

社融高增背后的隐忧

——2 月金融数据点评

核心观点：

2月社融存量同比明显反弹，人民币信贷和政府债券发行的超额增长是社融存量同比反弹的主要贡献项。社融反弹原因主要为政府广义财政扩张，体现为政府债券融资、基建企业贷款、以及政策扶持之下可能的部分制造业企业信贷增长。从支撑社融存量同比反弹的因素来看，广义财政扩张的影响较为明显，其可持续性有待进一步观察。

事件点评：

➤ 社融存量同比反弹，人民币信贷和政府债券有主要贡献

3月10日，人民银行公布2月社融新增31,600亿元，比上年同期增加19,430亿元。2月单月社融创出历史新高，而且较此前2月出现过的最高水平（2021年2月约1.7万亿）高出将近一倍，大幅强于季节性的水平，也远远超出今年春节较早2月工作日偏多可以解释的范围。2月社融存量同比也明显反弹；我们发现人民币信贷和政府债券发行的超额增长是社融存量同比反弹的主要原因。

➤ 企业、居民贷款存量同比均有反弹

2月人民币信贷的高增是社融偏高的主要原因之一，人民币信贷存量同比也明显反弹，支持了社融存量的同比反弹。导致人民币贷款存量反弹的因素中，我们注意到企业中长期贷款存量同比和居民贷款存量同比的明显反弹有主要贡献。

➤ 广义财政扩展驱动社融存量同比增长，可持续性存疑

我们认为，从支撑社融存量同比反弹的因素来看，广义财政扩张的影响较为明显，其可持续性有待进一步观察。首先，居民中长期贷款存量同比的反弹主要受到低基数的驱动。其次，居民短期贷款存量同比本月反弹非常显著，也是支撑社融融和信贷存量同比反弹的重要因素，但是可能难以持续。再次，政府债券的存量同比明显反弹是社融反弹的主要推动力之一。我们认为这与当前政府财政赤字扩张有密切关系。最后，企业中长期贷款的高增可能与在政府稳增长的指引之下，一些基建类国有企业增加杠杆支持基建投资有关；同时，在设备更新专项再贷款等政策扶持之下，叠加稳增长的指引，包括一些国有制造业企业在内的制造业企业也可能增加贷款提升制造业固定资产投资。

风险提示：

政策不及预期，地产修复不及预期，中美关系恶化超预期。

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 电话：15221881900
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《出口增速有所反弹 1-2 月外贸数据点评》
2023.03.07
- 2、《分化的复苏近期高频数据跟踪》2023.03.06
- 3、《经济进一步回暖 2 月 PMI 数据以及未来经济展望》2023.03.02

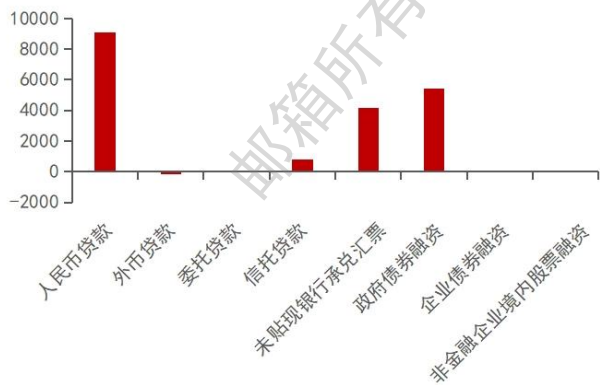
1 社融存量同比反弹，人民币信贷和政府债券有主要贡献

3月10日，人民银行公布2月社融新增31,600亿元，比上年同期增加19,430亿元。2月单月社融创出历史新高，而且较此前2月出现过的最高水平（2021年2月约1.7万亿）高出将近一倍，大幅强于季节性的水平，也远远超出今年春节较早2月工作日偏多可以解释的范围。2月社融存量同比也明显反弹；我们发现人民币信贷和政府债券发行的超额增长是社融存量同比反弹的主要原因。

具体而言，2月人民币贷款新增18200亿元，同比多增9116亿元；外币贷款新增310亿元，同比少增170亿元；委托贷款新减77亿元，同比多减3亿元；信托贷款新增66亿元，同比多增817亿元；未贴现银行承兑汇票减少70亿元，同比少减4158亿元；企业债券净融资3644亿元，同比增加34亿元；政府债券净融资新增8138亿元，同比增加5416亿元；非金融企业境内股票融资新增571亿元，同比减少14亿。

