

## 宽信用暂时缺席；宽货币有望助力

## 2月金融数据点评

证券研究报告

2022年03月11日

## ● 核心结论

居民端拖累社融数据不及预期，央行近期调降政策利率概率上升。在稳增长背景下，市场对宽信用有所期待。但是，2月金融数据显示宽信用遇到拖累。在之前的点评中，我们认为宽信用不至，宽货币不止，我们也在本周初指出央行上缴利润或将推动LPR报价下调。2月金融数据不及预期意味着央行在货币政策上进一步发力概率上升，调降政策利率可期。

1) 社融同比增速回落，明显低于预期。2月社融增量为1.19万亿元，比上年同期少5315亿元，社融同比增速录得10.2%。分项来看，除企业债权融资与政府债权融资外，其余基本为同比少增项，对社融增量形成拖累。

2) 贷款结构表明商品房销售疲软，地产需求政策或进一步发力。信贷数据的积极信号仍是企（事）业单位部门，1-2月该部分贷款总量强于往年。但居民端贷款需求拖累明显，以住房按揭为主的居民中长期贷款2月罕见收缩。2022年1-2月居民中长期贷款总量处于近5年同期最低水平，这也是近期鼓励“新市民”购房等一系列地产需求侧政策陆续出台的主因。

3) M1同比转正，企业经营活跃度或将提升。地产销售疲软，则2月M1同增升至4.7%反映了企业活期比例上升，预示着其经营活跃度将会提升。

货币政策会如何应对？“宽信用不至，宽货币不止”。

1) 我们曾用“宽信用不至，宽货币不止”来概括今年的货币政策。一旦经济增长数据出现不及预期的苗头，全面降息等货币政策就可期待。2月的金融数据反映出房地产需求疲软，若趋势持续，将显著拖累稳增长前景。经验上，扭转购房者预期往往需要人民银行调降政策利率。以2014-2015年及2019-2020年两轮降息周期来看，一般需要3次降息才有望显效。

2) 央行的货币政策工具箱工具充足。预计2022年支小、支农再贷款及碳减排支持工具等结构性货币政策工具的使用量会进一步上升。另外，央行公告了将向财政上缴1万亿结存利润。我们认为央行上缴的结存利润时对银行体系的影响是帮助银行降低获取准备金的成本。在这种情况下，央行多了再次引导银行单独下调LPR报价的政策选择。

3) 当然，海外的不确定性也可能对国内政策产生节奏扰动。

低于预期的社融数据如何影响资本市场？1) 理论上，宽信用未至以及降息预期之下，利率债将受到阶段性提振；2) 稳增长预期转差，叠加多地疫情反弹，短期内成长股或相对跑赢价值，但A股市场是否有β行情还需观察疫情预期、美联储紧货币节奏以及俄乌局势。

风险提示：国内外经济基本面变化超预期；货币政策超预期

## 分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

## 联系人



陈宇



18910965322



chenyu@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 索引

### 内容目录

一、社融贷款数据点评.....	3
(一) 社融同比增速出现回落.....	3
(二) 金融机构贷款结构表明商品房销售疲软.....	4
(三) M1 同比增速回升，企业经营活跃度有所提升.....	6
二、货币政策会如何应对？“宽信用不至，宽货币不止”.....	6
(一) 货币政策如何应对不及预期的社融数据？.....	6
(二) 低于预期的社融数据如何影响资本市场？.....	7
三、风险提示.....	7

### 图表目录

图 1：社融重要增量分项数据.....	3
图 2：金融机构贷款分项当月新增变化.....	4
图 3：企（事）业单位部门信贷总量季节图.....	4
图 4：居民中长期贷当月新增（单位：亿元）.....	5
图 5：1-2 月居民中长期贷款季节图.....	5
图 6：活期存款占非金融企业全部存款的比例.....	6
图 7：房价预期上涨比例快速走低.....	7

