



李迅雷：M2 增速创新高的背后



意见领袖 | 李迅雷、谢钰

从公布的 2 月份金融数据看，新增信贷、社融增速较强劲，广义货币 M2 增速创下近 7 年新高，这其中有春节假期错位、经济环境回暖以及政策加力等多方因素作用。目前大部分分析报告对 2 月份的金融数据给予较乐观的评价，我们基本认可。但是，在社融的多个数据超预期的同时，也存在不少担忧之处，反映出我国经济的恢复力度可能不够，仅靠货币宽松会导致金融空转现象等，本报告对此展开分析。



主要观点

社融高增意味着什么？2 月新增社融规模同比大幅多增近 2 万亿元，主要贡献是信贷、未贴现汇票和政府债券三部分。今年 1-2 月政府债券累

计融资超 1.2 万亿，创下 2017 年以来同期新高，指向财政依然前置发力。根据财政预算草案，2023 年的专项债额度为 3.8 万亿，加上去年仍有部分未使用的空间，叠加政策性开发性金融工具的支撑，有望带动基建投资保持高增长。

实际融资需求回暖了吗？2 月信贷数据依然呈现“企业强、居民弱”的格局，综合看 1-2 月数据，居民部门贷款同比依然少增，结构方面，短贷表现明显优于中长贷，或反映了前期积压的消费需求逐渐释放；而 2 月居民中长贷绝对水平仍低。不过，从地产销售数据来看，春节假期后量价双双回升，似乎与居民中长贷的疲弱发生背离，或与理财产品利率下滑以及房贷利率调整背景下的“提前还贷潮”有关。

M2 增速缘何创新高？M2 增速创近七年新高，主要有三方面原因，首先，去年同期基数偏低；其次，财政积极靠前发力，政府债券融资额高增；最后，经济回暖和政策加力带动信贷投放强劲。此外，居民预防性储蓄意愿依然较强也是导致 M2 增速走高的原因之一。2 月份 M1 增速走低、M1 与 M2 剪刀差走扩或指向企业实际投资需求较弱、资金的活化程度依然较低。

