

复苏中的杠杆错位

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

2023 年 3 月 12 日

2 月社融新增规模再度大幅增长, 主要动力来自企业信贷和政府债券, 与居民部门信贷需求的缓慢增长形成分化。而我国非金融企业部门杠杆率长期高于居民部门, 信贷的大幅扩张将加剧企业部门的债务压力, 下阶段企业加杠杆动力或将边际减弱而居民需求修复仍需时间, 后期社融或将面临增长压力。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

新增社融创历史新高

- 2 月新增社融历史最高, 同比增速较上月提升。2 月当月新增社会融资规模 3.2 万亿元, 同比多增 1.9 万亿元, 单月增量为 2002 年以来 2 月最高; 社融存量 354 万亿元, 同比增长 9.9%, 增速较上月提升 0.5 个百分点。历史上看, 2 月社融增量多为一季度低点, 但今年单月增量高出 2002-2022 年 2 月平均增量 2.4 万亿元, 远超季节性说明“宽信用”发力相对前置。“开门红”期间 1-2 月社融增量过高或对 3 月形成一定程度的挤压, 尤其是信贷, 增长或不及预期。
- 新增人民币贷款好于 21、22 年, 政府债券发行继续提速。新增社融的主要贡献项是人民币贷款和政府债券, 2 月新增人民币贷款 1.8 万亿元, 高于 21、22 年; 新增政府债券 8183 亿元, 同比多增 5416 亿元, 较 1 月 4140 亿元的发行额继续提速。

中长期和企业贷款贡献增长主力

1、企业中长期贷款继续保持高增速

- 中长期贷款支持信贷增幅。从期限结构来看, 2 月金融机构口径新增中长期人民币贷款 1.2 万亿元; 新增短期及票据贷款 6014 亿元。短期及票据贷款中, 居民户短期贷款新增 1218 亿元, 由于 2022 年春节错位, 短期贷款同比多增 4129 亿元。
- 企事业单位新增贷款贡献远超居民部门。从部门来看, 2 月金融机构口径新增企业人民币贷款 1.6 万亿元, 同比多增 3700 亿元, 企业对未来经营环境的预期持续改善; 新增居民人民币贷款 2081 亿元, 同比多增 5450 亿元。今年以来, 居民新增贷款规模保持低位, 并未较去年出现显著增长, 相比企业, 居民部门需求修复所需的时间较长
- 居民部门新增中长期贷款规模有待修复, 短期贷款增长动力不足。2 月金融机构口径居民部门新增中长期人民币贷款 863 亿元, 同比多增 1322 亿元; 新增短期人民币贷款 1218 亿元, 同比多增 4129 亿元。居民部门短期贷款主要是消费贷款, 而 2 月 CPI 当月同比 1%, 当月环比 -0.5%。在疫情管控调整两月后, 居民并未显示出很强的消费倾向, 预计未来居民部门的短期贷款也难以对社融增长提供有力支撑。

2、政府债券发行继续发力

- 政府债券发行提前。2 月新增政府债券 8183 亿元, 同比多增 5416 亿元。今年 2 月政府债券发行与 2021 和 2022 年相比显著提前。

3、企业融资贡献增量, 非标融资拖累社融

- 企业债券发行量高于历史同期。2 月新增企业债券融资 3644 亿元, 同比多增 34 亿元。企业债券发行较 1 月出现明显提升, 与企业中长期贷款高增一道支持“企业经营预期改善”的结论。
- 外币贷款小幅增长, 非标融资下降。新增外币贷款 310 亿元, 同比少增 170 亿元。非标融资中, 未贴现银票减少 70 亿元, 同比少减 4158 亿元, 新增信托贷款 66 亿元, 同比多增 817 亿元, 委托贷款下降 77 亿元, 同比多减 3 亿元。

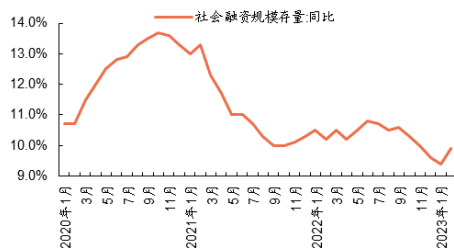
广义货币增速提升

- M1、M2 增速走势分化, M2-社融剪刀差收窄。2 月 M2 同比增长 12.9%, 前值 12.6%; M1 同比增长 5.8%, 前值 6.7%。2021 年 1 月后, M2 增速始终高于 M1, 今年 2 月这种趋势又得到了强化, 广义货币中高活性货币增速始终较低, 实体经济的交易需求长期不振。2 月 M2 增速与社融增速差值为 3%, 较上月收窄 0.2 个百分点, 表外融资需求初步改善。

