

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

避免信贷塌方，重点是避免房贷塌方

2022年3月12日

- **避免信贷塌方，重点是避免房贷塌方。**2月新增信贷不及预期，同比少增1300亿元，居民与企业贷款均有不同程度缩减。前瞻指标显示，2月票据利率与同业存单收益率倒挂幅度走阔至0.8个百分点，与信贷需求偏弱、票据冲量的实际情形相吻合。但若排除春节因素扰动，合并看待1-2月份数据，2022年依旧实现同比多增，在去年的高基数下，这样一份答卷并不算差。需要注意的是信贷结构不容乐观，居民贷款受到疫情与房贷双重拖累，企业短贷在基建回暖与集中开工带动下有力增长，但中长贷增长乏力，反映出企业投资生产积极性承压。
- **高基数下，2月社融增速小幅回落。**我们曾在年度展望报告中提示，2月社融增速趋于回落，随后回归上行轨道，全年增速有望达到11%。原因在于去年同期政策“不急转弯”，融资需求旺盛。高基数影响下，2月社融同比少增5343亿元，增速降至10.2%。结构上，财政及早发力，政府债增量最多。值得注意的是未贴现银行承兑汇票拖累明显，究其原因或与2月票据融资多增有关，二者在多数时期呈现反向变化。
- **M2增速下行，财政支出力度有所收敛。**从M1较M2增速来看，资金活跃度仍然偏弱。春节后存款转移现象消退，居民存款回流企业，M1增速转正，M2增速落至9.2%，二者增速差仍处负区间。从存款端看，居民存款降幅较大，与当前贷款需求偏弱有关。企业与财政存款均同比多增，无论是企业的投资生产积极性还是财政支出力度，在2月份均有所收敛。
- **宽信用仍处于开始阶段。**不必对2月金融数据太过悲观，一是需要考虑去年的高基数，二是1-2月合并数据反映的总量需求并不差，三是房地产政策纠偏需要时间。可以期待更加积极的财政政策，今年支出力度明显加大，近期多项指标显示出“拉基建”的稳增长信号。两会提案落地有助于修正实体经济预期，一是中央加大对地方的转移支付，二是减退税规模历史之最、直达企业，三是货币政策力度将进一步加大，宽信用仍然处于开始阶段。根据我们构建的信用周期指数，今年前三季度都将处于信用扩张期。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。



目录

一、避免信贷塌方，重点是避免房贷塌方	3
二、高基数下，2月社融增速小幅回落	5
三、M2增速下行，财政支出力度有所收敛	6
四、宽信用仍处于开始阶段	6
风险因素	7

图目录

图 1：2022 年 1-2 月新增信贷规模高于去年同期	3
图 2：2022 年 2 月票据利率与同业存单收益率差值持续走阔	4
图 3：2022 年 2 月商品房成交面积同比减少 27.3%	4
图 4：2022 年 2 月企业面临原材料（原油、钢铁、矿产）涨价压力	4
图 5：2022 年 1-2 月新增社融规模高于去年同期	5
图 6：票据融资与未贴现银行承兑汇票在很多时候呈现反向变化	5
图 7：2 月 M1-M2 增速差仍处在负区间	6
图 8：2 月财政支出力度有所收敛	6
图 9：信用周期指数显示宽信用仍处于开始阶段	7

事件：

3月11日，央行公布2月金融数据：新增人民币贷款1.23万亿元，预期1.46万亿元，前值3.98万亿元。新增社会融资规模1.19万亿元，前值6.17万亿元。M2同比增长9.20%，预期9.47%，前值9.80%。