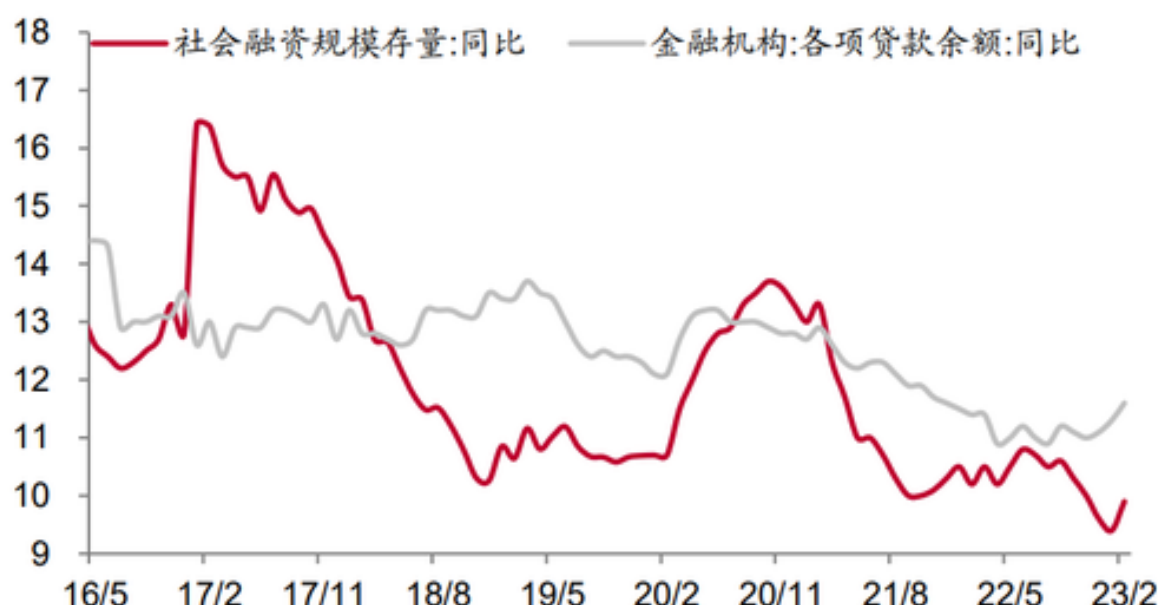
社融高增意味着什么？

社融信贷总量持续高增。2 月份新增人民币贷款 1.81 万亿元，同比多增额达到 5928 亿元，信贷余额增速续升至 11.6%，较上月上行 0.3 个百分点，并创下 2022 年 1 月以来新高。考虑到春节假期错位的影响，若综

合考察 1-2 月的整体情况，信贷同比多增额达到 1.5 万亿元。

在人民币贷款投放较为强劲的拉动下，2 月新增社融达到 3.16 万亿元，创数据有记录以来的历史同期新高，同比大幅多增 1.95 万亿元；其中，社融口径下的新增贷款同比多增超 9000 亿元，占到社融同比增量的半壁江山。在去年同期基数走低的背景下，2 月社融存量同比增速反弹至 9.9%，剔除政府债券影响后的社融增速也同步走高至 9.5%。

图：社融存量和信贷余额同比增速（%）



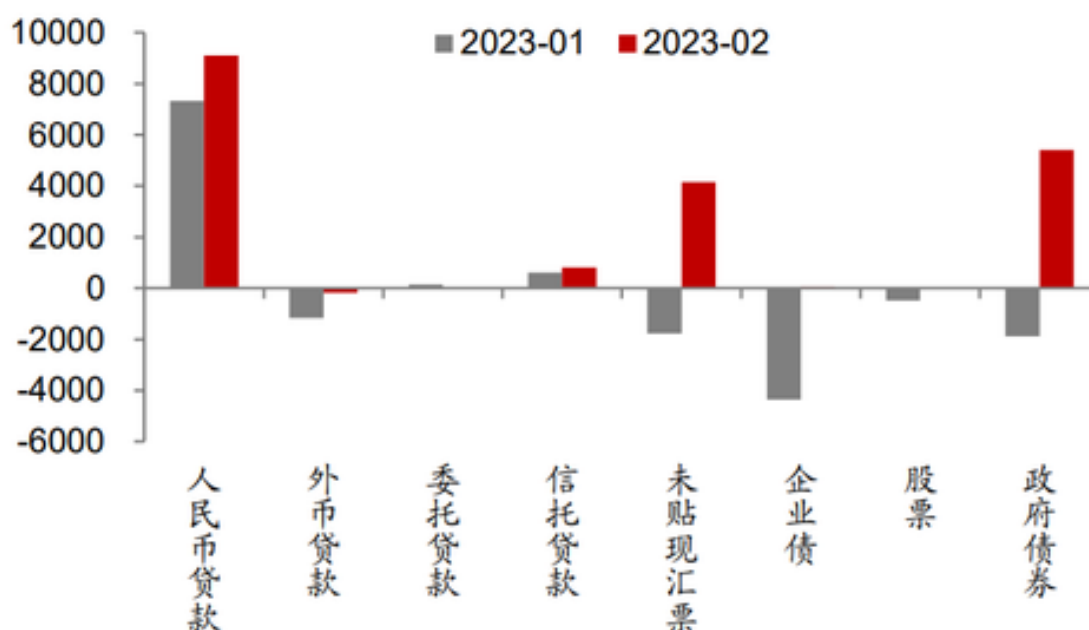
来源：WIND，中泰证券研究所

政府债和未贴现汇票亦有贡献。除贷款贡献外，政府债券和未贴现汇票同样对 2 月的社融构成支撑，一方面，在财政靠前发力的背景下，政府债券加快发行，叠加春节假期错位的影响，2 月净融资额同比由少增转为多增。