风险提示: 居民部门需求超预期修复、海外需求保持强劲、企业投资扩产需求超预期。

敬请参阅最后一页免责声明

2020-23 年各月社融增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《站在新一轮周期的起点——宏观经济研究周报》2022-12-25
- 2、《超季节性收缩——宏观经济研究周报》2023-1-2
- 3、《紧张状态下的弱松动信号——宏观经济研究周报》2023-1-10
- 4、《整体较弱但仍有结构亮点——宏观经济研究周报》2023-1-15
- 5、《出口继续承压——宏观经济研究周报》2023-1-29
- 6、《不作过分“鹰派”判断——宏观经济研究周报》2023-2-5

2023 年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E
实际 GDP 同比	6.0	2.2	8.4	3.0	5.0
固定资产投资同比	5.4	2.9	4.9	5.1	1.5
社会消费品零售总额同比	8.0	-3.9	12.5	-0.2	6.0
CPI 同比	2.9	2.5	0.9	2.0	2.0
PPI 同比	-0.3	-1.8	8.1	4.1	-0.5
顺差对 GDP 增速拉动	0.8	0.6	1.8	0.5	0.3
10Y 国债收益率	3.1	3.1	2.8	2.8	2.9
美元兑人民币汇率	7.0	6.5	6.4	7.0	6.8

说明：CPI 和 PPI 为全年同比，10Y 国债收益率和汇率取年末最后一个交易日。

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 每周一谈：2月金融数据点评	4
1.1 新增社融创历史高位	4
1.2 中长期和企业贷款贡献增长主力	5
1.2.1 企业中长期贷款继续保持高增速	5
1.2.2 政府债券发行继续发力	6
1.2.3 企业融资贡献增量，非标融资拖累社融	6
1.3 广义货币增速提升	7
2. 风险提示	7

图表目录

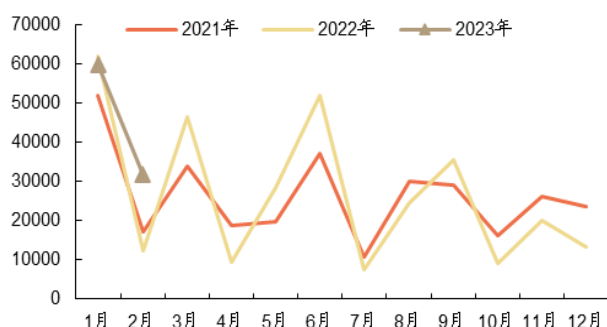
图 1：2021-23 年各月当月新增社融	4
图 2：2021-23 年各月社融存量增速	4
图 3：2021-23 年 2 月新增社融结构	4
图 4：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按期限）	5
图 5：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按部门）	5
图 6：2022-23 年各月居民部门人民币信贷期限结构	5
图 7：2022-23 年各月企业部门人民币信贷期限结构	5
图 8：2021-23 年各月新增政府债券规模	6
图 9：2021-23 年各月新增企业债券规模	6
图 10：2022-23 年各月新增外汇贷款与非标融资规模	7
图 11：2021-23 年各月 M1、M2 增速	7
图 12：2021-23 年社融及 M2 增速	7

1. 每周一谈：2月金融数据点评

1.1 新增社融创历史新高

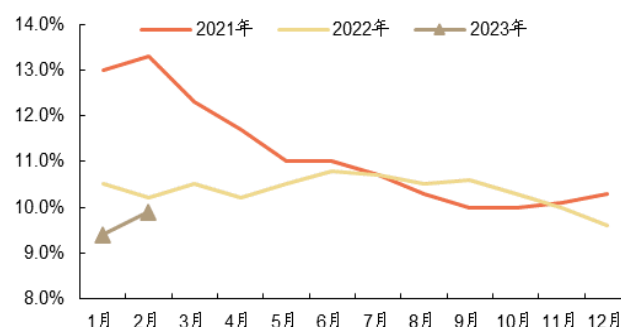
2月新增社融历史最高，同比增速较上月提升。2月当月新增社会融资规模3.2万亿元，同比多增1.9万亿元，单月增量为2002年以来2月最高；社融存量354万亿元，同比增长9.9%，增速较上月提升0.5个百分点（图1、图2）。历史上看，2月社融增量多为一季度低点，但今年单月增量高出2002-2022年2月平均增量2.4万亿元，远超季节性说明“宽信用”发力相对前置。“开门红”期间1-2月社融增量过高或对3月形成一定程度的挤压，尤其是信贷，增长或不及预期。

