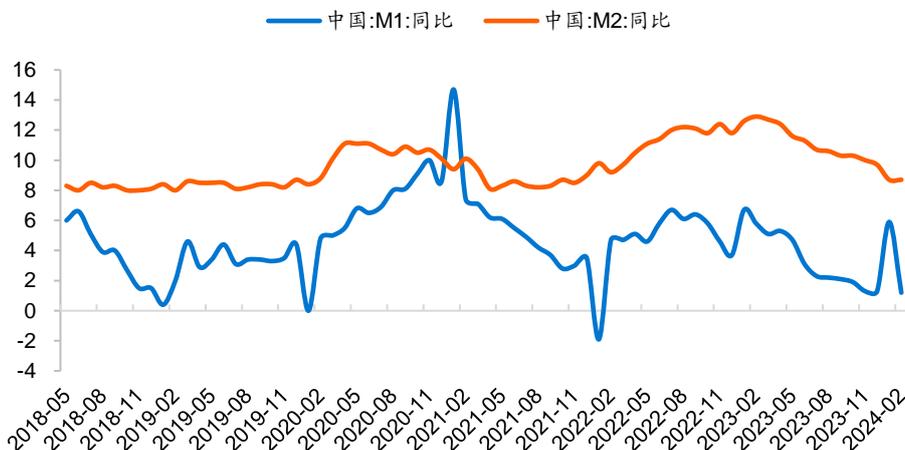
3.1 M1 季节性回升后再度走弱，剪刀差重回低位

M1 增速季节性回落。M1 当月增速下滑 4.7 个百分点至 1.2%。一是单位活存增速自 1 月份的 6.0% 回落至 -1.0%。M1 增速未能趋势性回升，指向此前 1 月份 M1 增速的抬升，更多来自年末企业发放年终奖，活期存款需求阶段性偏高的拉动，而非实体经济活力自发改善；二是 M0 增速提升 6.6 个百分点至 12.5%。M0 增速的季节性抬升指向春节效应下，居民取现需求大幅增加，资金从企业活存转为流通货币。预计 3 月现金或又逐步回流银行体系。

M2 增速与上月持平。M2 当月增速维持在 8.7%，结合存款数据来看，一是财政存款加速释放。当月财政存款同比多减 8356 亿；二是居民和非银存款大幅增加。当月居民和非银存款同比分别多增 2.41 万亿和 1.67 万亿；三是企业存款大幅减少。当月企业存款同比多减 4.28 万亿。三者共同指向在信贷融资偏弱背景下，财政资金发力注入实体经济，企业部门受春节效应影响，资金向居民和非银机构转换，但居民预防式储蓄意愿仍然偏高，资金回流企业相对偏慢。

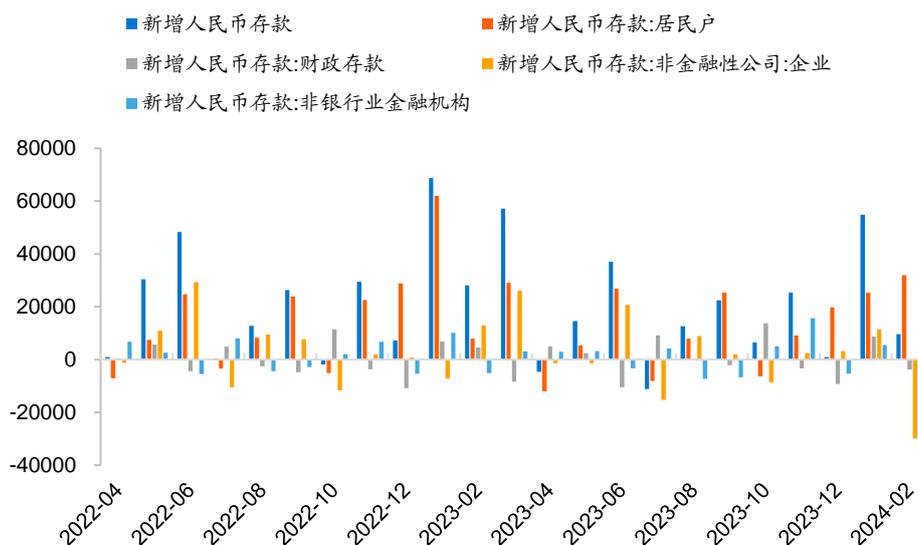
M1、M2 剪刀差走阔至 -7.5%。剪刀差再度走阔，主因单位活存季节性回落拖累 M1。或指向实体经济活力偏弱的情况仍有待改善。

图16 M1、M2 剪刀差再度走阔（%）



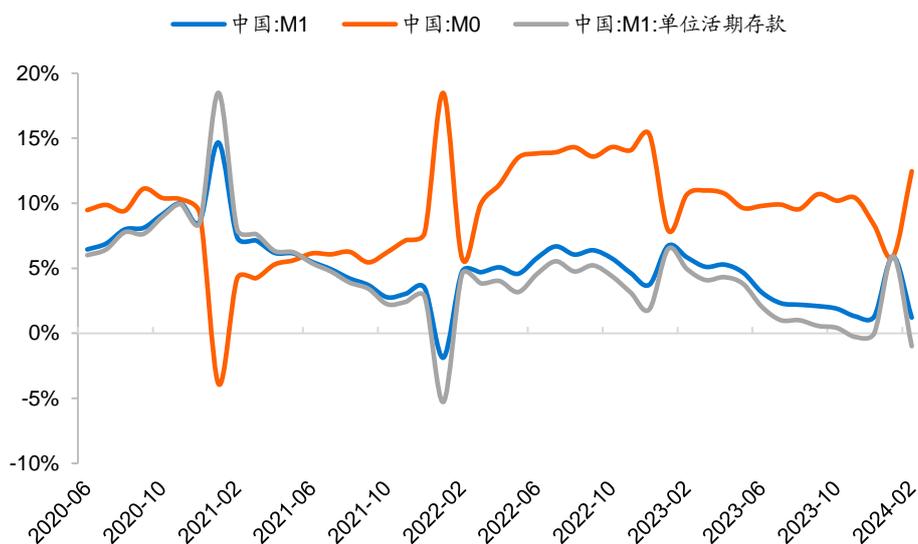
资料来源：Wind，联储证券研究院

图17 居民存款同比多增，企业存款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图18 单位活存季节性回落拖累 M1 增速（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3.2 宽信用有待进一步观察

宽货币向宽信用的有效传导仍需政策呵护。2月社融主要分项均有所回落，虽然一定程度上受到春节错位的影响，但信贷融资偏弱、实体经济活跃度偏低的现象仍然客观存在。往前看，一方面财政政策上，当前财政资金开始加速注入实体经济。中央政府加杠杆支撑内需，宽财政为宽货币向宽信用的有效传导保驾护航，释放出积极信号。后续财政政策的支持力度仍然较为关键，专项债发行节奏抬升以及特别国债的逐步落地或将成为主要支撑点；另一方面，货币政策上，央行在调降LPR后，3月MLF平价缩量，或更多受到稳汇率诉求和银行净息差偏低的双重掣肘。后续美国劳动力市场走势以及商业银行负债端成本变化或是主要关注点。

4. 风险提示

房地产周期下行超预期；财政政策货币政策稳增长不及预期；监管政策出现重大变

化；海外货币政策紧缩超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000