2022年3月11日，央行发布2022年2月金融数据。2月份，社会融资规模增量为1.19万亿元，比上年同期少增5315亿元。截止2月末，社会融资规模存量为321.12万亿元，同比增长10.2%。同期广义货币(M2)余额244.15万亿元，同比增长9.2%，增速比上月末低0.6%，比上年同期低0.9%；狭义货币(M1)余额62.16万亿元，同比增长约4.7%。流通中货币(M0)余额9.72万亿元，同比增长5.8%。

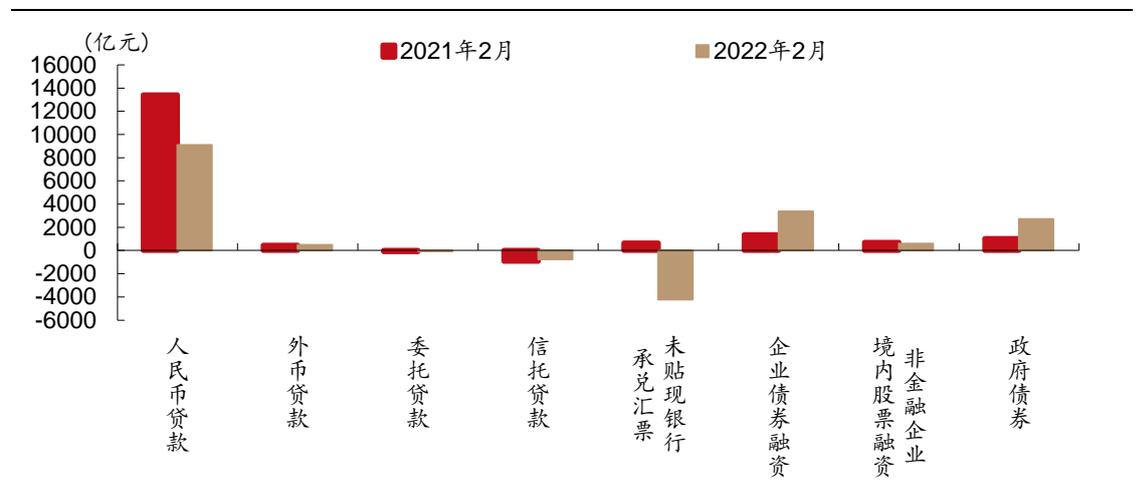
## 一、社融贷款数据点评

我们一直强调，在政策已明确转向稳增长的情况下，有理由对于货币信用数据保持乐观。但是，2月的金融数据显示宽信用遇到拖累。在之前的点评中，我们曾用“宽信用不至，宽货币不止”来概括今年的货币政策。我们认为金融数据的不及预期，意味着央行将会在货币政策上发力，调降政策利率近期可期。

### (一) 社融同比增速出现回落

2月份社会融资规模增量为1.19万亿元，比上年同期少5315亿元，社融同比增速录得10.2%。分项来看，除企业债券融资与政府债券融资外，其余基本为同比少增项，对社融增量形成拖累。人民币贷款当月新增9084亿，同比少增4329亿元。未贴现银行承兑汇票当月减少4228亿元，同比少增4867亿元。政府债券及企业债券为主要的同比多增贡献项。其中，政府债券净融资2722亿元，同比多增1705亿元，反映了今年财政前置发力的态势。而企业债券净融资额当月录得3377亿元，同比多增2021亿元，企业融资活跃。

