

居民信贷止跌，社融总量结构均超预期

——2023年2月份金融数据点评

事件：

2023年3月10日，人民银行发布2月金融数据。2月M2余额275.52万亿元，同比增长12.9%，增速比上月末回升0.3个百分点，比上年同期回升3.7个百分点。M1余额65.79万亿元，同比增长5.8%，增速比上月末回落0.9个百分点，比上年同期回升1.1个百分点。2月末社会融资规模存量为353.97万亿元，同比增长9.9%；较1月的9.4%回升0.5个百分点。2月社会融资规模增量为3.16万亿元，比上年同期增加1.95万亿元，比上个月减少2.82万亿元。2月人民币贷款增加1.82万亿元，同比多增9241亿元。

事件点评

➤ M2与M1剪刀差再走阔，2月资金面边际收紧

当前M2与M1剪刀差再度走阔，M2与M1增速双双回升，但M2增速较快，主要受到春节错位以及企业居民存款持续高增、财政支出前置发力影响。具体来看，存款分项中企业和居民存款同比分别多增1.29万亿元和7900亿元左右。2月M1同比增速持续回升，但环比小幅回落，主要受到春节错位因素影响。展望后续，当前资金利率已经处于较高位置，高于政策利率7天逆回购利率的2.0%，因此资金环境再度收紧的可能性不大。

➤ 居民信贷出现止跌现象，企业信心修复助力中长贷高增

2月居民短贷持续多增，主要由于进入2月后疫情对于人员流动以及日常生活的影响逐步消散，居民旅游、商务出行及餐饮消费等娱乐活动回暖对居民短贷起到提振作用。居民中长期贷款同比由负转正，与2月多地地产销售边际好转有关，主要受到地产刺激政策加持以及春节后居民置业需求边际走高影响。2月企业贷款持续走高，主要受到房企融资“三支箭”以及基建相关投融资项目发力共同推升。

➤ 社融存量同比底部回升，新增人民币贷款与政府债是主要拉动项

2月社融存量同比增长9.9%，较1月的9.4%回升0.5个百分点。从分项上来看，人民币贷款结构改善明显，居民贷款边际回暖，企业融资继续成为主要支撑项目。债券净融资同比多增支撑社融，1月专项债提前批次开始下达后，2月春节假期结束后逐步落地。企业债券融资小幅多增，总体改善，体现了企业多渠道融资意愿加强。

➤ 展望：内生动力持续修复，宽信用逐步启动

预计1月社融存量同比为全年低点，伴随着2月社融存量同比企稳回升，后续政府发债逐步开启、实体部门信心回暖信贷需求上升，预计年内社融同比增速有望呈现震荡上行趋势。政策上，财政政策将成为23年的重要发力点，而货币政策在上半年将延续宽松趋势，下半年相机抉择。结合政府工作报告中的表述，我们认为今年财政将成为主要发力项，而货币政策呵护经济稳增长。对于债市，当前债券收益率中枢上移的调整方向已经确立，未来利率节奏取决于经济恢复速率和政策实施效果。策略上建议短久期（融资需求回升）和低杠杆（资金利率回归常态化）的偏谨慎配置策略。

➤ **风险提示：**政策发力下地产销售恢复情况不及预期，疫情对于经济的影响超预期。

分析师：王宇鹏
执业证书编号：S0590522020002
邮箱：wyp@glsc.com.cn

联系人：吴嘉颖
邮箱：wjiavina@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《草木蔓发，春山可望》2023.03.05
- 2、《地产销售大幅改善，经济稳步复苏——高频数据跟踪 2023年2月》2023.03.01
- 3、《把握两会窗口期，布局经济稳增长——3月十强转债推荐》2023.02.27

