

撰写日期：2023 年 03 月 12 日

证券研究报告--宏观策略点评报告

关注结构端改善的可持续性

2023 年 2 月金融数据点评

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆事件：2023 年 3 月 10 日，中国人民银行公布 2023 年 2 月份金融数据显示：2 月份人民币贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 5928 亿元，前值为 4.9 万亿元；2023 年 2 月社会融资规模增量为 3.16 万亿元，同比多增 1.95 万亿元，前值为 5.98 万亿元；2 月末社会融资规模存量为 353.97 万亿元，同比增长 9.9%，前值为 350.93 万亿元；2 月末，M2 同比增长 12.9%，前值 12.6%；M1 同比增长 5.8%，前值 6.7%。

◆对此，我们点评如下：总的来看，2 月金融数据延续上月开门红的走势。由于财政政策的前置发力，加上稳增长政策的驱动以及经济内生动能的修复，拉动企业及居民端信贷的扩张，共同形成合力支撑 2 月社融数据的走强。

站在当前时点，经济复苏的大方向是明确的，但是仍需关注社融结构改善的可持续性，关注居民部门和民营企业投融资的恢复，从而进一步确认经济修复的斜率和高度。

向后看，今年的政府工作报告延续“稳健的货币政策要精准有力”的总基调，表明今年货币政策更注重结构调整，后续社融增速或主要由实体部门复苏中产生的实际融资需求来推动，总量端的政策助推可能将逐步淡化。

◆风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断

事件：

2023 年 3 月 10 日，中国人民银行公布 2023 年 2 月份金融数据显示：

2 月份人民币贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 5928 亿元，前值为 4.9 万亿元；

2023 年 2 月社会融资规模增量为 3.16 万亿元，同比多增 1.95 万亿元，前值为 5.98 万亿元；

2 月末社会融资规模存量为 353.97 万亿元，同比增长 9.9%，前值为 350.93 万亿元；

2 月末，M2 同比增长 12.9%，前值 12.6%；M1 同比增长 5.8%，前值 6.7%。

对此，我们的点评如下：

1. 居民信贷边际改善，企业信贷持续扩张

2 月新增人民币信贷 1.8 万亿元，同比多增 5800 亿元，显著好于季节性（近三年均值为 1.17 万亿元）。结构上，企业端中长期贷款的扩张为主要贡献。除了企业融资延续火热，2 月居民端信贷迎来边际改善，后续重点关注居民信贷的可持续性。

分部门来看，**企业中长期贷款继续走强驱动企业信贷持续扩张**。2 月企业部门新增人民币贷款 1.61 万亿元，同比多增 3700 亿元，其中新增中长期贷款占比接近 7 成。企业中长期贷款新增 1.11 万亿元，同比多增 6048 亿元；企业短期贷款新增 5785 亿元，同比多增 1674 亿元。

企业部门延续扩张趋势。一方面，受益于稳增长政策的驱动力依然较强。年初以来基建相关投资发力持续带动相关配套融资需求。据 Mysteel 不完全统计，2 月，全国多地积极启动新一轮重大项目开工活动。2 月，全国各地共开工 15381 个项目，环比增长 32.2%，总投资额约 90990.8 亿元。叠加之前的保交楼、政策性金融工具相关的配套融资对企业中长贷也仍有支撑。另一方面，**经济复苏预期持续回升，企业对日常生产经营相关短期资金需求也有所上行**。2 月 PMI 新订单、生产等分项连续走高，企业预期回升，且当前贷款利率处于低位，融资环境较为友好，制造业及民间融资需求也有所修复。

居民部门信用扩张边际改善。2 月居民端新增人民币贷款 2081 亿元，同比多增 5450 亿元，其中新增短期贷款拉动较强。

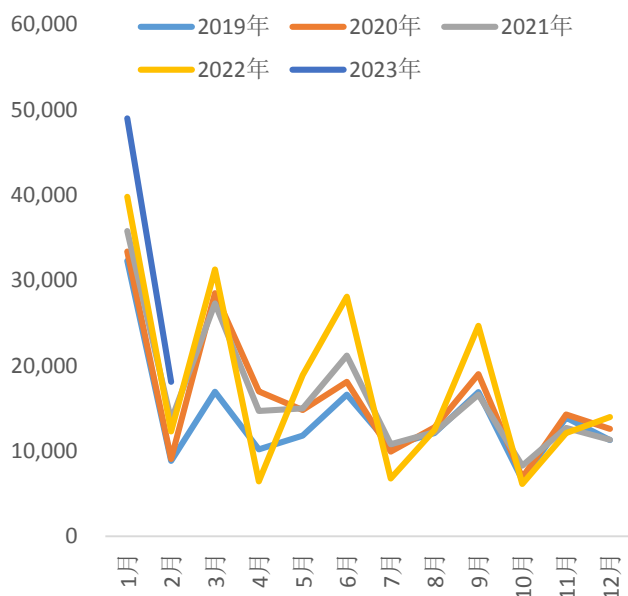
居民提前还贷潮或仍在延续。2 月居民中长期贷款新增 863 亿元，同比多增 1322 亿元。一方面，由于去年 2 月基数走低，出现了有统计以来居民中长期贷款单月首次压降；另一方面，也与 2 月房地产销售的边际回温相关。但是，我们通过对比新增按揭贷款和地产销售数据发现，居民“提前还贷潮”或依然延续，**新增按揭贷款与地产销售数据边际回暖产生了明显背离**。2 月，30 大中城市商品房成交面积已经回归到 2021 年同期水平，但新增按揭贷款远低于 21 年同期水平。未来，重点关注房地产市场边际回暖的可持续性。