图1：2021-23年各月当月新增社融



资料来源：Wind，申港证券研究所

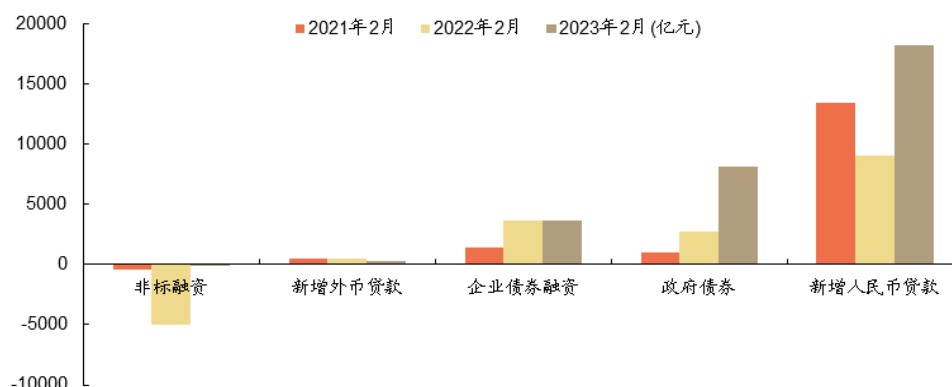
图2：2021-23年各月社融存量增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

新增人民币贷款好于21、22年，政府债券发行继续提速。新增社融的主要贡献项是人民币贷款和政府债券，2月新增人民币贷款1.8万亿元，高于2021、2022年；新增政府债券8183亿元，同比多增5416亿元，较1月4140亿元的发行额继续提速。新增企业债券3644亿元，同比多增34亿元；非标融资规模减少81亿元，同比少减4972亿元；新增外币贷款310亿元，同比少增170亿元（图3）。

图3：2021-23年2月新增社融结构



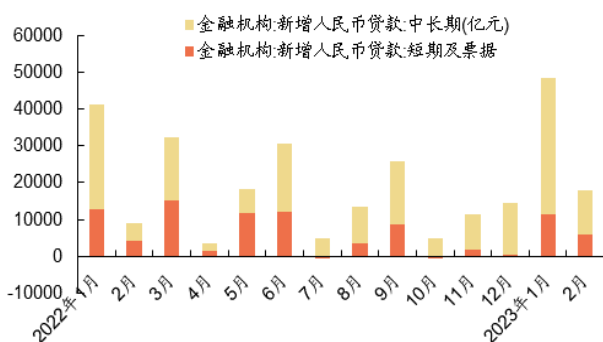
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 中长期和企业贷款贡献增长主力

1.2.1 企业中长期贷款继续保持高增速

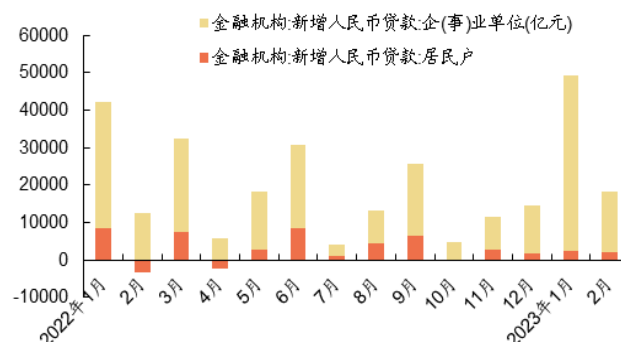
中长期贷款支持信贷增幅。从期限结构来看，2月金融机构口径新增中长期人民币贷款 1.2 万亿元；新增短期及票据贷款 6014 亿元。短期及票据贷款中，居民户短期贷款新增 1218 亿元，由于 2022 年春节错位，短期贷款同比多增 4129 亿元（图 4）。

图4：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按期限）



资料来源：Wind，申港证券研究所

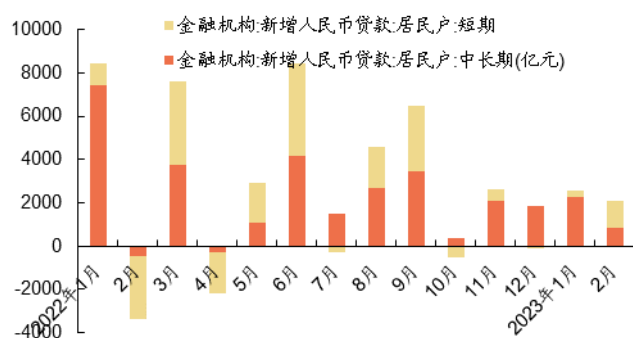
图5：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按部门）