正文目录

1	事件	3
2	事件点评	3
2.1	M2 与 M1 剪刀差再走阔，2 月资金面边际收紧	3
2.2	居民信贷出现止跌现象，企业信心修复助力中长贷高增	4
2.3	社融存量同比底部回升，新增人民币贷款与政府债是主要拉动项	6
2.4	展望：内生动力持续修复，宽信用逐步启动	7
3	风险提示	8

正文目录

图表 1: 2 月 M2 同比与 M1 同比剪刀差再度走阔 (%)	4
图表 2: M2 增速持续高于社融存量增速 (%)	4
图表 3: 2 月 DR007 利率中枢上移，高于政策利率 (%)	4
图表 4: 信贷开门红、政府债发力使资金面收紧 (%)	4
图表 5: 2 月居民融资边际好转 (亿元)	5
图表 6: 地产销售有所回暖，未超季节性 (万平方米)	5
图表 7: 汽车销售对于经济的拉动力基本释放 (%)	6
图表 8: 2 月企业融资在政策推动下持续高增 (%)	6
图表 9: 2 月社融增速回升，新增人民币贷款与政府债券是主要支持 (亿元)	7
图表 10: 剔除政府债后，社融存量同比持续回升 (%)	7

1 事件

2023年3月10日，人民银行发布2月金融数据。2月M2余额275.52万亿元，同比增长12.9%，增速比上月末回升0.3个百分点，比上年同期回升3.7个百分点。M1余额65.79万亿元，同比增长5.8%，增速比上月末回落0.9个百分点，比上年同期回升1.1个百分点。2月末社会融资规模存量为353.97万亿元，同比增长9.9%；较1月的9.4%回升0.5个百分点。2月社会融资规模增量为3.16万亿元，比上年同期增加1.95万亿元，比上个月减少2.82万亿元。2月人民币贷款增加1.82万亿元，同比多增9241亿元。

2 事件点评

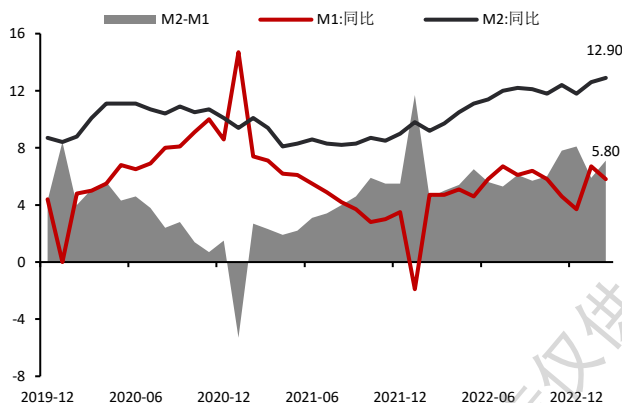
2.1 M2与M1剪刀差再走阔，2月资金面边际收紧

2月M2余额275.52万亿元，同比增长12.9%，增速比上月末回升0.3个百分点，比上年同期回升3.7个百分点，增速持续创新高。2月M1余额65.79万亿元，同比增长5.8%，增速比上月末回落0.9个百分点，比上年同期回升1.1个百分点。当前M2与M1剪刀差再度走阔，M2与M1增速双双回升，但M2增速较快，主要受到春节错位以及企业居民存款持续高增、财政支出前置发力影响。2月M2同比增速再度走高主要与居民与企业存款持续高增，以及财政支出前置发力有关，同时也显示出当前货币供应量维持稳定。具体来看，存款分项中企业和居民存款同比分别多增1.29万亿元和7900亿元左右。2月M1同比增速持续回升，但环比小幅回落，主要受到春节错位因素影响，此外也体现出资金活性仍待提升。

2月春节假期影响逐步消散，资金面受到信贷开门红以及政府债提前发力影响持续边际收敛态势，虽然央行持续维护流动性合理充裕助力宽信用，但是在总量政策上更加审慎，因此2月利率中枢水平较今年1月有所提高。具体来看，2月SHIBOR利率和DR007利率中枢较1月出现上行，DR007月平均利率为2.11%，较1月的1.91%持续上行；SHIBOR 7天月平均利率为2.09%，较12、月的1.93%有所回升。