另一方面，2 月末贴现承兑汇票同比少减超 4000 亿元，主要受到去

年同期表外票据较低的影响，不过，一定程度也反映出经济回暖背景下，实体融资需求逐步修复，银行以票冲贷的必要性下降。

图：我国社融分类别同比多增（亿元）

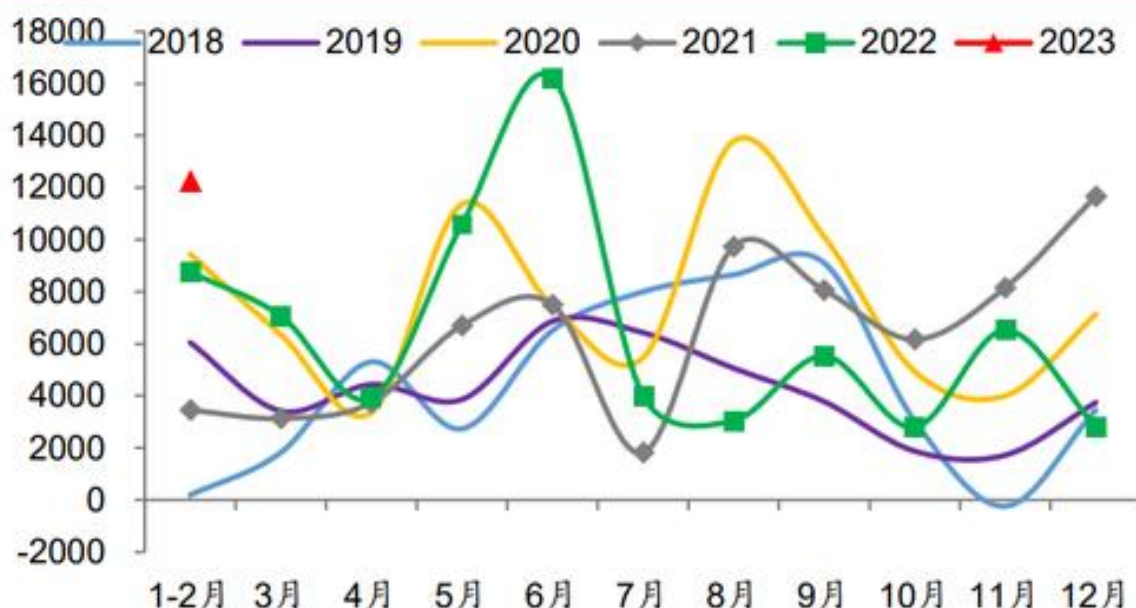


来源：WIND，中泰证券研究所

财政总体前置发力。今年财政依然前置发力，1-2月政府债券累计融资超1.2万亿，创下2017年以来同期新高，规模较去年同期高出3530亿元。从存款端来看，2月财政存款仅增加4558亿元，较去年同期少增1444亿元，同样指向财政支出发力靠前。