图1：社融重要增量分项数据

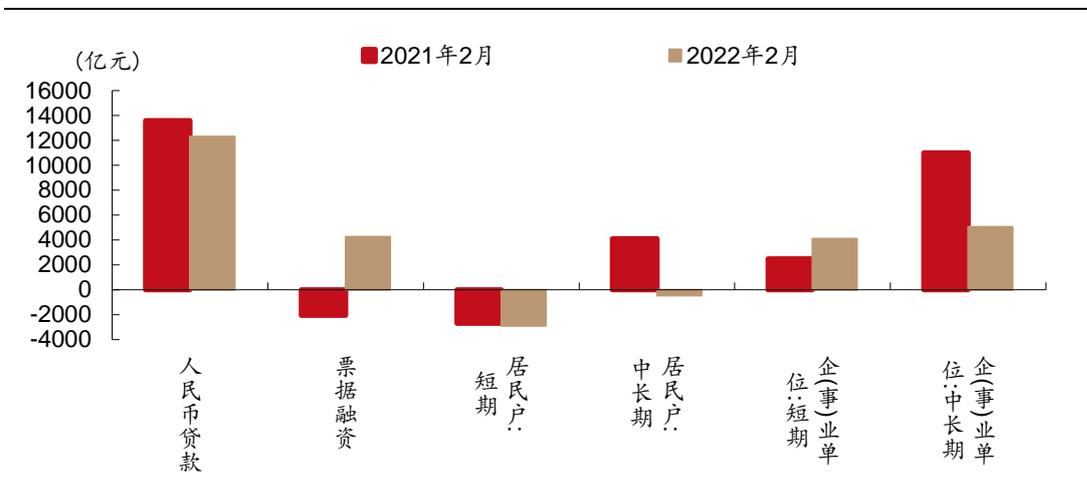


资料来源：Wind，西部证券研发中心

## (二) 金融机构贷款结构表明商品房销售疲软

2月金融机构新增人民币贷款1.23万亿元，同比少增1300亿。如果拆分贷款结构，中长期贷款同比少增1.05万亿元，短期贷款及票据融资部分同比多增6301亿元。也就是说，从同比的角度出现，目前人民币贷款的多增项还是来源于短期贷款及票据融资。

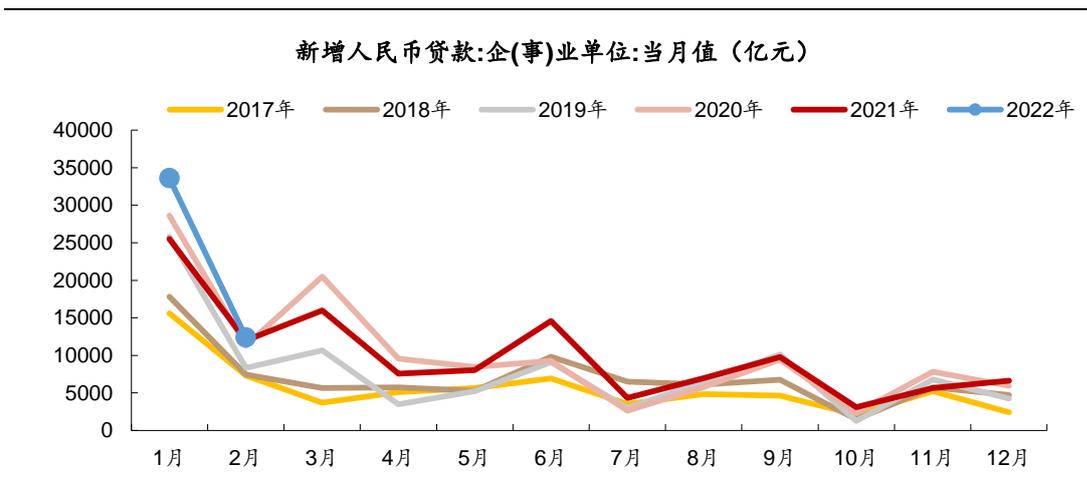
图2：金融机构贷款分项当月新增变化



资料来源：Wind，西部证券研发中心

我们认为信贷数据里的积极信号还是出现在企（事）业单位部门。2021年下半年开始，在“能耗双控”政策的影响下，部分企业的生产大幅下滑，在原材料价格走高、生产端不确定性增大的背景下，企业的融资需求会出现下降。企（事）业单位中长期贷款出现了连续6个月同比少增的情况，累计同比下降规模超过1.3万亿元，对贷款的平稳增长形成了明显拖累。随着部分前期政策的纠偏，以及人民银行调降政策利率等操作，企业的预期逐步稳定，我们观察到企业款贷款需求总量也开始出现回暖。从季节性来观察，企（事）业单位部门2022年前两个月总量层面的贷款数量强于往年。