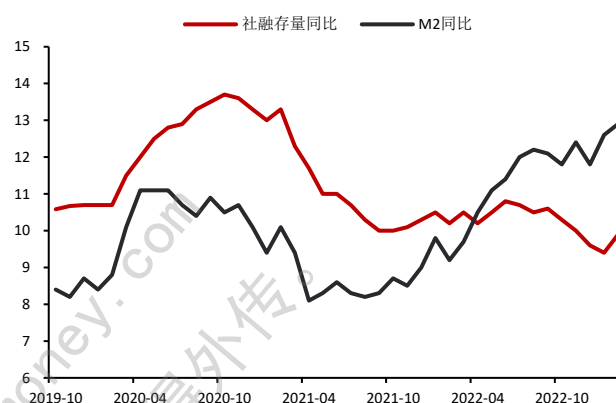
展望后续，当前资金利率已经处于较高位置，高于政策利率7天逆回购利率的2.0%，所以预计资金环境再度收紧的可能性不大。同时，3月作为信贷开门红的最后一个月企业信贷需求较1月与2月可能存在边际下行的状态，对资金面的扰动减小。因此我们认为3月货币政策预计持续维持宽松态势，具体表现为加大逆回购投放量、或进行更多再贷款再贴现政策、或超量续作MLF，为货币流动性创造宽松的环境。

图表 1: 2 月 M2 同比与 M1 同比剪刀差再度走阔 (%)



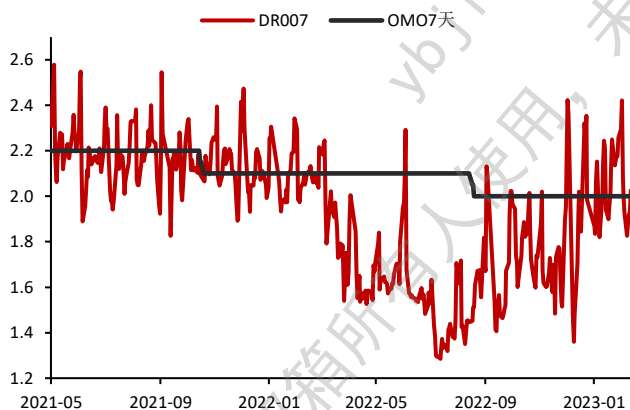
来源: Wind 国联证券研究所

图表 2: M2 增速持续高于社融存量增速 (%)



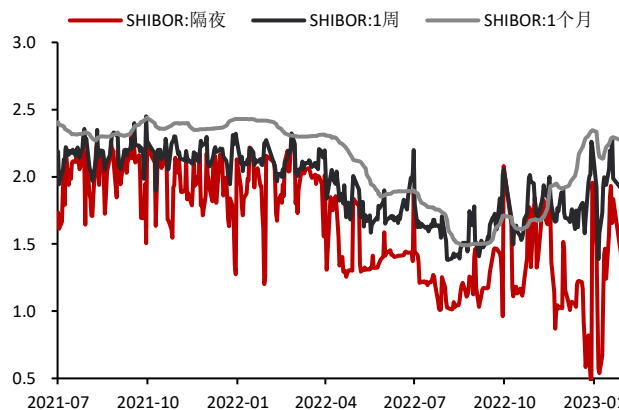
来源: Wind 国联证券研究所

图表 3: 2 月 DR007 利率中枢上移, 高于政策利率 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 4: 信贷开门红, 政府债发力使资金面收紧 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

