



靳毅：强社融能持续吗？



文/意见领袖专栏作家 靳毅

2 月份信贷和社融数据同比表现均超预期。企业贷款方面，制造业景气度持续，叠加节后基建开工潮的拉动，企业中长期贷款维持高增长。居民贷款方面，服务业景气度持续回暖，叠加消费需求释放，居民短期贷款规模明显增加，随着经济环境的持续改善，我们认为居民短期贷款后续仍有回升空间。然而，居民中长期贷款虽然同比回正，但主要受春节错位的影响，居民需求仍待修复。票据融资方面，总体信贷向好，且流动性收紧，票据冲量现象有所缓解，贷款结构优化。

非信贷社融项目同样表现较好，主要是未贴现银行承兑汇票以及政府债券两项的拉动作用。企业债券方面，企业债券融资规模下降，主要受到地方政府隐性债务严监管与出口预期下降的双重影响；政府债券方面，春节错位及财政“前置发力”使 2 月份政府债券融资同比高增，而 2023 年政府债务扩容主要依靠国债而非地方债，而国债传统的发行高峰在下半年，到时或将对社融形成更为明显的正向贡献。未贴现银行承兑汇票方面，企业票据融资需求仍有支撑，而随着商业银行对票据冲量的需求下降，票据将更多以“未贴现”而非“贴现”形式存在，后续未贴现银行票据增速仍有回升空间。

我们认为 2023 年社融总体呈现“弱复苏”态势，中性预期下全年增速 9.8%左右。社融大幅回暖主要面临以下四个阻碍：(1)房地产业进入“新阶段”，居民资产负债表长期“去杠杆”导致地产相关贷款难以大幅回暖；

(2) 2023 年整体流动性较 2022 年边际收紧，影响票据融资；(3) 去库周期中，企业短贷需求减弱；(4) 监管因素使得企业债务融资需求偏弱，表外融资通道持续压降。从 2 月份的社融数据看，地产需求仍待恢复、资金面收紧等因素继续兑现，“弱现实”的现状仍待改善。

更进一步地，考虑到 2013 年以来在经济基本面缺乏内需强刺激的情况之下，只有“内外需共振”才能推动社融大幅复苏，因此 2023 年社融弱复苏的可能性较高。



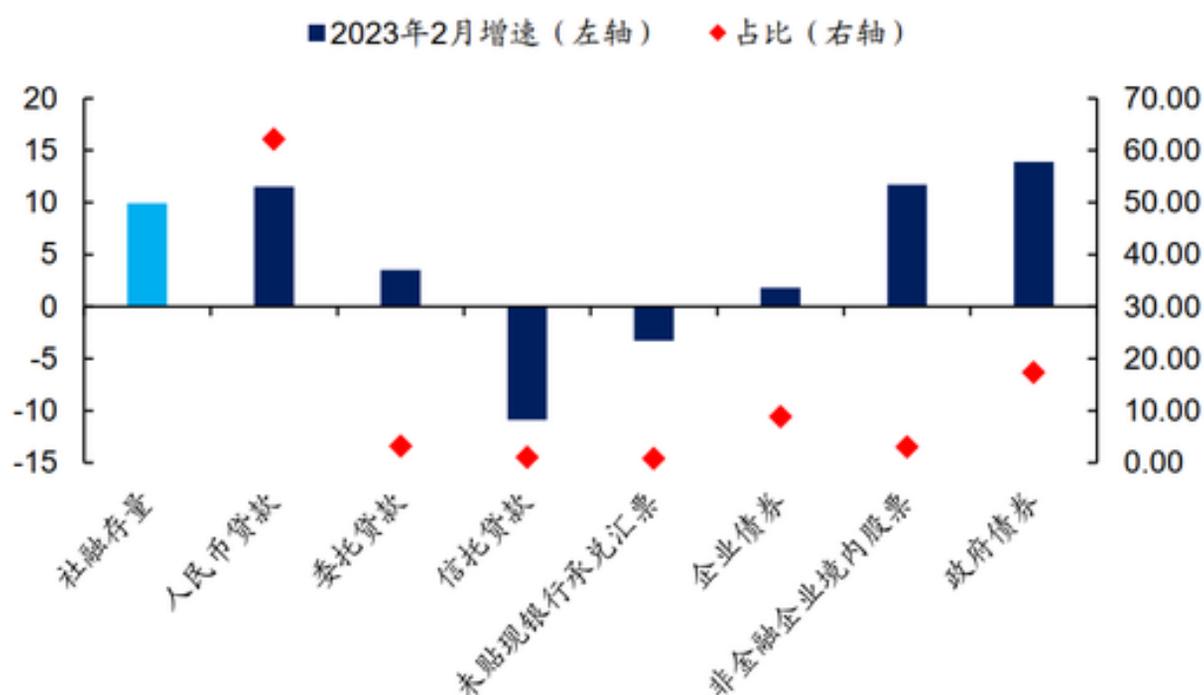
3 月 10 日，人民银行公布 2 月社融数据，其中，人民币贷款项目 2 月新增 18100 亿元，相比去年同期多增 5800 亿元，社融新增 31600 亿元，相比去年同期多增 19430 亿元，两项关键数据表现均超预期。

