宏观点评

信贷社融全面超预期的背后

事件：2 月新增人民币贷款 1.36 万亿，预期 9200 亿，前值 3.58 万亿；新增社融 1.71 万亿，预期 1.07 万亿，前值 5.17 万亿；M2 同比 10.1%，预期 9.6%，前值 9.4%。

核心结论：信贷和社融全面超预期，总量和结构均指向实体融资需求旺盛，一季度 GDP 高增可期。而鉴于防风险、稳杠杆仍是必选项，预示“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”将加大灵活性、“合理适度”的必要性提升，关注 4 月下旬政治局会议基调边际收紧的可能性，以及关注控地产、压非标的扰动。

1.新增信贷超预期，居民贷款和企业中长贷同比大幅多增，与疫情导致的低基数有关，也反映了消费持续修复、地产火爆和企业中长期融资需求旺盛。2 月新增信贷 1.36 万亿，同比多增 4543 亿元。其中居民贷款新增 1421 亿元，同比多增 5554 亿元；企业贷款新增 1.2 万亿，同比多增 700 亿元；非银机构贷款增加 180 亿元，同比少增 1606 亿元。金融机构信贷余额同比增长 12.9%，较前值小幅回升 0.2 个百分点。往后看，我们维持全年信贷增速趋于回落的判断。

>居民端：居民贷款同比大幅多增，与低基数、消费升温和楼市火爆（特别是一线城市）有关。一方面，1 月居民短贷减少 2691 亿元，同比少减 1813 亿元。去年同期疫情抑制了居民消费，导致短贷大幅减少，因此本月同比多增与低基数有关；但同时今年较 2019 年同比仍小幅少减，反映消费恢复情况较好。另一方面，居民中长贷新增 4113 亿元，与低基数，以及楼市火爆，特别是一线城市地产销售大幅提升有关。同样受疫情冲击，去年 2 月商品房成交面积同比大幅下降近 70%，对居民中长贷形成拖累，导致基数较低。此外，今年 2 月 30 大中城市商品房销售面积同比增速达到 305%，较 2019 年也增加 24%，地产销售火爆。

>企业端：企业贷款同比小幅多增，其中表内票据、企业短贷同比少增；企业中长贷同比多增，与疫情下的基数因素有关，也反映了企业中长期融资需求的旺盛。2 月企业贷款新增 1.2 万亿，同比多增 700 亿元，其中表内票据融资减少 1855 亿元，同比多减 2489 亿元；企业短贷新增 2497 亿元，同比少增 4052 亿元，企业中长贷新增 1.1 万亿，同比多增 6843 亿元。第一，2 月企业短贷少增，中长贷多增的结构特点与基数有关。即 2020 年 2 月疫情最先冲击小微企业，小微企业又以短贷为主，所以政策对冲在这个阶段首先体现在短贷，导致了基数层面短贷多、中长贷少。第二，与 2019 年同期比，今年 2 月表内票据仍然少增 3550 亿元，可能与票据利率上行，降低企业贴现意愿有关。第三，与 2019 年同期相比，企业短贷和中长贷分别多增 1017 亿元和 5873 亿元，特别是中长贷大幅多增，反映在地产维持景气、企业补库和资本开支意愿上升的情况下，中长期融资需求较为旺盛。

2.社融新增量和存量增速超预期，表内贷款和表外票据延续提供支撑，政府债券贡献度低，总量和结构均可反映企业融资需求旺盛。2 月新增社融 1.71 万亿，同比多增 8363 亿元。社融存量同比增速回升 0.3 个百分点至 13.3%，剔除政府债券口径的同比增速回升 0.36 个百分点至 12.11%。总体看，2 月新增社融再超预期，社融增速回升，主贡献延续 1 月的表内贷款和表外票据。往后看，我们维持全年社融增速回落 2 个百分点左右的判断，不过回落过程可能较为温和，后续政府债券发行节奏加快也将对社融带来支撑。

>贷款仍是主支撑。社融口径新增人民币贷款 1.34 万亿，同比多增 6198 亿元。反映消费持续复苏，地产火爆和企业融资需求较为强劲。

>表外票据延续超预期。表外融资结构与 1 月类似，信托贷款延续 6 个月同比少增，应与信托“两压一降”任务下的融资业务收紧有关。委托贷款延续同比小幅多增。新增未贴现银行承兑汇票再次超预期，较去年同期多增 4601 亿元。一方面，去年同期疫情冲击企业融资需求，居民出行受限导致尽调开展不便，叠加贴现率下降加速了票据承兑，表外票据减少近 4000 亿元。基数较低。另一方面，与 2018 和 2019 年同期相比，今年 2 月表外票据仍然多增；且表外加表内的票据总量同比多增 2112 亿元；再考虑到企业融资的主要工具中长贷也是多增，不需要通过票据来冲量；这些因素整体反映了实体融资需求的旺盛。