2.2 居民信贷出现止跌现象, 企业信心修复助力中长贷高增

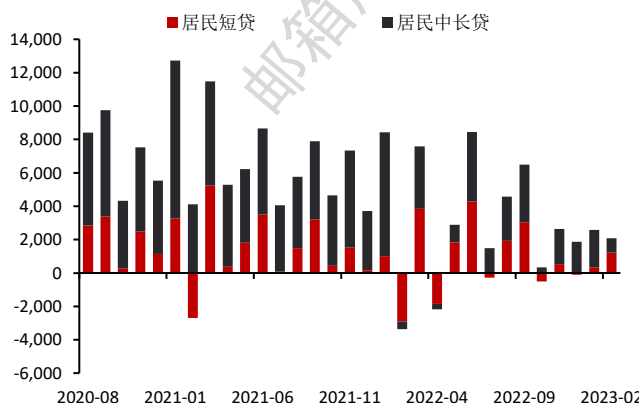
2 月新增人民币贷款中居民部门增加 2081 亿元, 同比多增 5451 亿元, 环比少增 491 亿元。其中居民短贷增加 1218 亿元, 同比多增 4129 亿元, 环比多增 877 亿元。2 月居民短贷持续多增, 同比环比均向好, 主要由于 22 年 12 月至 23 年 1 月疫情大规模爆发后, 进入 2 月疫情对于人员流动以及日常生产生活的的影响逐步消散, 居民旅游、商务出行及餐饮消费等娱乐活动回暖对居民短贷起到提振作用。结合高频数据观察, 当前市内人流活跃, 百城拥堵指数超往年同期水平; 一线二线城市地铁客运量恢复至疫情前水平; 远距离出行明显修复, 国内航班量接近 22 年同期水平。

2 月居民部门中长期贷款增加 863 亿元, 同比多增 1322 亿元, 环比少增 1368 亿元。2 月居民中长期贷款同比由负转正, 打破连续 14 个月同比少增的记录, 与 2 月

多地地产销售边际好转有关，主要受到地产刺激政策加持以及春节后居民置业需求边际走高影响。此外，2月汽车消费同比与去年基本持平，对于居民中长期贷款未有明显拉动。2月地产销售在低贷款利率与多项刺激政策下出现边际好转，带动居民中长期贷款同比多增。从高频数据来看，百强房企1-2月实现销售操盘金额8189.5亿元，同比降幅较上月收窄至-11.6%。2月单月的同比增长14.9%，主要是受春节月错位的影响，但是未有超季节性高增。展望后续，需要持续关注在春节后置业高峰度过以后地产销售能否持续改善。此外，2月乘用车市场零售达到139万辆，同比增长10.4%，环比增长7.5%，受春节错位因素影响，略有回升。预计随着3月汽车品牌开启一轮降价潮，3月汽车消费增速可期，对中长期贷款将持续拉动作用。

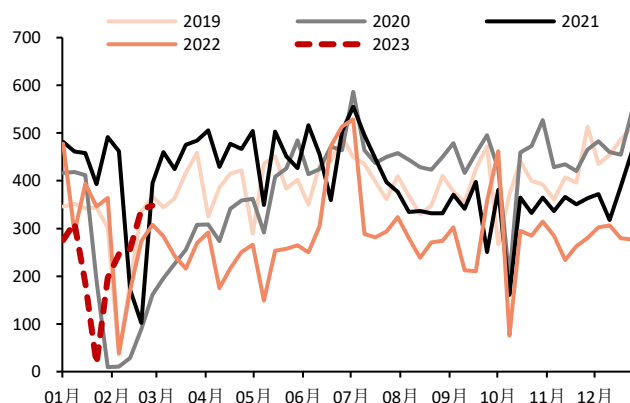
2月新增人民币贷款中企业部门增加16100亿元，同比多增3700亿元，环比少增30700亿元。其中企业短贷增加5785亿元，同比多增1674亿元；中长贷增加11100亿元，同比多增6048亿元；票据融资减少989亿元，同比少增4041亿元。2月企业信贷延续高增趋势，信贷开门红持续。我们认为2月企业信贷延续1月以来的强势，体现出企业投资意愿的明显好转。本次企业贷款大增除了受到银行项目储备充足助力开门红以外，也与近期政策主导下基建及企业设备更新相关融资需求开始发力有关；此外2月票据冲量特征持续缓解。2月在稳增长政策的持续作用下，房企融资“三支箭”以及疫情政策优化提振企业信心，共同推动企业短贷及中长期贷款回升。此外，基建相关投融资项目在地地方财政与城投的也开始前置发力，共同作用下也推升企业信贷走高。展望后续，我们认为随着政策持续发力，后续企业中长期贷款增长的趋势将有所延续，主要流向基建、制造业及房地产部门。