根据财政预算草案，2023年的专项债额度为3.8万亿，而去年仍有部分未使用的空间，叠加政策性开发性金融工具的支撑，有望继续带动投资高增长。

图：政府债券融资规模（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

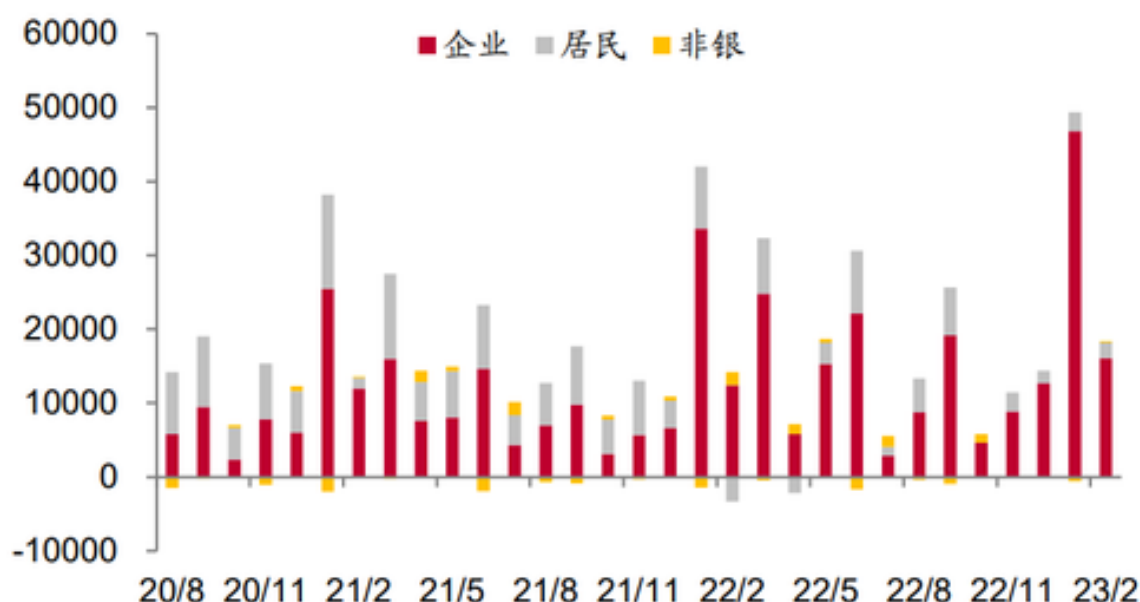
近年来，相比经济增速的下滑，社融的增长常常超预期，也给了人们带来了一定的期望，即宽货币的最终结果能形成宽信用。但事实上并没有出现宽信用和需求扩张的局面。尽管值得庆幸的是，在全球通胀高企的背景下，我国的CPI还维持在低位，其中核心CPI还创下了近年来的新低，但这也反映出经济结构扭曲的问题在固化。

2010年的时候，我有一个判断，认为未来随着中国经济体量成为全球最大，经济增速的自然下行，M2增速也将同步回落，但事实并非如此，M2增速仍然维持在10%以上。说明我当时忽略了一个事实——宏观杠杆率水平的不断抬高，即随着债务的增长，社会融资需求中除了投资和消费，最大的部分可能是偿债需求。

实际融资需求回暖了吗？

企业强居民弱格局延续。2 月份新增人民币贷款 1.81 万亿元，同比多增额缩小至 5928 亿元。结构方面，新增贷款依旧主要由企业部门贡献：其中居民部门贷款增加 2081 亿元，同比由少增转为多增 5450 亿元；企业部门贷款增加 1.61 万亿元，同比多增额缩小至 3700 亿元。具体来看，企业中长贷占企业新增贷款比重有所下降，2 月企业中长期贷款新增 1.1 万亿元，从 1 月份的 75% 占比降至 68%。

图：新增人民币贷款结构分布（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

政策叠加预期支撑企业信贷扩张，但需求仍显不足。企业信贷持续扩张主要由两方面因素推动，其一，财政靠前发力和项目加快落地的背景下，配合政策性开发性金融工具的支持，基建领域信贷持续放量，同时，政策支持下的制造业贷款和地产融资也对企业信贷构成重要支撑。

其二，节后复工复产加快以及宽松的融资环境下，企业投资意愿和预期均有好转，2月PMI生产经营活动预期指数以及BCI企业投资前瞻指数均回升至2022年3月以来的新高水平，带动企业融资需求继续回升。

其三，2月份企业的中长期贷款占比下降，短期贷款占比上升。说明实体经济的需求并不旺盛。

图：BCI企业投资前瞻和PMI生产经营活动预期指数



来源：WIND，中泰证券研究所

居民短贷表现明显优于中长贷。从同比增量的角度来看，2月居民部

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_53191