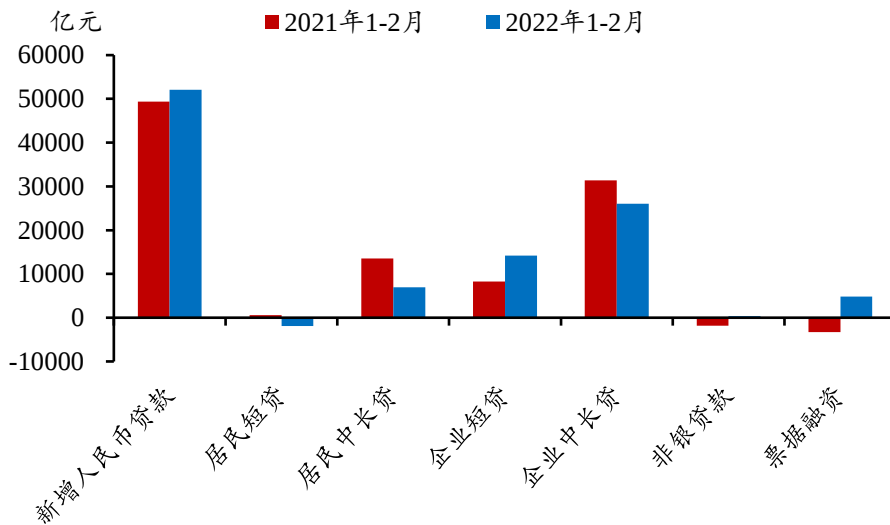
一、避免信贷塌方，重点是避免房贷塌方

新增信贷不及预期，票据利率前瞻指标再次奏效。2月份新增人民币贷款1.23万亿元，同比少增1300亿元。结构上居民和企业贷款均有较大幅度的缩减，尤其是企业中长贷同比少增5948亿元，拖累最为明显。票据融资同比多增4907亿元，再度成为主要支撑项。通过观察前瞻指标——票据利率和同业存单收益率的相对变化，我们可以预见到2月份偏弱的信贷需求。同业存单收益率可视为票据利率的基准，票据利率高于此基准，表明信贷需求较强；票据利率低于此基准，表明信贷需求较弱。2022年1月票据利率高于同业存单收益率，但2月票据利率不断下行，与同业存单收益率倒挂幅度一路走阔至0.8个百分点。

合并看待1-2月份数据，2022开年信贷需求并不差。2月份的信贷投放一定程度上受到春节因素扰动，今年春节在2月首周，早于去年。节前集中投放信贷，1月“开门红”数据亮眼，2月则相对回落。将1-2月份数据合并，2022年新增信贷同比多增2700亿元，在去年的高基数下，这样一份答卷并不算差。

但信贷结构并不乐观，居民贷款受到疫情与房贷的双重拖累，企业中长贷所反映的实体融资需求仍然偏弱。对于居民贷款而言，一是疫情反复压制消费，使得短期贷款承压；二是迫于购房观望情绪较浓，中长贷（主要是房贷）增长乏力，2月商品房成交面积同比减少27.3%，房地产市场的悲观预期在延续。对于企业贷款而言，在基建回暖、各地集中开工的带动下，企业补充营运资金的需求旺盛，短期贷款有力增长。中长期贷款需求则相对偏弱，一是经济动能仍在修复，二是2月份原料价格上涨，影响了企业投资生产的积极性。

图 1：2022 年 1-2 月新增信贷规模高于去年同期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

