



春节效应扰动，需求仍待提振

——2024年2月金融数据点评

2月我国新增社融1.52万亿（预期2.42万亿），同比少增1.6万亿；新增人民币贷款1.45万亿（预期1.43万亿），同比少增3,600亿；M2同比增长8.7%（预期8.8%）。

一、信贷：企业、居民再现分化

人民币贷款略超季节性水平，受房地产供给、需求端不均衡修复的影响，企业和居民贷款表现明显分化，同时非银贷款大幅扩张。2月新增人民币贷款1.45万亿，为历史同期次高水平，仅低于去年同期。

企业端，受“三大工程”及“白名单”相关贷款需求支撑，同时金融机构继续加大服务实体经济，开门红表现依然亮眼。2月非金融企业贷款新增1.57万亿，同比少增400亿。其中，中长贷当月新增1.29万亿，同比多增1,800亿，创历史同期新高；短贷新增5,300亿，同比少增485亿。表内信贷需求增长继续压缩贴现规模，但信贷总量增长势头较上月有所减弱，票据融资呈现“量价齐跌”。2月票据净融资减少2,767亿，同比多减1,778亿；国股行半年直贴利率中枢为1.88%，环比小幅下降37bp。

居民端，前期房地产政策放松的刺激效果减弱，二手房市场以价换量继续挤压新房销售，叠加头部房企信用事件频发拉低消费者信心，1-2月新房销售大幅下滑，导致居民中长贷重回净收缩态势。中长贷方面，2月30大中城市新房成交同比下降六成，拖累居民中长贷减少1,038亿，同比少增1,901亿，创当月历史新低。短贷方面，受消费修复疲弱、去年同期高基数以及消费贷不良率上升使得银行放缓投放的影响，2月居民短贷减少4,868亿，同比大幅少增6,086亿。



二、社融：政府债继续放缓

2月新增社融1.52万亿，社融存量增速9.0%，较上月大幅下降0.5pct。开年以来政府债发行速度继续放缓，2月新增政府债融资6,011亿，同比少增2,127亿。表内信贷供给较强挤压信用债需求，2月企业债融资增加1,642亿，同比少增2,020亿，环比少增3,308亿。受春节错位影响，2月未贴现票据减少3,688亿，同比大幅多减3,619亿，但1-2月整体规模较上年波动不大。

三、货币：M1增速重回下降趋势

M2同比增速维持8.7%，主要受企业存款减少拖累。为剔除春节错位扰动，从1-2月累计口径来看，居民和企业存款均有所减少。居民端，受去年高基数和开年来债基表现强劲带动存款部分分流的影响，1-2月居民存款增加5.7万亿，同比少增1.26万亿。企业端，贷款派生存款不畅，企业存款减少1.85万亿，同比大幅多减2.42万亿。财政存款新增4,806亿，同比少增6,580亿。M1同比增速1.2%，环比大幅下降4.7pct，重回去年末下降趋势，指向春节因素消退后，经济活力仍有待提升。

四、债市影响：窄幅震荡

2月，存款准备金率下调50bp，释放超1万亿资金，叠加央行持续开展跨春节OMO，市场流动性整体宽松。春节后，5YLPR超预期下调25bp，叠加市场预期银行将启动新一轮存款利率下调，带动广谱利率下行。2月末10Y和30Y国债收益率分别降至2.32%和2.48%，已低于1年期政策利率2.50%，30Y-10Y利差压缩至历史低位。3月，潘行长在两会经济主题记者会上表示，“中国的货币政策工具箱依然丰富，货币政策仍有足够空间。”随后10Y和30Y国债收益率进一步降至2.28%、2.43%。本周，受超长期国债供给超预期及积极房地产政策刺激，债券市场长端收益率持续回升约6-8bp。金融数据公布后，市场反馈与预期较为一致，债券市场窄幅震荡。