图表 5: 2月居民融资边际好转 (亿元)



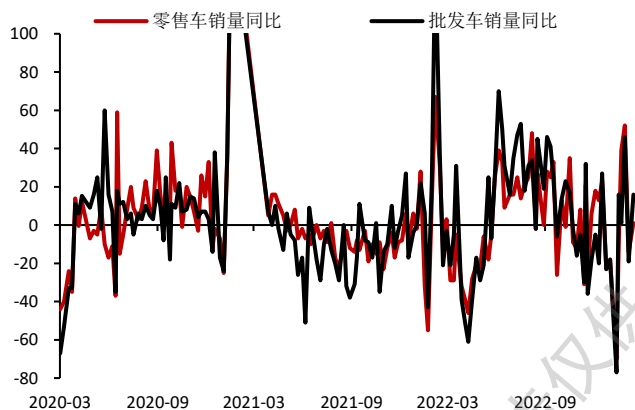
来源: Wind 国联证券研究所

图表 6: 地产销售有所回暖, 未超季节性 (万平方米)



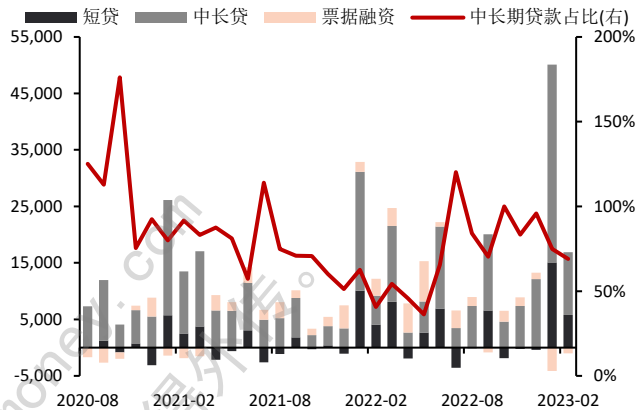
来源: Wind 国联证券研究所

图表 7: 汽车销售对于经济的拉动力基本释放 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 8: 2 月企业融资在政策推动下持续高增 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

2.3 社融存量同比底部回升，新增人民币贷款与政府债是主要拉动项

2 月社会融资规模增量为 3.16 万亿元，比上年同期增加 1.94 亿元，比上月减少 2.82 万亿元。2 月社融存量同比增长 9.9%，较 1 月的 9.4% 回升 0.5 个百分点，结束了自去年 10 月以来的回落趋势。其中新增人民币贷款及新增政府债均为支撑项目，整体社融数据超市场预期。

从分项上来看，2 月人民币贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 5800 亿元，环比少增 30900 亿元。其中贷款结构改善明显，居民贷款边际回暖，企业融资继续成为主要支撑项目。

2 月政府债券净融资 8138 亿元，同比多增 5416 亿元，支撑 2 月社融。1 月专项债提前批次开始下达，2 月春节假期结束后逐步落地。具体来看，2 月发行政府债券 1.25 万亿元，同比多增约 2600 亿元。其中，多增额主要是来自国债发行，贡献约 1900 亿。我们认为伴随着提前批次逐步下达已经基建相关利好政策落地，后续政府债将持续成为社融支撑项。

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_53107