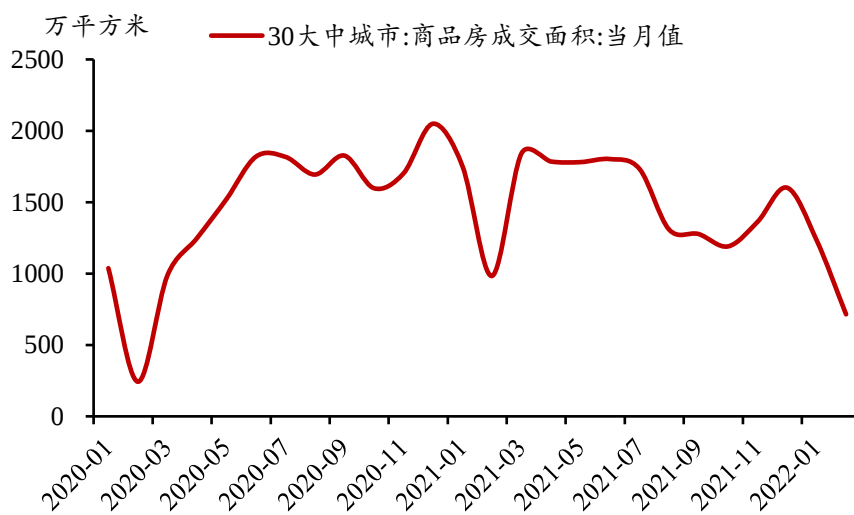


图 2：2022 年 2 月票据利率与同业存单收益率差值持续走阔



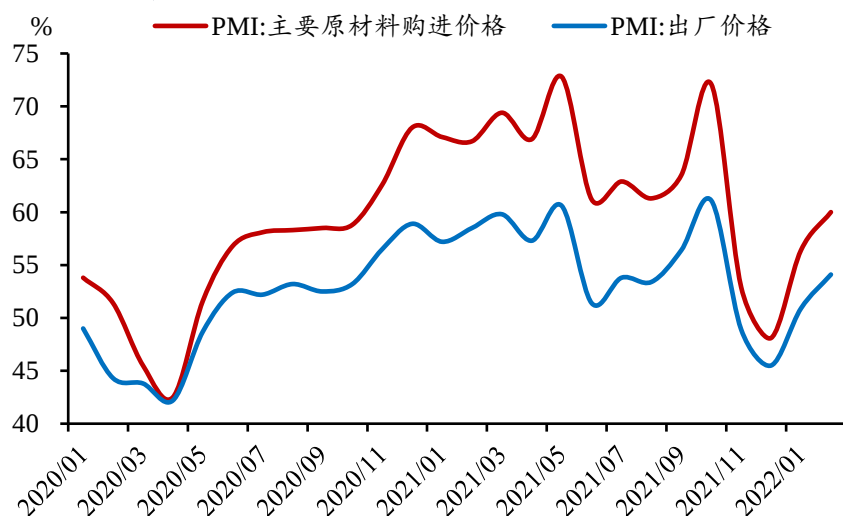
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：2022 年 2 月商品房成交面积同比减少 27.3%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：2022 年 2 月企业面临原材料（原油、钢铁、矿产）涨价压力



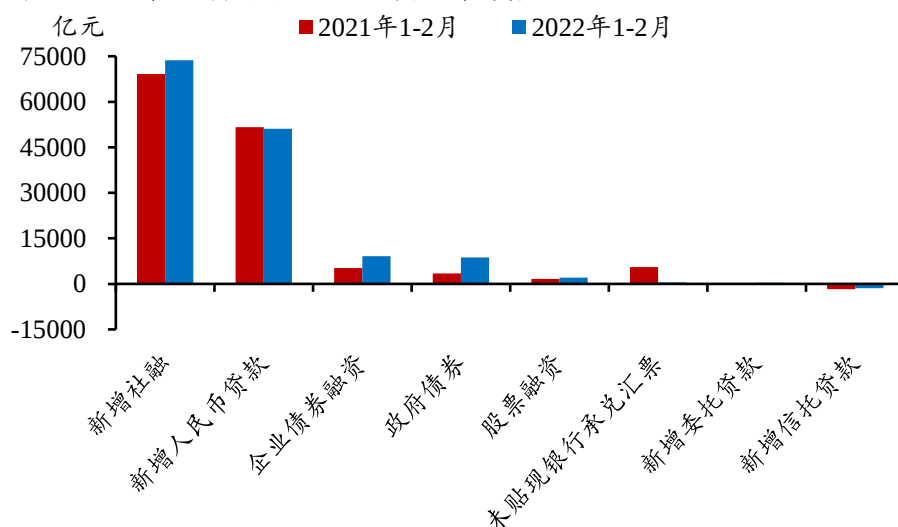
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、高基数下，2月社融增速小幅回落

在去年的高基数下，2月社融增速小幅回落并不意外。我们曾在报告《社融回升、基建回暖和双峰增长——2022年中国宏观经济展望》中提示，2022年2月社融增速趋于回落，随后回归上行轨道，全年增速有望达到11%。原因在于，2021年一季度政策“不急转弯”，尤其在2月份融资需求旺盛。在高基数的影响下，2月社融增速10.2%，较上月下降0.3个百分点。新增社融1.19万亿，同比少增5343万亿。

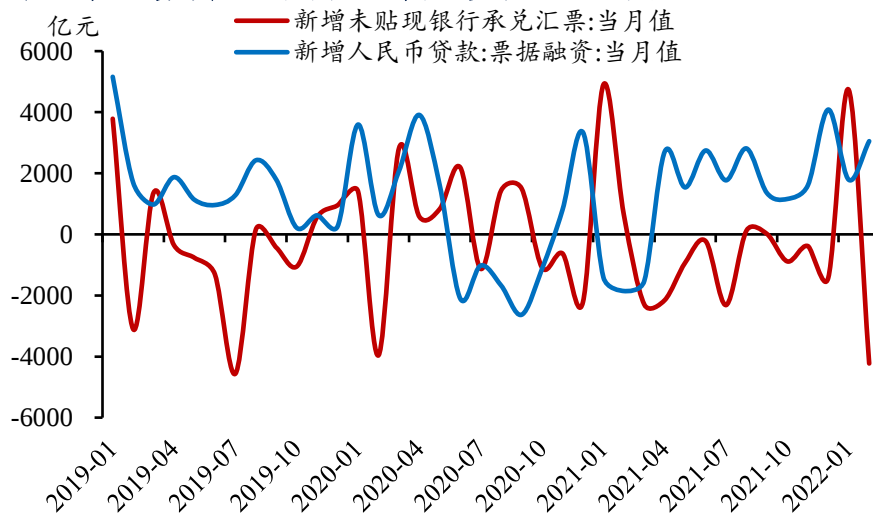
我们依然将1-2月数据合并起来看，总量上同比多增4499亿元，好于去年同期。结构上看，财政及早发力，政府债同比多增5294亿元，贡献最大。直接融资表现不俗，尤其是企业债融资同比多增3903亿元，2月单月多增2021亿元。值得注意的是，2月末贴现银行承兑汇票同比多减4867亿元，拖累最明显。相比之下，表外其他两项表现为同比少减，对新增社融是正贡献。究其原因，或与2月票据融资明显多增有关，票据融资本质上是已贴现的银行承兑汇票，二者通常呈反向变化。