>政府债券同比少增，与地方债未提前下达有关，后续发行节奏将加快。2 月新增政府债券 1017 亿元，同比少增 807 亿元。今年广义财政赤字规模可能为 7.2-7.3 万亿（3.57 万亿赤字+3.65 万亿专项债），较去年小幅缩减约 1.3 万亿，但规模高于市场此前预期。随着 3 月底发债进度的加快，政府债券对后续社融的支撑力度将有所增强。

>企业债券发行较为平稳。2 月企业债券新增 1306 亿元，虽同比少增 2588 亿元，但较 2018-2019 年同期多增 400-500 亿元，总体看企业债券发行节奏较为平稳，反映了风险事件之后的企业一级市场发债逐渐恢复和融资需求旺盛。

3.M1 受春节错月影响回落、M2 随贷款而回升，M1-M2 剪刀差重回负区间。2 月 M1 同比回落 7.3 个百分点至 7.4%；M2 同比回升 0.7 个百分点至 10.1%。

>M1 同比大幅走低主因春节错月，后续仍有望以较高增速增长。去年同期 M2 同比为 4.8%，较 1 月基数提高 4.8 个百分点，其实本质反映的是春节错月的影响。即一般春节前月份，企业活期存款或取现需求增加，以备发放奖金。到了 2 月，企业奖金发放，企业活期存款向居民存款转移。作为印证，今年 2 月企业存款同比少增逾 2.7 万亿，同期居民存款同比多增近 3.4 万亿。往后看，PPI 回升、企业盈利和现金流改善的趋势不变，仍将对 M1 形成支撑。

>M2 同比回升与财政投放加快、贷款超预期有关。一方面，2 月财政存款减少 8479 亿元，同比多减 8687 亿元，2 月财政投放加快支撑 M2 重回高增。另一方面，贷款高增，通过创造存款，也推升了 M2 同比。往后看，维持此前判断，稳杠杆要求下，预计今年 M2 同比较去年回落 1-2 个百分点，部分月份可能降至 9%以下。

>存款端：2 月居民和企业存款的一增一减与节前奖金发放有关。非银存款同比多增 1.1 万亿可能与居民增加股票、基金等配置有关。财政存款同比多减则反映了财政投放的加快。

4. 展望：货币政策稳字当头、不急转弯，侧重结构性支持，信用稳步收缩，社融前高后低；关注 4 月下旬政治局会议基调边际收紧的可能性，以及关注控地产、压非标的扰动。

2 月信贷、社融、M2 超预期总体反映了消费升温、地产火爆、企业补库支撑下的企业融资需求持续旺盛。维持此前判断，今年货币政策将较去年收紧，但不会过快转向，将继续保持灵活精准、合理适度、稳字当头，不急转弯（要转弯+不能急），短期难加准加息。此外，今年货币政策将更注重结构性支持，包括加大对小微企业、科技创新、绿色发展、制造业等的定向支持；“防风险、稳杠杆、收信用”仍是必选项、但过程会较缓和，继续提示关注以下风险：1）稳杠杆要求下，信贷规模是否受控，特别是地产调控升级。2）央行喊话警惕居民杠杆率高升，后续可能控制消费贷规模，并严查个人贷款违规进入房地产。3）需持续关注信托融资相关政策进展，以及 2021 年资管新规对非标的影响。4）关注 4 月下旬政治局会议基调边际收紧的可能性。

风险提示：政策执行力度和经济回暖不及预期，模型测算有偏差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