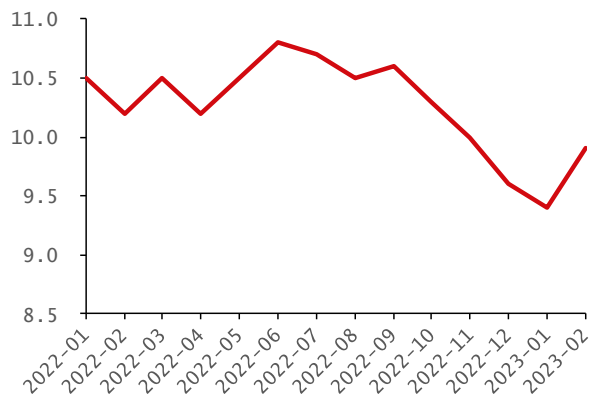
社融存量同比增速从1月的9.4%大幅反弹到9.9%，上升了0.5%，对应额外新增约1.7万亿社融。社融同比反弹的主要来源是人民币信贷和政府债券。其中：2月人民币贷款存量同比从1月的11.1%上升到11.5%，增加0.4%，对应额外新增0.8万亿元社融；政府债券存量同比从1月的12.9%上升到13.9%，增加约1.0%，对应额外新增0.6万亿元社融。

图表 1：社融分项同比变动规模（亿元）



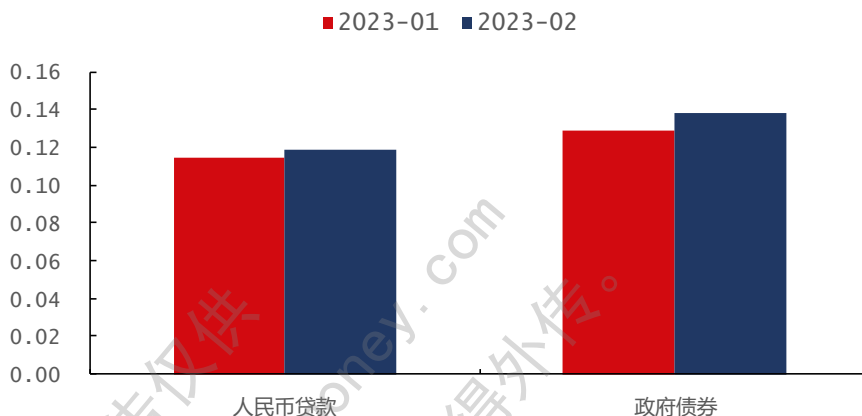
来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：社融存量同比 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 3: 人民币信贷、政府债券净融资同比增速 (%)



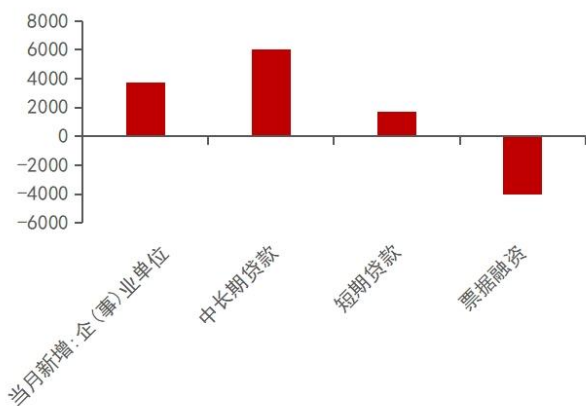
来源: Wind, 国联证券研究所

2 企业、居民贷款存量同比均有反弹

2月人民币信贷的高增是社融偏高的主要原因之一,人民币信贷存量同比也明显反弹,支持了社融存量的同比反弹。导致人民币贷款存量反弹的因素中,我们注意到企业中长期贷款存量同比和居民贷款存量同比的明显反弹有主要贡献。