图 5：2022 年 1-2 月新增社融规模高于去年同期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：票据融资与未贴现银行承兑汇票在很多时候呈现反向变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

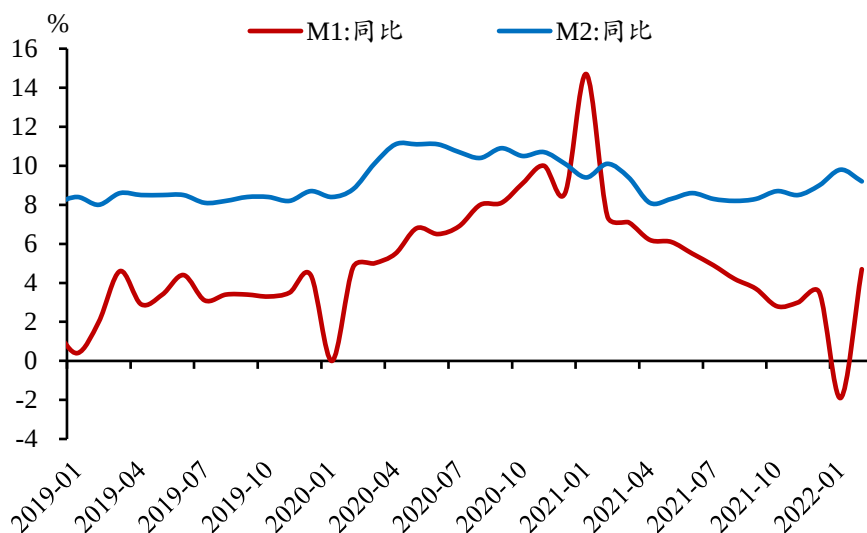


三、M2 增速下行，财政支出力度有所收敛

从 M1 较 M2 增速来看，资金活跃度仍然偏弱。春节后存款转移现象消退，居民存款回流企业，2 月 M1 增速录得 4.7%、重新回正，M2 增速 9.2%、边际回落 0.6 个百分点。但从增速差来看，2 月 M1 较 M2 的增速差值为-4.5%，仍处于负区间。不过与 2021 年 12 月的-5.5%相比，已小幅上修 1 个百分点。

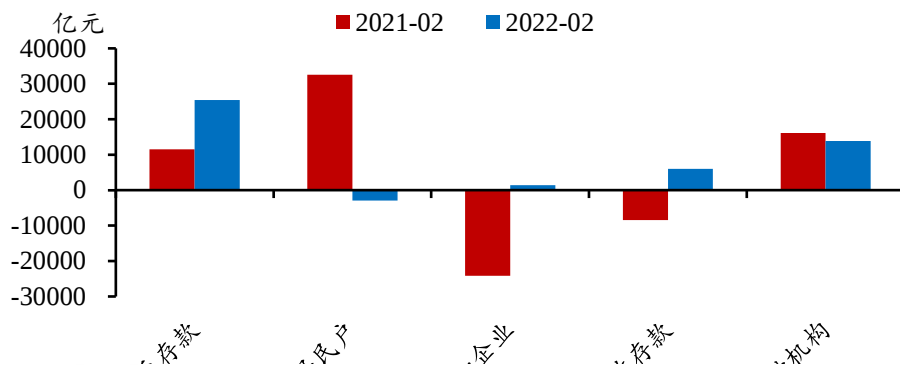
从存款端来看，2 月新增存款 2.54 万亿元，同比多增 1.39 万亿元。结构上，居民存款同比多减 3.55 万亿元，与当前居民贷款需求偏弱有关，贷款派生的存款少于去年同期。企业存款同比多增 2.56 万亿元、财政存款同比多增 1.45 万亿元，无论是企业的投资生产积极性还是财政的支出力度，在 2 月份均有所收敛。

图 7：2 月 M1-M2 增速差仍处在负区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：2 月财政支出力度有所收敛



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_39391