但在社融数据公布后，3 月 10 日的债市基准利率在冲高后迅速回落，

当日整体走势反而下行，表明 2 月份社融数据虽然表现亮眼，但基本符合前期债市投资者对于经济复苏的“强预期”。

那么，2 月份社融数据中，具体是哪些项目表现较好？今年社融还将如何演绎？对此我们做出如下分析。

图 1：2023 年 2 月社融及其分项同比增速（%）



资料来源：Wind、国海证券研究所

1、2 月社融缘何超预期？

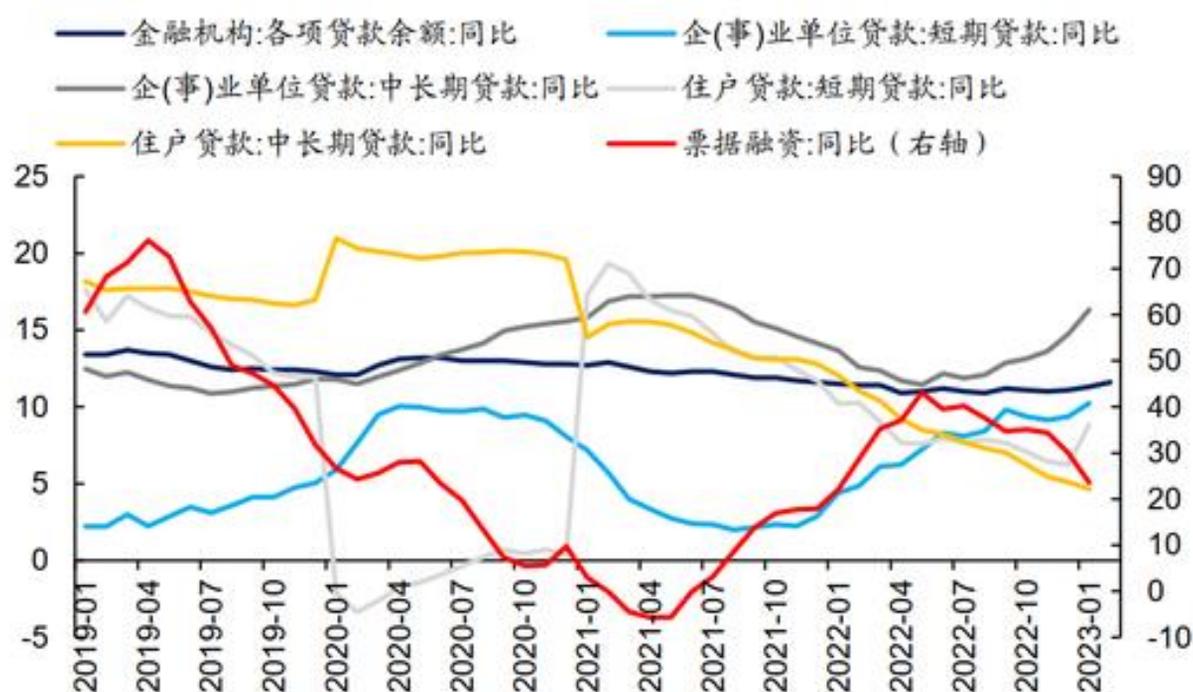
1.1

人民币贷款

2 月份信贷数据表现亮眼，主要受到居民短期贷款以及企业中长期贷款的推动。2023 年 2 月份，企业短期贷款当月新增 5785 亿元，同比多增

1674 亿元; 企业中长期贷款当月新增 11100 亿元, 同比多增 6048 亿元。居民贷款同比均有所好转, 其中, 居民短期贷款当月新增 1218 亿元, 同比多增 4129 亿元; 居民中长期贷款当月新增 863 亿元, 同比多增 1322 亿元。票据融资继续大幅缩量, 1 月份净减 989 亿元, 同比减少 4041 亿元。

图 2: 人民币贷款各分项走势 (%)



资料来源: Wind、国海证券研究所