1、《天量信贷和社融释放了什么信号？》2021-02-09

2、《央行四季度货币政策报告的 7 大信号》2021-02-09

3、《如何理解近期央行“纠结”表态和“地量”操作？》2021-01-27

4、《12 月社融显著不及预期，2021 年呢？》2021-01-13

5、《如何理解货币政策“稳”字当头？》2021-01-09

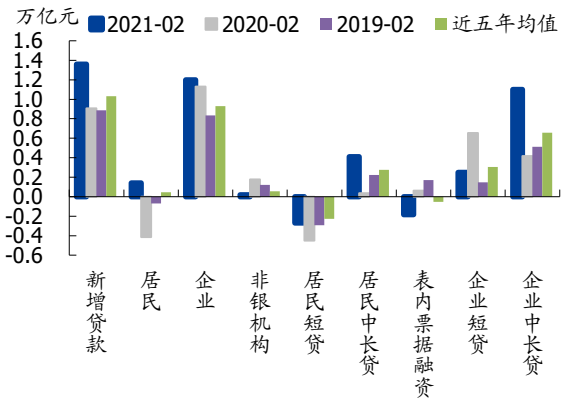
6、《“此降非彼降”—如何看待社融增速拐头下降》2020-12-10

7、《重塑与重估—2021 年宏观经济展望》2020-12-06

8、《信用已宽数月，有何特点？明年呢？——兼评 10 月金融数据》2020-11-12

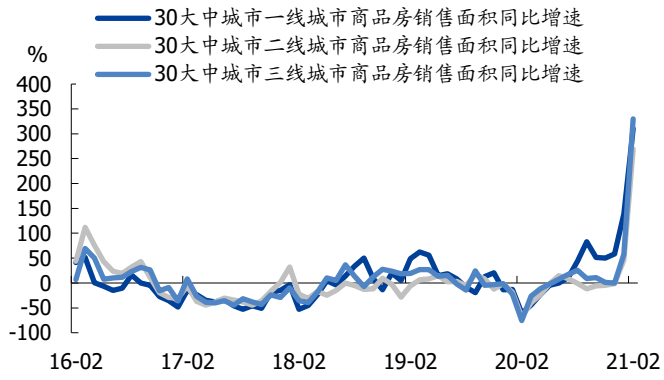
9、《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》2020-10-23

图表 1：2 月新增贷款同比多增



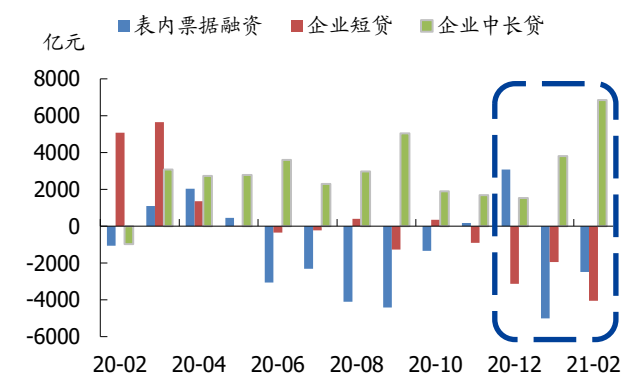
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：2 月楼市持续火爆



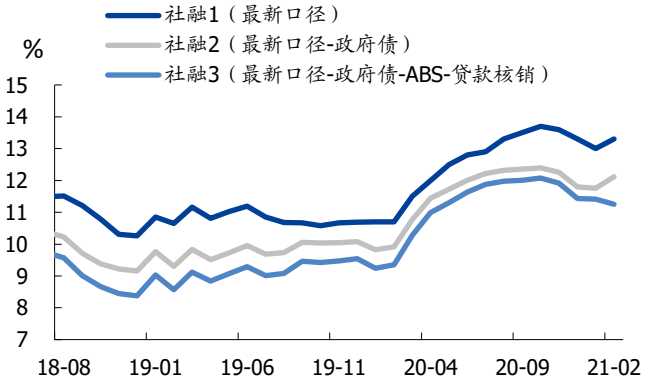
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3：2 月企业中长贷同比大幅多增



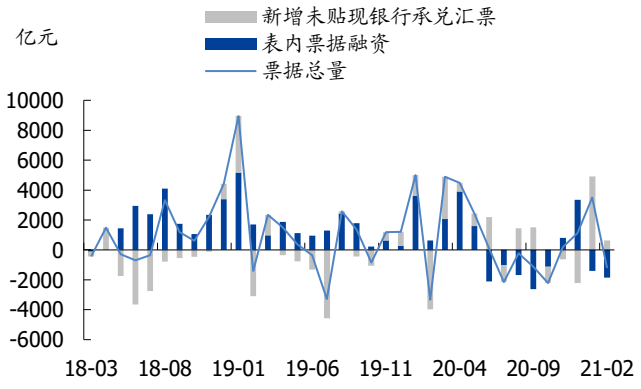
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：图中数据为同比多增量

图表 4：2 月社融存量增速阶段性回升



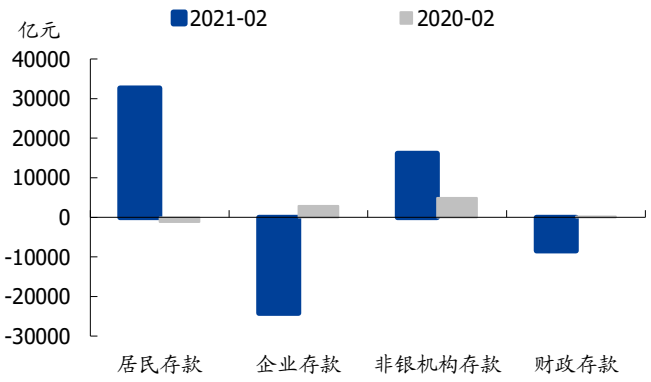
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 5：2 月表外票据持续同比多增



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 6：2 月企业存款向居民存款转移



资料来源：Wind，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（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"国盛证券有限责任公司"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"国盛证券研究所"，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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	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	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17592