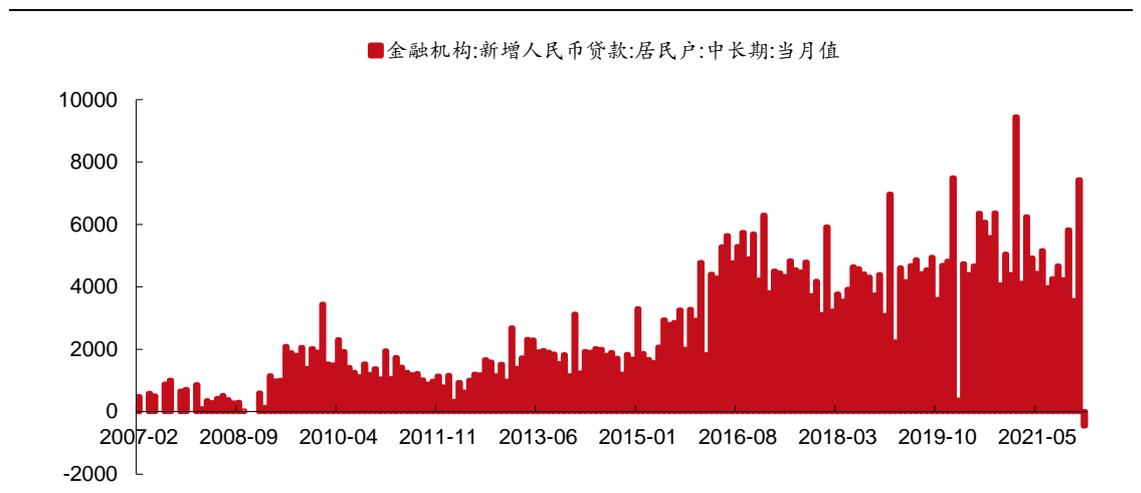
图3：企（事）业单位部门信贷总量季节图



资料来源：Wind，西部证券研发中心

从居民端的数据来看，居民部门整体当月贷款出现收缩 3369 亿元的情况，同比少增 4790 亿元。其中，以住房按揭贷款为主的居民中长期贷款罕见地出现了当月收缩的情况。

图 4：居民中长期贷当月新增（单位：亿元）

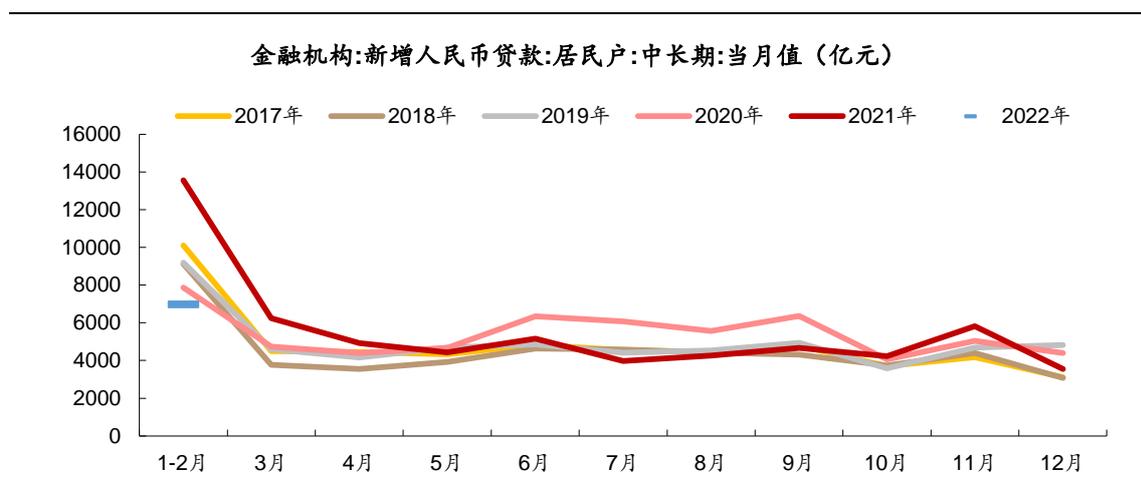


资料来源：Wind，西部证券研发中心

我们认为这种少增主要反映了房地产市场需求依然偏弱的情况。根据高频数据，2 月份 30 大中城市商品房日均成交面积 25.53 万平方米，较 1 月环比下降 35.90%，较去年 2 月同比下降 27.30%。1-2 月份 30 大中城市商品房日均成交面积 33.05 万平方米，较去年 1-2 月同比下降 28.75%。整体上看，2 月份房地产市场销售继续下行，未有明显回暖迹象。