目前债券收益率已处于历史较低水平，机构止盈压力边际上升，市场对后续货币政策空间的预期与经济复苏预期相互博弈，预计债市以区间震荡为主。

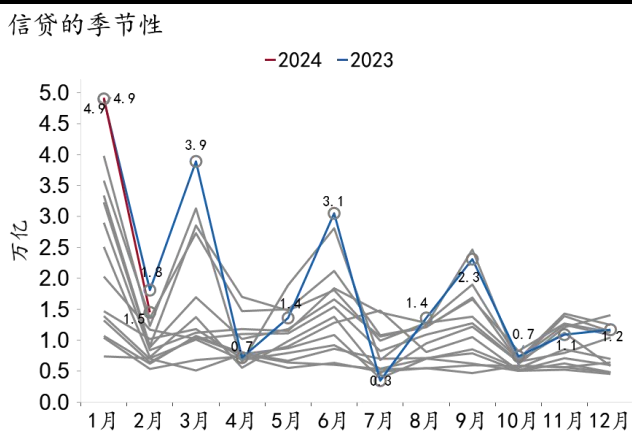
五、前瞻：广义流动性或维持小幅缺口

总体而言，目前房地产市场仍未止跌企稳，导致居民信贷需求疲弱，反映经济修复动能仍需巩固。前瞻地看，财政加力支持下的新质生产力发展，有望与房地产市场新模式构建形成互补，助力新旧动能转换，实现增长目标。年内随着政府债发行提速，尤其是超长期特别国债发行，社融增速有望持续回升；经济活力上升或推动企业贷款派生存款，叠加财政支出扩张，M2 增速仍将边际上行；社融和 M2 的同向变化将推动广义流动性维持小幅缺口（社融增速高于 M2）状态。

（作者：谭卓 张巧栩 牛梦琦 郑箐）

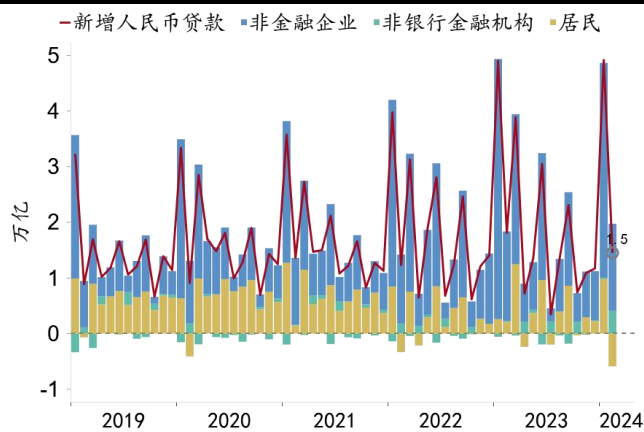
附录

图 1：2 月信贷新增 1.45 万亿，略低于去年同期



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：居民贷款重回收缩态势

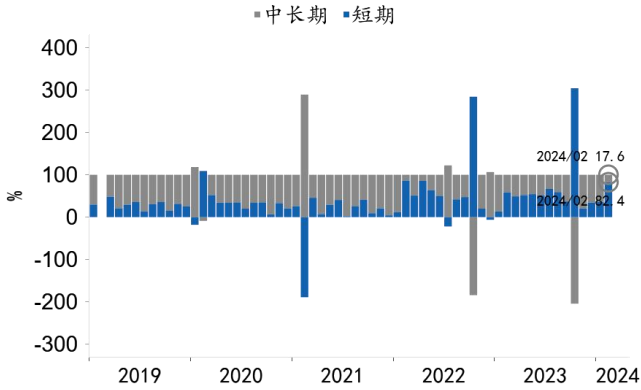


资料来源：Macrobond、招商银行研究院



图3: 居民短贷是主要拖累项

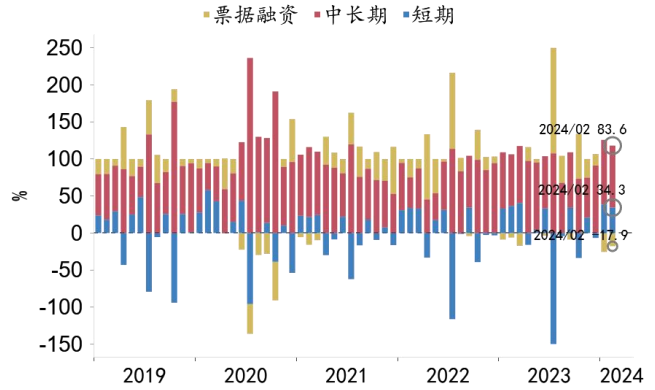
新增居民部门贷款构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图4: 企业中长贷创同期历史新高