资料来源：Wind，申港证券研究所

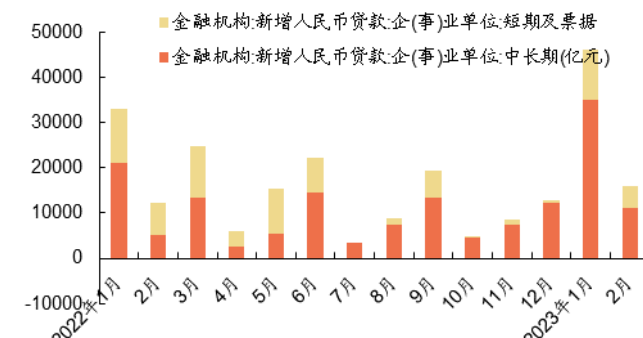
企事业单位新增贷款贡献远超居民部门。从部门来看，2月金融机构口径企业新增人民币贷款 1.6 万亿元，同比多增 3700 亿元，企业对未来经营环境的预期持续改善；居民新增人民币贷款 2081 亿元，同比多增 5450 亿元（图 5）。今年以来，居民新增贷款规模保持低位，并未较去年出现显著增长，相比企业，居民部门需求修复所需的时间较长。

图6：2022-23 年各月居民部门人民币信贷期限结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

图7：2022-23 年各月企业部门人民币信贷期限结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

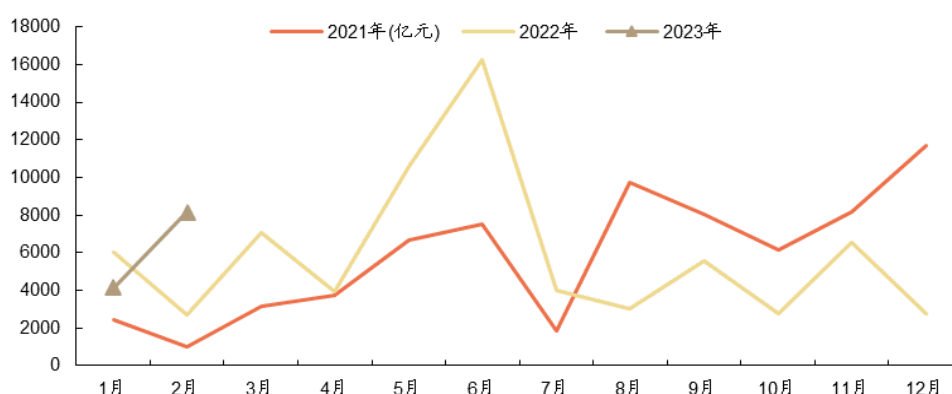
居民部门新增中长期贷款规模有待修复，短期贷款增长动力不足。2月金融机构口径居民部门新增中长期人民币贷款 863 亿元，同比多增 1322 亿元，环比少增 1368 亿元，在房地产市场并未出现显著回暖的情况，居民部门中长期贷款增长动力不足；新增短期人民币贷款 1218 亿元，同比多增 4129 亿元，环比多增 877 亿元（图 6）。居民部门短期贷款主要是消费贷，而 2 月 CPI 当月同比 1%，当月环比-0.5%。在疫情管控调整两月后，居民并未显示出很强的消费倾向，预计未来居民部门的短期贷款也难以对社融增长提供有力支撑。

企业经营预期持续改善。2月金融机构口径企业部门新增中长期人民币贷款 1.1 万亿元,同比多增 6048 万亿元,环比少增 2.4 万亿元;新增短期贷款及票据融资 4796 亿元,同比少增 2367 亿元,环比多增 6177 亿元(图 7)。今年 1、2 月企业新增中长期贷款在 2008 年以来 1、2 月增量中均排名首位,企业经营预期大幅改善。

1.2.2 政府债券发行继续发力

政府债券发行提前。2月新增政府债券 8138 亿元,同比多增 5416 亿元(图 8)。今年 2 月政府债券发行与 2021 和 2022 年相比显著提前。根据两会财政预算,2023 年拟安排赤字 3.9 万亿元,新增专项债额度 3.8 万亿元,其中专项债与 2022 年实际值相比小幅收缩但赤字较高。预计今年政府债券发行对社融的支持力度将略高于 2022 年。

图8: 2021-23 年各月新增政府债券规模



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.2.3 企业融资贡献增量, 非标融资拖累社融

企业债券发行量高于历史同期。2月新增企业债券融资 3644 亿元,同比多增 34 亿元(图 9)。企业债券发行较 1 月出现明显提升,强化了“企业经营预期改善”的结论。

图9: 2021-23 年各月新增企业债券规模

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_53301