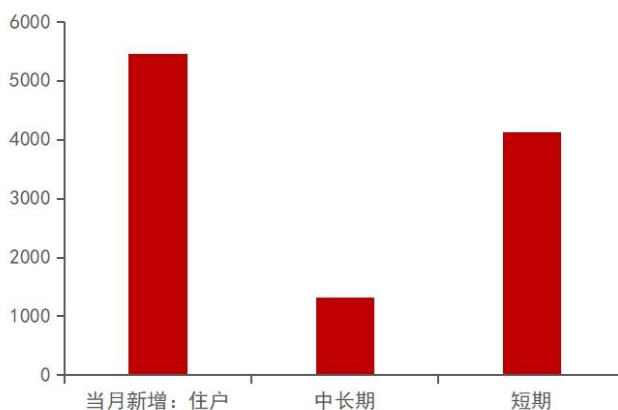
2月人民币贷款新增18100亿元(前值49000亿元),与去年同期相比多增5800亿元,继1月信贷快速增长后,2月信贷维持增长态势,并达到同期历史新高。分项来看,企业部门贷款新增16100亿元,同比多增3700亿元;居民部门贷款新增2081亿元,同比多增5450亿元,扭转过去14个月的同比少增情况。

图表 4: 企业部门信贷及分项同比变动规模(亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所

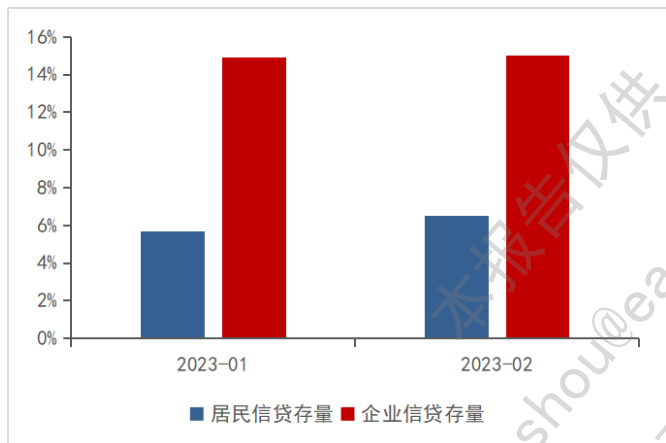
图表 5: 居民部门信贷及分项同比变动规模(亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所

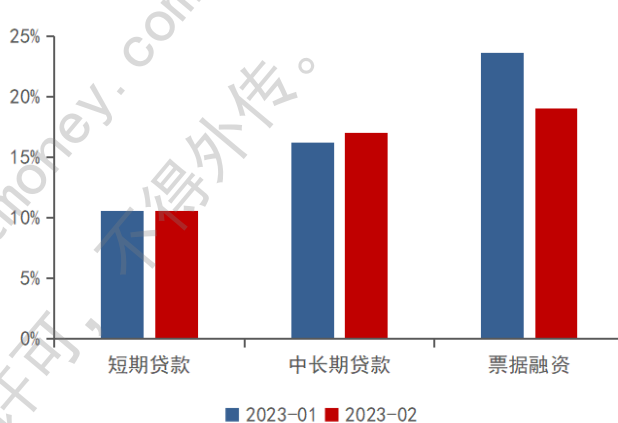
2月人民币贷款存量较1月增长0.4%，对应约0.8万亿的超额贷款。我们注意到，企业部门信贷存量从1月的14.9%上升到2月15.0%，对应额外新增0.2万亿元信贷，居民部门信贷存量同比较1月增加0.8%，对应额外新增0.6万亿元信贷。

图表 6: 居民、企业信贷存量同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 企业部门分项存量同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

从企业部门来看，其中长期信贷的持续回暖，是支持企业信贷同比反弹的主要因素。企业中长期贷款存量同比从1月的16.2%上升到2月的17.0%，较1月增加0.8%，对应额外新增约6000亿元信贷。但是反过来，企业的短期贷款增速与1月持平，为10.6%；而企业的票据融资余额增速同比则从23.6%下降到19.0%，明显拖累了企业贷款存量的增长。

从居民部门来看，短期贷款存量同比明显回升，中长期贷款存量受到低基数影响同比略有回升，都对居民部门的贷款存量同比反弹有贡献。当然，从绝对金额上看，2月居民部门的中长期贷款仅仅增长了不到900亿，仍属于较低的水平。

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_53246