居民短贷大幅多增，但可能存在高估。2 月居民短贷新增 1218 亿元，同比多增 4129 亿元，明显超季节性。居民短期贷款的大幅多增，或部分受到居民通过低利率的经营贷置换房贷的扰动。去年以来，个人住房按揭贷款利率快速下行，经营贷等短期贷款利率也同步下行，以低利率的短期贷款偿还高利率存量房贷变得有套利空间。另外一方面，从 2 月份低迷的通胀数据来看，可能也意味着**需求复苏不及预期**，大幅多增的短期贷款可能存在一定高估的风险，不能充分体现出是消费需求的释放。

综合下来，2 月份居民贷款改善的幅度表现依然不能算强劲，后续重点关注居民端信贷

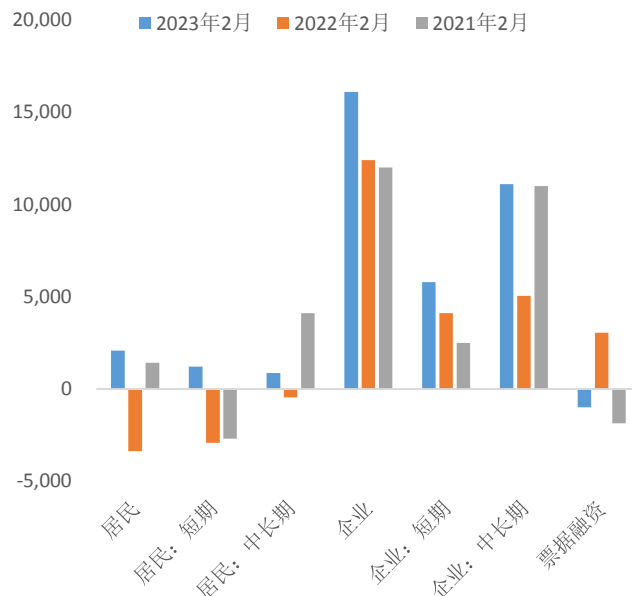
改善的可持续性。

图 1：2 月新增信贷显著高于季节性（亿元）



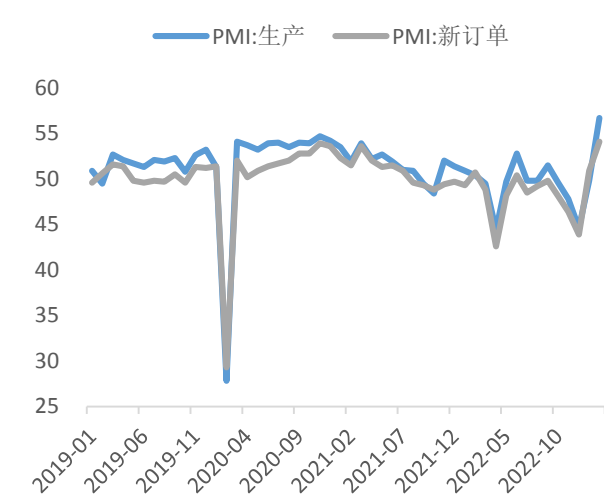
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 2：2 月新增信贷分项情况（亿元）



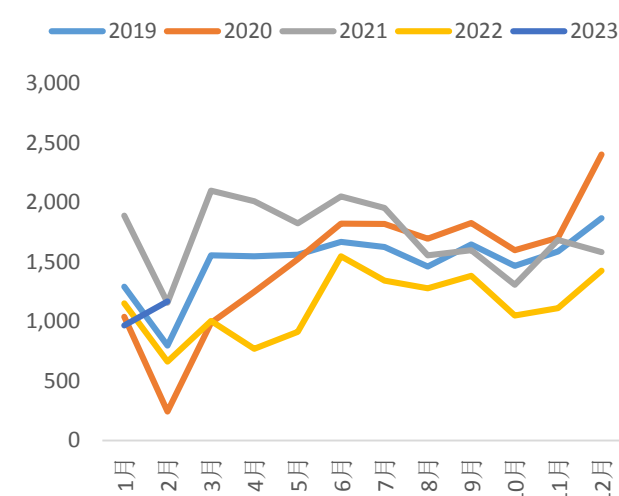
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 3：制造业 PMI 延续改善（%）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 4：2 月 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