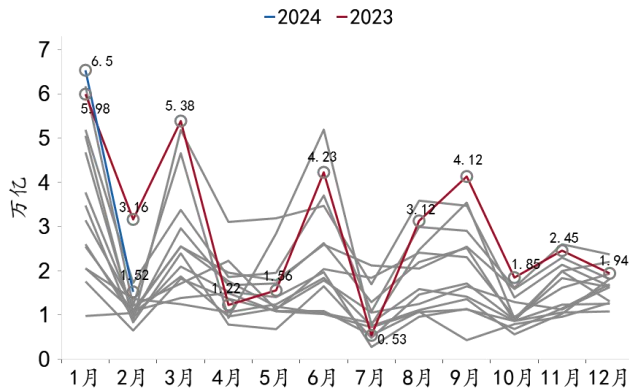
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图5: 2月新增社融1.52万亿, 社融存量增速9.0%

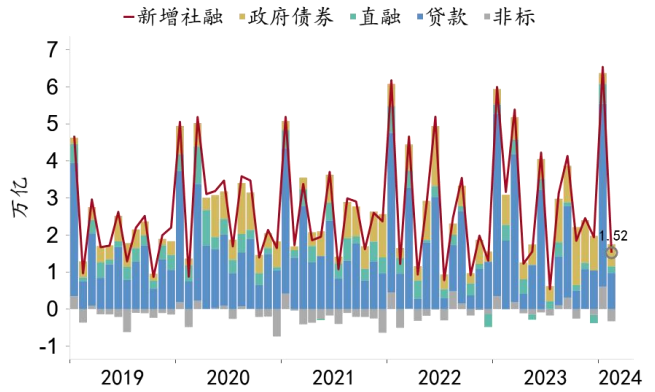
新增社融的季节性



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图6: 政府债发行继续放缓

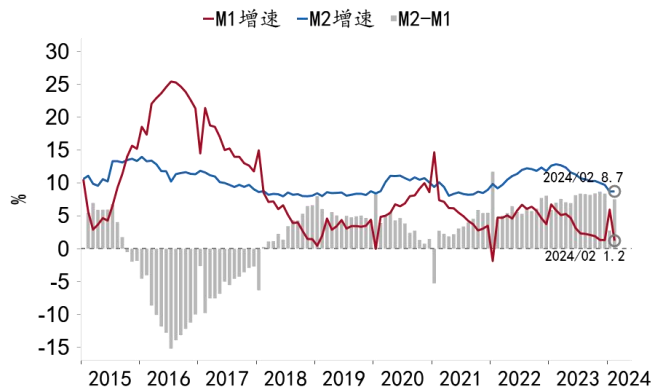
新增社融及构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图7: 受企业存款少增拖累, 2月M2增速维持8.7%

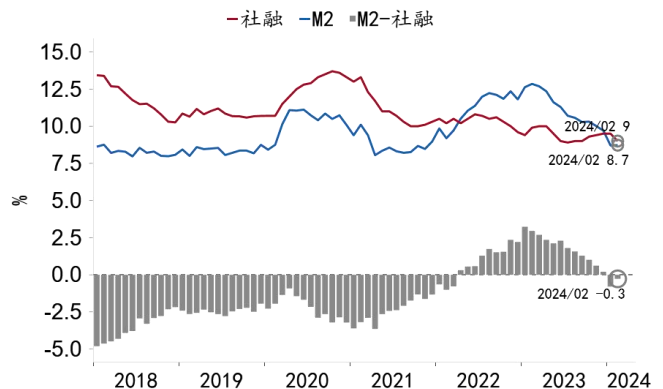
中国M2-M1增速剪刀差



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图8: 广义流动性缺口较上月收窄

社融存量与M2存量同比增速



资料来源: Macrobond、招商银行研究院