服务业景气度持续回暖, 叠加消费需求释放, 居民短期贷款规模明显增加。2023 年 2 月, 商务活动 PMI 继续抬升至 56.3, 服务业 PMI 抬升至 55.6, 均创下 2020 年 12 月以来的新高, 反映出春节后服务业景气度持续。同时, 消费环境逐步改善, 叠加政策效果逐渐显现, 居民消费需求有所好转。居民端经营回暖和消费需求共振, 推动居民短期贷款同比大幅增加。

展望未来，随着销售环境的持续改善，我们认为居民短期消费类、经营类贷款后续仍有回升空间。

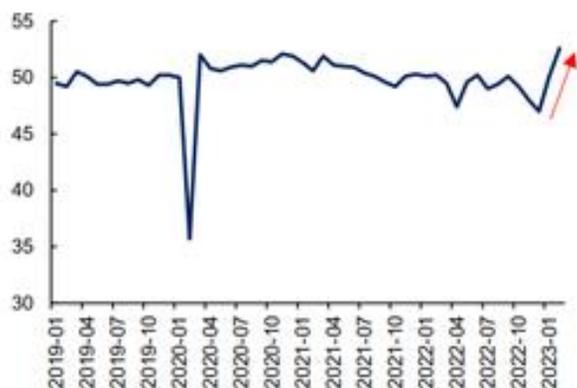
图 3: 住户经营贷款与非制造业 PMI 景气度相关 (%)



资料来源: Wind、国海证券研究所

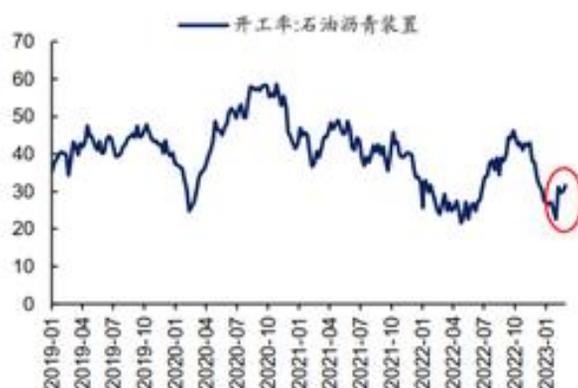
另一方面，在制造业及基建开工潮的拉动下，企业中长期贷款维持高速增长。2023年2月，制造业PMI数据大幅回升至52.6，创2019年以来的新高，反映出企业景气度的提振，且节后复工复产速度较快。此外，我们在2023年1月2日的报告《2023年社融展望》中曾表示，企业部门信贷与基建投资最为相关，而节后石油沥青装置开工率有明显提升，基建开工潮持续。在政策支持下，2022年延续至今的基建投资热潮，将在2023年继续支撑企业部门信贷数据。

图 4: 2023 年 2 月 PMI 持续回升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 春节后, 基建开工率迅速提升

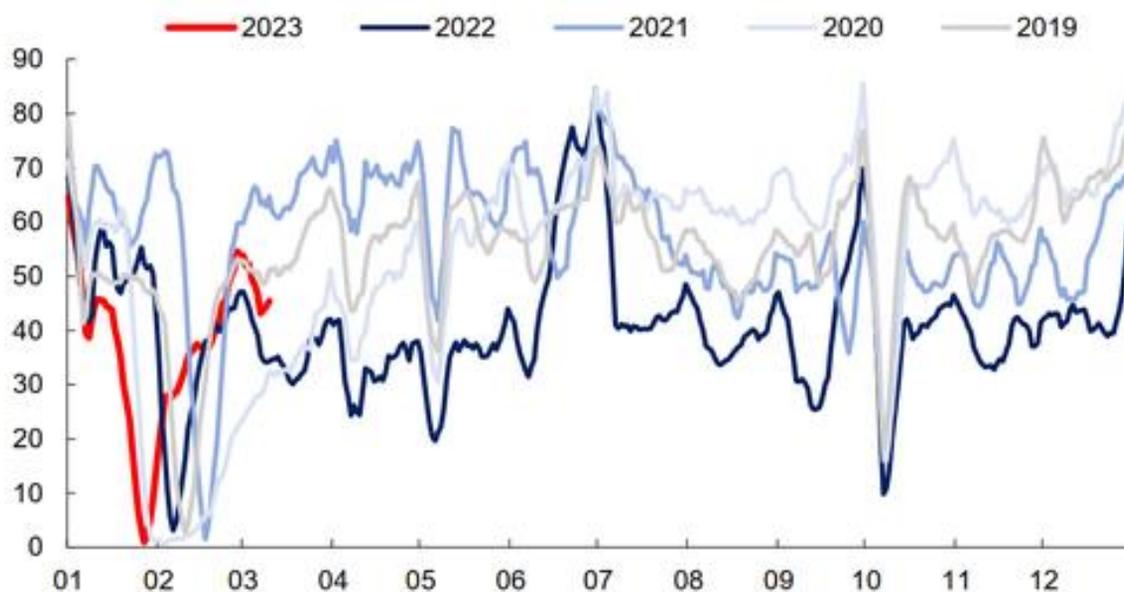


资料来源: Wind, 国海证券研究所

此外, 票据融资方面, 由于总体信贷向好, 且流动性收紧, 票据冲量现象有所缓解, 贷款结构优化。2023 年 2 月信贷投放好于历史同期, 因此商业银行票据冲量的需求较低, 2 月份票据直贴、转贴利率维持相对高位也进一步印证了这一点。与此同时, 1-2 月往往是财政净收入月份, 资金面整体偏紧, 也对票据融资形成制约。而展望未来, 随着经济逐步复苏、资金利率逐步回归中性的背景下, 我们认为票据融资继续回落是大概率事件。

但信贷继续向好的背后仍有隐忧: 居民中长期贷款虽然同比回正, 但主要是受到春节错位的影响, 居民需求仍待修复。从高频数据来看, 2023 年 1-2 月地产销售数据环比有明显改善, 但考虑到春节错位的影响, 同比仍有修复空间, “强预期” 尚未完全兑现, 对居民中长期信贷形成制约, 地产托底政策的有效性 & 居民信心的恢复仍有待观察。

图 8: 商品房成交面积: 30 大中城市 (MA=7, 万平方米)



资料来源: Wind、国海证券研究所

1.2

非信贷社融项目

非信贷社融项目同样表现较好, 主要是未贴现银行承兑汇票以及政府债券两项的拉动作用。

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_53198