2. 社融结构更均衡

2 月新增社融 3.16 万亿元，大幅超出市场预期，延续了开门红的势头。加上去年 2 月基数较低，今年同比多增规模达 1.9 万亿元。分项看，投向实体的人民币信贷、政府债券融资以及表外融资表现均不错，共同推动了社融的高增。存量社融增速较上月抬升 0.5 个百分点至 9.9%

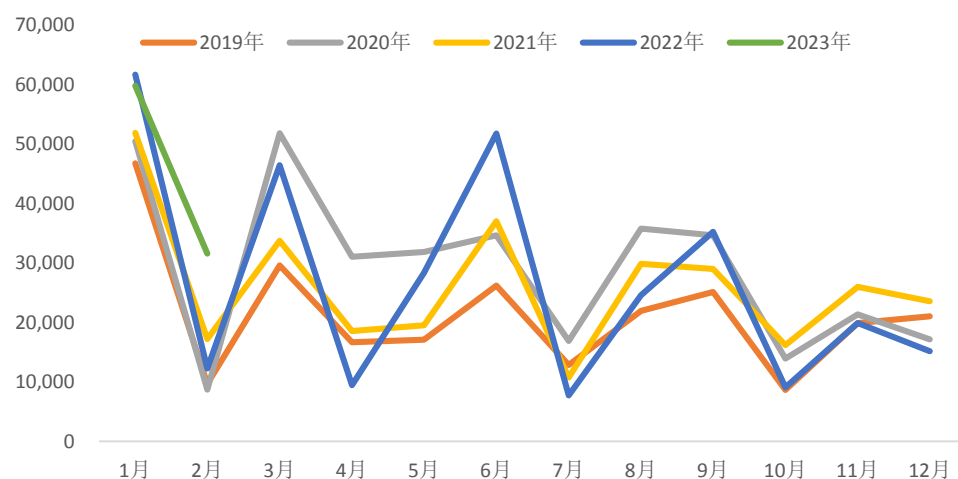
政府债券融资加速发力。2 月政府债券净融资 8138 亿元，同比多增 5416 亿元。一方面，受到春节时间“错位”的影响，春节假期对政府发债形成了一定客观限制，发债或有延迟。

另一方面，也反映出今年财政继续“前置”发力，1-2月政府债累计融资1.23万亿元，规模较去年同期多3530亿元。今年政府债仍将前置发行，积极财政政策加力提效正在兑现，接下来或继续对社融形成支撑。

企业发债逐渐回归常态。2月企业债券融资3644亿元，环比持续改善，同比多增34亿元，同比规模由收缩转为小幅扩张。从去年11月开始，受到理财赎回、债市调整的影响，企业债融资持续对社融形成拖累。而2月企业债融资明显回暖，或意味着去年11月开始的理财赎回的冲击或接近尾声。

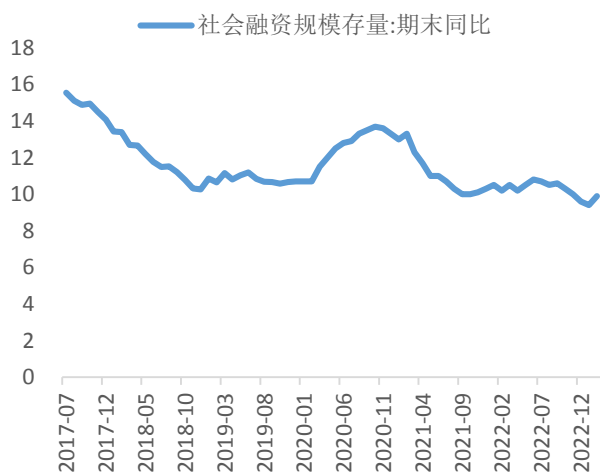
票据冲量意愿减弱，表外融资规模少减。2月表外三项融资减少81亿元，同比少减4972亿元。新增委托贷款77亿元，同比略多减3亿元；信托贷款新增66亿元，较去年同期多增817亿元，信托贷款更多面向房地产市场，或主因信托参与保交楼项目的带动有关。表外融资好转主要推动来自未贴现银行承兑汇票同比大幅少减。2月表外票据减少70亿元，同比少减4158亿元，企业融资需求好转的背景下，用票据冲信贷的意愿减弱。

图 5：社融增量大幅超预期（亿元）



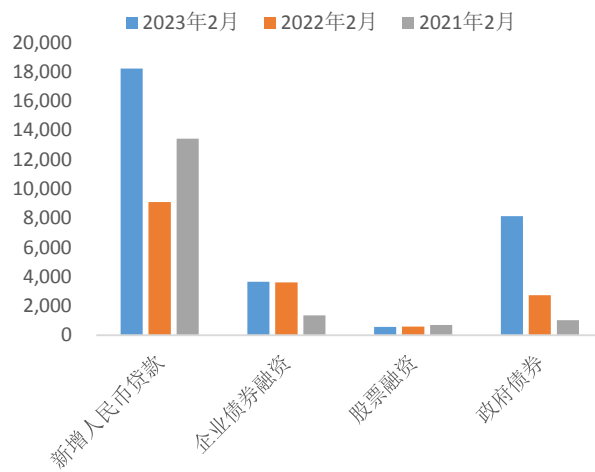
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 6：社融存量规模情况（%）



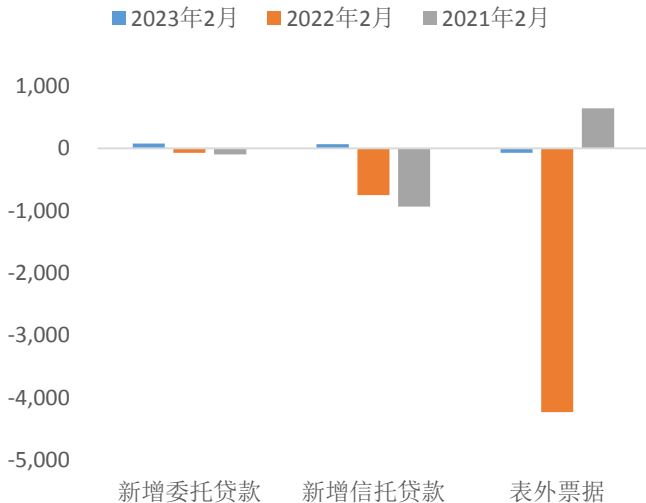
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 7：社融结构情况（亿元）



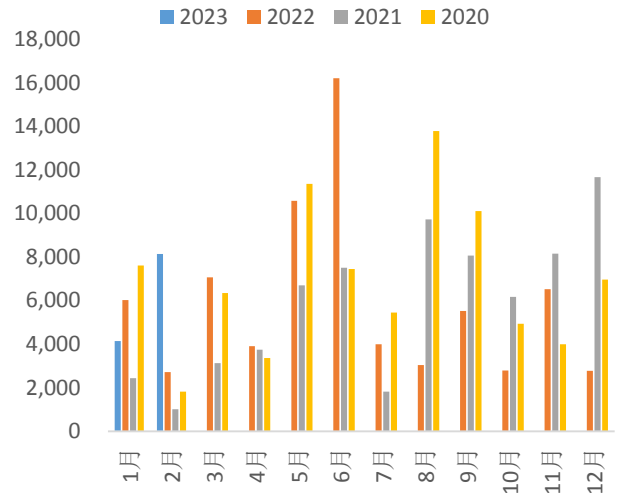
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 8：社融结构情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 9：政府债券延续前置发力（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

3. M2-M1 剪刀差重新走阔

2月末，M2同比增速为12.9%，较1月上行0.3个百分点，续创近7年新高。存款端，2月新增存款2.81万亿元，同比多增2700亿。其中，财政存款增加4558亿元，同比少增1444亿元，或反映财政支出正在加快。住户存款增加7926亿元，同比多增1.08万亿元。非金融企业存款增加1.29万亿元，同比多增1.15万亿元。

M2 增速再创新高。一方面，居民存款继续多增，连续12个月同比多增，暂未出现存款释放的迹象。另一方面，在2月信贷高增背景下或派生大量存款，叠加去年同期低基数影响，共同推动M2上行。M2再创新高，且居民部门存款仍在同比多增，“超额储蓄”现象依然存在。显示出居民风险偏好依然较低，居民储蓄向消费转化的动能有待观察。

M1 增速下行。M1增速放缓至5.8%，前值6.7%。M1构成的主要部分是企业活期存款，显示企业现金流紧张程度。2月M1资金总量仅比上月增加2686亿元，M1总量增加明显低于往年（2022年为7753亿元）。一方面，反映出春节过后居民的资金并未大幅回落企业，说明居民消费仍然偏弱；另一方面，企业资金较少用于活期形式的经营和投资储备，反映出企业经营活力仍不充足。

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_53255