因为 1 月信贷数据创历史新高，不排除一部分银行为冲刺“开门红”提前发放了一部分储备的贷款需求，导致 1 月、2 月信贷节奏错位，对数据产生一定影响。所以，我们将 1-2 月数据合并，去观察居民中长期贷款的季节强度。可以看到合并后，2022 年新增的居民中长期贷款依然处于近 5 年同期的最低水平，这也是近期包括“新市民”购房支持政策等一系列房地产市场需求侧政策不断出台的原因。

图 5：1-2 月居民中长期贷款季节图



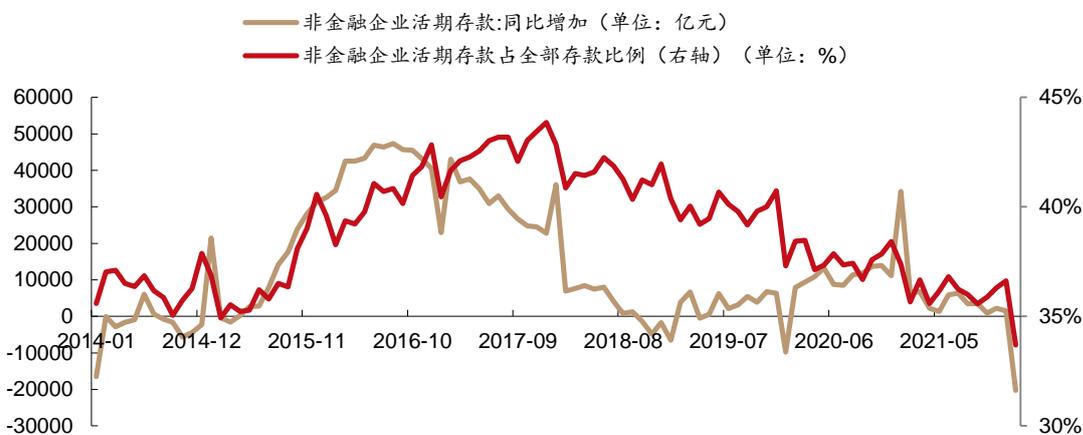
资料来源：Wind，西部证券研发中心

### (三) M1同比增速回升，企业经营活跃度有所提升

除了天量的社融数据外，1月金融数据中另一个引发市场参与者讨论的是M1的增速。根据人民银行公布的数据，M1余额61.39万亿元，同比下降1.9%（剔除春节错时因素影响，M1同比增长约2%）。在《国内宽信用能否持续？》中对于M1的低增速做了讨论，并认为M1的低增速在一定程度上反应了今年1月房地产销量、社会零售品销量有待提升及部分企业投资意愿有待进一步提升的情况。

2月M1同比增速回升至4.7%，在房地产销售不理想的情况下，我们认为其主要反映了企业部门持有活期存款的比例有所上升，这往往预示着其经营活跃度将会提升。在之前的报告中，我们曾提到过2022年1月非金融企业活期存款的占比已经下降到35%左右的水平，处于近几年最低水平，我们认为这种趋势会阶段性反转，这有利于M1增速触底回升。

图6：活期存款占非金融企业全部存款的比例



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 二、货币政策会如何应对？“宽信用不至，宽货币不止”

### (一) 货币政策如何应对不及预期的社融数据？

我们曾用“宽信用不至，宽货币不止”来概括今年的货币政策。其特征应该是总量型政策为稳增长保驾护航，一旦经济增长数据出现不及预期的苗头，全面降息等货币政策仍可期

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\\_39393](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39393)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn