

总量研究

强信贷弱通胀，内需究竟如何？

——光大宏观 2 月金融数据点评兼周报（2023-03-11）

要点

事件：2 月人民币贷款新增 1.81 万亿元，前值 4.90 万亿元；社融新增 3.16 万亿元，前值 5.98 万亿元，存量同比增速 9.9%，前值 9.4%；M₂ 增速 12.9%，前值 12.6%；M₁ 增速 5.8%，前值 6.7%。

核心观点：2 月新增融资再超市场预期，企业中长期信贷延续强劲态势，预期改善和政策引导是主要驱动因素。企业端，生产预期改善、信贷政策引导和产业政策扶持，驱动企业信贷供需两旺；居民端，消费和购房活动回暖驱动居民信贷改善，但居民存款依然维持高增速指向消费预期仍未改善，购房预期改善的持续性也有待后续数据验证。同时，表面矛盾的强信贷和弱通胀，实则均指向投资强、消费弱的复苏初期内需图景。向前看，“节奏要稳”的政策诉求有望平抑新增社融的强劲态势，增速的稳定性仍有赖于居民预期改善，货币政策进一步转向依托结构性工具发力，降准维护流动性合理充裕的可能仍在。

新增社融的强劲态势有望放缓，但短期内仍有望持续高于去年同期水平，增速回升的斜率有赖于居民预期改善。一则，疫情扰动消退有望驱使生产经营预期继续改善，叠加新增专项债支撑基建配套融资需求，企业融资需求有望延续旺盛；同时，政策层对于信贷投放适度靠前发力的诉求仍在，但 3 月以来政策曾先后表态“货币信贷总量要适度节奏要平稳”和“不盲目追求信贷高增”，信贷资源投放可能会更加注重平滑增速波动。

二则，居民部门仍是当前融资的短板，引导其合理改善预期是社融增速趋势性回升的重要条件。2 月居民部门净融资的环比改善，一定程度上受益于春节错位对居民消费和购房活动的扰动，考虑到在此之前，居民部门新增净融资已经连续 15 个月同比收缩，并且居民存款持续保持较高增速，单月融资数据的改善难以表征居民预期的扭转。

强信贷弱通胀，映射出内需依然冷热不均的宏观图景。持续强劲的 PMI 和信贷数据，似乎表明经济复苏节奏正在加快，但 2 月消费者通胀却明显弱于市场预期，使得市场对内需修复动力和持续性的担忧再起。这种宏观数据表面的矛盾性，在数据结构和特性层面，对宏观经济图景的映射却是统一的。

结构层面，通胀和信贷数据均指向投资强、消费弱的内需现实，符合经济复苏初期的结构特征。信贷数据来看，企业贷款持续同比多增，并且资金主要流向基建和制造业领域，与基建投资和制造业投资的高景气度相匹配；而居民部门新增净融资连续 15 个月同比收缩，2 月同比扩张也在一定程度上是受益于春节错位，表征消费和购房预期仍未出现明显改善，商品房销售情况又在很大程度上影响着房企的投资意愿，映射出消费和房地产投资仍然较为疲弱。

通胀数据来看，PPI 全部工业品、PPI 生产资料环比，分别由上月的-0.4%、-0.5%回升至 0%、0.1%，表明工业生产恢复加快，印证投资端的景气延续，而螺纹钢和玻璃的价格分化，又表明投资景气主要集中于基建和制造业领域，房地产投资的改善则较为疲弱。CPI 环比增速仅录得-0.5%，看似弱于季节性，实则基本符合春节次月的历史规律，但符合季节性规律的价格数据，恰恰反映出消费复苏的力度不足以削弱春节效应，即消费的复苏路径仍是弱复苏，与居民消费信贷的表现一致。

另外，消费者通胀更多是同步或滞后于经济活动，而信贷数据则往往领先于经济活动。2 月居民信贷数据的环比改善，在剔除春节错位扰动后，也表征着需求改善的迹象，但仍需后续数据的持续验证。

风险提示：政策落地不及预期，新冠二次感染高峰超出预期，房地产链条修复节奏不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwuh@ebsecn.com

相关研报

消失的欧洲“滞胀”——解构欧洲系列一（2023-02-28）

YCC：日本银行与金融市场的对决——流动性洞见系列十二（2023-01-18）

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

美元指数何时有望见顶？——光大宏观周报（2022-09-25）

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

目 录

1、强信贷弱通胀，内需究竟如何？	4
1.1、新增融资再超市场预期.....	4
1.2、居民预期呈现筑底企稳迹象	5
1.3、强信贷弱通胀映射内需依然冷热不均.....	7
1.4、居民超额储蓄尚未出现释放迹象	8
2、海外观察.....	9
2.1、美债收益率下行，通胀预期下行	9
2.2、全球股市和大宗商品价格普遍下跌	10
2.3、鲍威尔认为若有必要将加快加息步伐.....	10
3、国内观察.....	11
3.1、上游：原油价格环比上涨，铝价环比下跌	11
3.2、中游：水泥价格指数环比上涨，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降.....	11
3.3、下游：商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格趋势分化	12
3.4、流动性：货币利率下行，债券利率下行	13
4、下周财经日历.....	13
5、风险提示.....	13

图目录

图 1：表内信贷仍是新增社融的主要驱动因素.....	5
图 2：居民部门新增净融资扭转连续 15 个月的颓势.....	5
图 3：企业信贷驱动 2 月新增信贷大幅同比多增.....	6
图 4：企业中长期贷款在新增信贷中的比例持续上升.....	6
图 5：汽车零售同比虽有改善但环比小幅走弱.....	6
图 6：30 大中城市商品房成交面积环比和同比均呈现改善.....	6
图 7：2 月 CPI 环比回落幅度符合季节性特征.....	8
图 8：社融增速有望震荡回升.....	8
图 9：货币增速剪刀差总体呈现弱势震荡.....	8
图 10：居民超额储蓄尚未出现释放迹象.....	8
图 11：美国 10 年期国债收益率较上周下行.....	9
图 12：法德 10 年期国债收益率较上周下行.....	9
图 13：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行.....	9
图 14：美国投资级企业债利差走阔.....	9
图 15：全球股市普遍下跌.....	10
图 16：大宗商品价格普遍下跌.....	10
图 17：原油价格环比上涨.....	11
图 18：铝价环比下跌，库存同比下降.....	11
图 19：水泥价格指数环比上升.....	12
图 20：螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降.....	12
图 21：商品房成交面积增幅缩窄.....	12
图 22：猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	12
图 23：货币市场利率下行.....	13
图 24：债券市场利率下行.....	13

表目录

表 1：下周全球经济数据热点.....	13
---------------------	----

1、强信贷弱通胀，内需究竟如何？

事件：2月人民币贷款新增 1.81 万亿元，前值 4.90 万亿元，预期 1.43 万亿元；社融新增 3.16 万亿元，前值 5.98 万亿元，预期 2.08 万亿元，存量同比增速 9.9%，前值 9.4%；M₂ 增速 12.9%，前值 12.6%，预期 12.3%；M₁ 增速 5.8%，前值 6.7%。

核心观点：2月新增融资再超市场预期，企业中长期信贷延续强劲态势，预期改善和政策引导是主要驱动因素。企业端，生产预期改善、信贷政策引导和产业政策扶持，驱动企业信贷供需两旺；居民端，消费和购房活动回暖驱动居民信贷改善，但居民存款依然维持高增速指向消费预期仍未改善，购房预期改善的持续性也有待后续数据验证。同时，表面矛盾的强信贷和弱通胀，实则均指向投资强、消费弱的复苏初期内需图景。向前看，“节奏要稳”的政策诉求有望平抑新增社融的强劲态势，增速的稳定性仍有赖于居民预期改善，货币政策进一步转向依托结构性工具发力，降准维护流动性合理充裕的可能仍在。

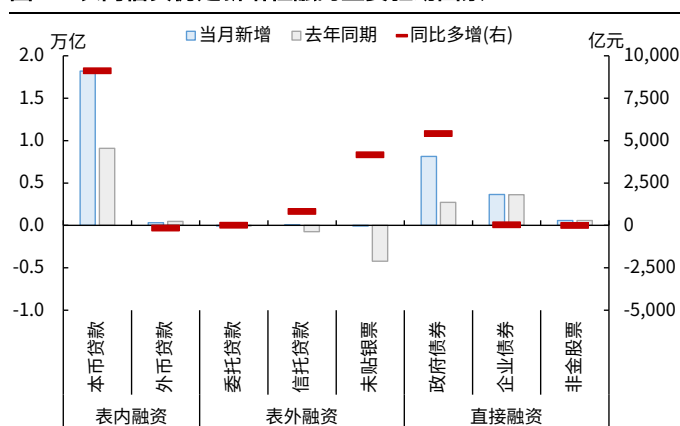
1.1、新增融资再超市场预期

预期改善和政策引导驱动新增融资再超预期，人民币贷款、政府债券和未贴现汇票是主要贡献因素。2月新增社融 3.16 万亿元，大幅超出市场预期 (Wind 一致预期为 2.08 万亿元，上沿在 2.64 万亿元左右)，同比多增 1.95 万亿元；2月新增人民币贷款 1.81 万亿元，同样明显超出市场预期 (Wind 一致预期为 1.43 万亿元，上沿在 1.65 万亿元左右)，同比多增 5928 亿元。预期改善和政策引导仍是主要驱动因素，信用扩张的强度和持续性，仍依赖于居民预期和房地产链条融资的进一步企稳。

融资方式方面，社融口径下的人民币贷款、政府债券和未贴现汇票，分别同比多增 9241 亿元、5416 亿元和 4158 亿元，是 2 月新增社融的主要贡献项；另外，企业债券新增净融资也由 1 月同比收缩 4352 亿元，转为同比多增 34 亿元，理财赎回风波和信用债收益率调整的影响有所减弱，但在信贷政策支持等因素影响下，部分企业债券融资需求仍在向信贷需求转化。

融资主体方面，企业、居民和政府新增净融资，分别同比扩张 8564 亿元、5451 亿元和 5416 亿元，共同驱动 2 月新增社融维持强劲态势。其中，企业部门主要源于疫情过峰后产需预期改善、信贷政策引导和产业政策扶持等多方合力；而居民部门新增净融资在连续 15 个月同比收缩后，2 月转为同比扩张，居民预期可能正在筑底。

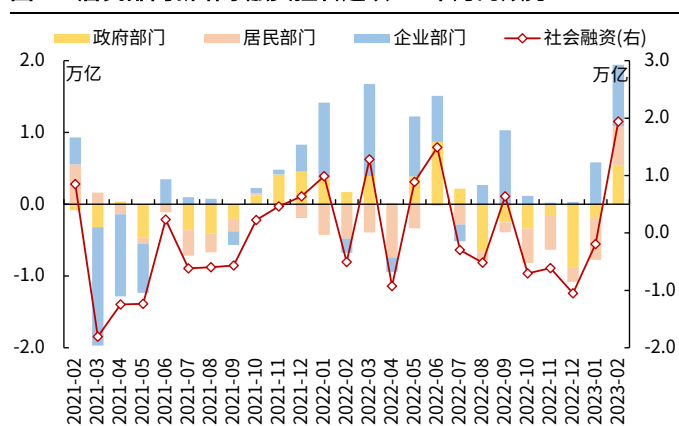
图 1：表内信贷仍是新增社融的主要驱动因素



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2023 年 2 月

图 2：居民部门新增净融资扭转连续 15 个月的颓势



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2023 年 2 月

1.2、居民预期呈现筑底企稳迹象

政府端，2 月政府部门新增净融资同比扩张 5416 亿元，前置发力仍是政府债券融资的主基调。2023 年跟 2020 年和 2022 年类似，同是“稳增长”诉求较强的年份，财政部也均在前一年度末提前下达了次年的部分专项债务新增额度，因而，政府债券发行节奏都有明显的前置倾向。同时，由于今年春节假期前置到 1 月，而 2022 年春节在 2 月，对 1-2 月政府债券融资节奏形成了一定扰动，使得 1 月政府债券新增净融资同比收缩，但扩大了 2 月同比扩张的幅度，后续政府债券融资节奏的波动性有望趋于平缓。

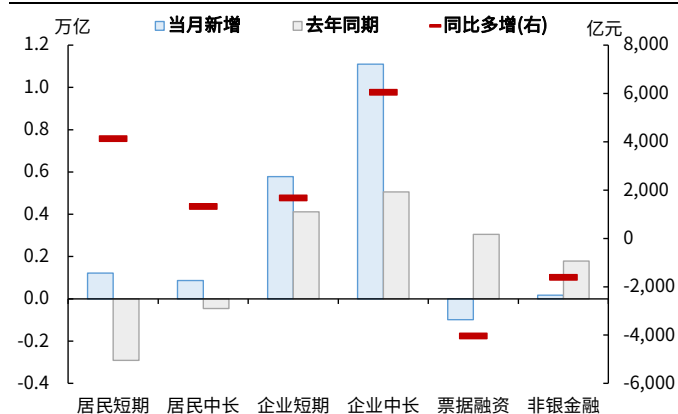
企业端，生产预期改善增强融资需求，叠加银行较强的信贷投放诉求，供需两端驱动企业新增净融资大幅同比扩张。2 月非金融企业部门新增信贷 1.59 万亿元，同比多增 3681 亿元，其中，企业中长期贷款同比多增 6048 亿元，显著高于往年季节性水平，企业中长期新增贷款已占新增贷款总额的 68.32% (6MMA)，信贷资金的主要流向应为基建和制造业等领域。

一则，疫情过峰后，企业产需两端景气度连续两个月大幅改善，生产扩张驱动信贷需求升温。2 月制造业 PMI 分项数据显示，生产、新订单、采购量和生产经营活动预期，均呈现大幅同比扩张，在实体企业产需两旺的驱动下，企业融资需求也出现升温。

二则，政策层稳定信用扩张的诉求依然强烈，国常会和信贷座谈会多次强调稳定信贷。1 月 10 日，央行等部委召开主要银行信贷工作座谈会，提出“合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力…及时跟进政策性开发性金融工具配套融资，延续发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力”，表明政策层对于稳定合理信用扩张的诉求依然较强。

三则，信贷政策、财政政策和产业政策合力引导制造业信贷扩张。2022 年 9 月国常会要求“设备购置和更新改造新增贷款…中央财政贴息 2.5 个百分点”，2 月 9 日，央行和财政部联合下发《关于继续做好部分领域设备更新改造专项再贷款和财政贴息工作的通知》，决定延长设备更新改造贷款的再贷款和贴息政策，将贷款资金投放时间延长至 2 月 28 日。同时，逾半数省份计划继续支持企业进行技术升级与改造。因而，信贷政策、财政政策和产业政策仍在合力引导制造业信贷扩张。

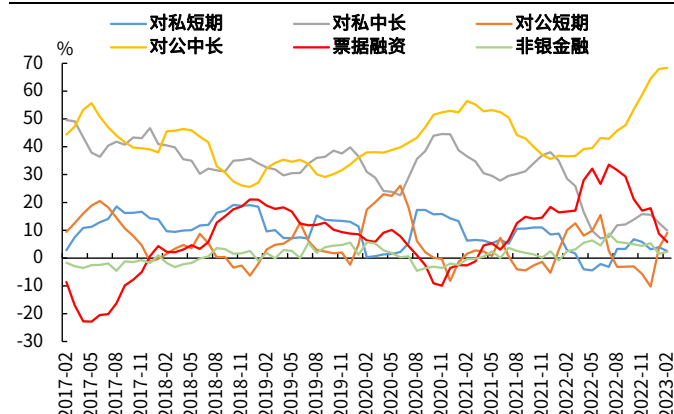
图 3：企业信贷驱动 2 月新增信贷大幅同比多增



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2023 年 2 月

图 4：企业中长期贷款在新增信贷中的比例持续上升



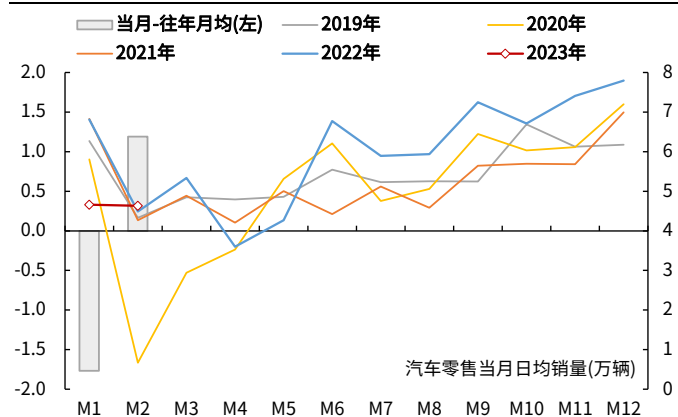
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据说明：图中数据为 6 个月移动均值，数据截至 2023 年 2 月。

居民端，消费信贷和按揭贷款均实现同比改善，但是否指向居民预期改善，仍有待于后续数据验证。2 月居民部门新增净融资同比多增 5451 亿元，其中，短期信贷同比多增 4129 亿元，中长期信贷同比多增 1322 亿元。

一方面，疫情对居民生活半径和消费意愿的影响均逐渐走弱，2 月非制造业 PMI 商务活动指数进一步扩张至 56.3%，伴随着居民消费的修复，居民消费信贷也呈现出环比改善态势。同时，由于新增贷款利率明显低于存量房贷利率，部分新增居民短期信贷或用于置换存量房贷，因而，居民消费复苏的持续性和斜率仍有待于后续数据验证。

另一方面，从 30 个大中城市商品房销售数据来看，2 月商品房销售呈现环比扩张态势，剔除春节假期因素扰动后，居民购房预期和购房活动同样呈现改善态势，但由于按揭贷款利率远高于理财产品预期收益率，按揭贷“早偿”倾向愈发明显，导致以按揭贷为主的居民中长期贷款表现弱于商品房销售数据。

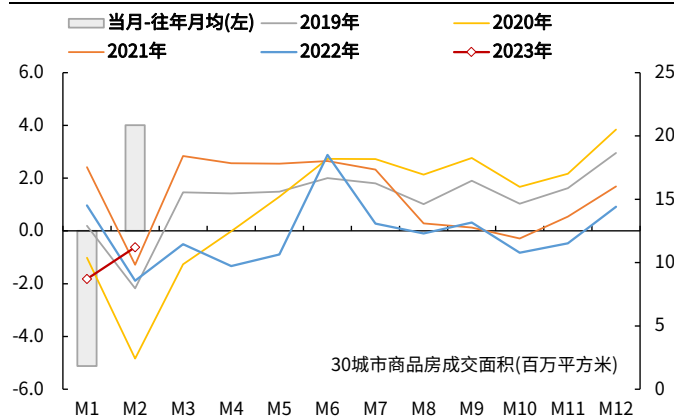
图 5：汽车零售同比虽有改善但环比小幅走弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示 2019 年-2022 年当月的均值，数据截至 2023 年 2 月

图 6：30 大中城市商品房成交面积环比和同比均呈现改善



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示 2019 年-2022 年当月的均值，数据截至 2023 年 2 月

1.3、强信贷弱通胀映射内需依然冷热不均

强信贷弱通胀，映射出内需依然冷热不均的宏观图景。持续强劲的 PMI 和信贷数据，似乎表明经济复苏节奏正在加快，但 2 月消费者通胀却明显弱于市场预期，使得市场对内需修复动力和持续性的担忧再起。这种宏观数据表面的矛盾性，在数据结构和特性层面，对宏观经济图景的映射却是统一的。

结构层面，通胀和信贷数据均指向投资强、消费弱的内需现实，符合经济复苏初期的结构特征。信贷数据来看，企业贷款持续同比多增，并且资金主要流向基建和制造业领域，与基建投资和制造业投资的高景气度相匹配；而居民部门新增净融资连续 15 个月同比收缩，2 月同比扩张也在一定程度上是受益于春节错位，表征消费和购房预期仍未出现明显改善，商品房销售情况又在很大程度上影响着房企的投资意愿，映射出消费和房地产投资仍然较为疲弱。

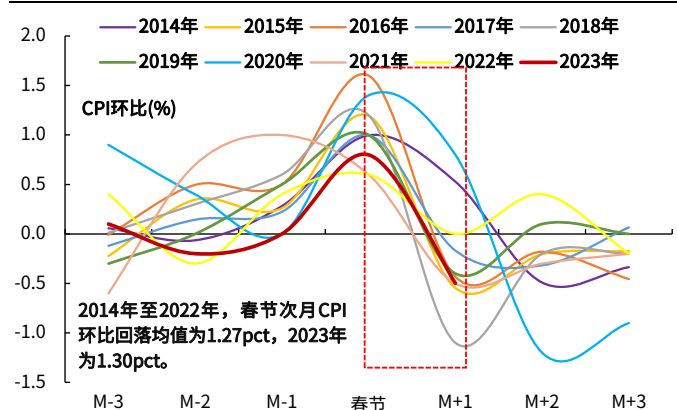
通胀数据来看，PPI 全部工业品、PPI 生产资料环比，分别由上月的-0.4%、-0.5%回升至 0%、0.1%，表明工业生产恢复加快，印证投资端的景气延续，而螺纹钢和玻璃的价格分化，又表明投资景气主要集中于基建和制造业领域，房地产投资的改善则较为疲弱。CPI 环比增速仅录得-0.5%，看似弱于季节性，实则基本符合春节次月的历史规律(图 7)，但符合季节性规律的价格数据，恰恰反映出消费复苏的力度不足以削弱春节效应，即消费的复苏路径仍是弱复苏，与居民消费信贷的表现一致。

另外，消费者通胀更多是同步或滞后于经济活动，而信贷数据则往往领先于经济活动。2 月居民信贷数据的环比改善，在剔除春节错位扰动后，也表征着需求改善的迹象，但仍需后续数据的持续验证。

新增社融的强劲态势有望放缓，但短期内仍有望持续高于去年同期水平，增速回升的斜率有赖于居民预期改善。一则，疫情扰动消退有望驱使生产经营预期继续改善，叠加新增专项债支撑基建配套融资需求，企业融资需求有望延续旺盛；同时，政策层对于信贷投放适度靠前发力的诉求仍在，但 3 月以来政策曾先后表态“货币信贷总量要适度节奏要平稳”和“不盲目追求信贷高增”，信贷资源投放可能会更加注重平滑增速波动。

二则，居民部门仍是当前融资的短板，引导其合理改善预期是社融增速趋势性回升的重要条件。2 月居民部门净融资的环比改善，一定程度上受益于春节错位对居民消费和购房活动的扰动，考虑到在此之前，居民部门新增净融资已经连续 15 个月同比收缩，并且居民存款持续保持较高增速，单月融资数据的改善难以表征居民预期的扭转。

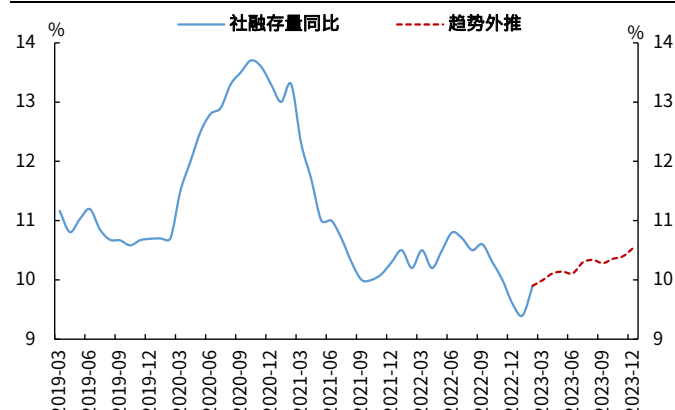
图 7：2 月 CPI 环比回落幅度符合季节性特征



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2023 年 2 月

图 8：社融增速有望震荡回升



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2023 年 2 月，2023 年 3 月至 12 月数据为光大宏观预测数据。

1.4、居民超额储蓄尚未出现释放迹象

居民存款保持较高增速，“超额储蓄”并未出现释放迹象。2 月 M_1 同比增速为 5.8%，较上月下行 0.9 个百分点，主要源于春节错位导致的高基数； M_2 同比增速为 12.9%，较上月上行 0.3 个百分点，信贷强劲扩张仍是主要贡献， M_1 - M_2 同比增速差值由上月的 -5.9 个百分点走阔至 -7.1 个百分点。1-2 月居民累计新增存款 6.99 万亿元，较去年同期多增 1.87 万亿元，2 月住户存款同比增速上行 1.1 个百分点至 18.3%，表明居民部门的储蓄意愿依然强劲，疫情期间积累的“超额储蓄”并未出现释放迹象。

向前看，宽货币力度随着经济复苏会渐趋缓和，广义货币供应量 M_2 增速有望回落，资金利率中枢也将围绕政策利率震荡。在疫情冲击逐渐减弱后，经济修复的稳定性和持续性将进一步增强，宽货币的发力强度将会逐渐收敛。同时，在去年财政发力的过程中，消耗了部分往年财政结余资金和央行结存利润，推动了财政存款和央行结存利润向私人部门的转移，今年财政结余资金向私人部门的转移力度将会明显走弱。因而，宽货币力度趋缓、财政结余资金转移走弱，叠加高基数效应，将会共同推动广义货币供应量 M_2 增速显著回落。

图 9：货币增速下行与实体经济复苏节奏同步

图 10：居民超额储蓄尚未出现释放迹象

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_53139

