



# 理性看待 2 月金融数据 低于预期



2月新增社融1.19万亿，远低于2.22万亿的市场一致预期。这指向“宽信用”成色不足，但尚不能说明“宽信用”前景黯淡：一是，如果我们将1月、2月数据合并来看，在直接融资的支撑之下，新增社融仍比去年同期多增近4500亿元。二是，回顾历史，历年1月社融数据的开门红之后，市场往往对2月数据抱有更高的期待，过于乐观的预期大多数时间都会落空。三是，前瞻性的景气指标表现较好，对后续的社融数据或不必要过于悲观。

我们认为，考虑到“5.5%左右”的增速目标与支持实体经济的强烈诉求，央行直接调整政策利率的可能性明显增大。除却直接调整政策利率、降准弥补货币供应缺口等全局性货币政策工具，央行还将从降低企业综合融资成本、创新结构性政策工具以及加大对房地产领域的托底力度三个方面入手支持实体经济发展。

### 1、表内信贷与表外票据明显缩量

在人民币信贷偏弱、表外票据缩量的共同影响下，2022年2月新增社融不及市场预期。2月新增社融1.19万亿元，远低于2.22万亿的市场一致预期，比上年同期少增5343亿元，与18-21年同期均值基本相当；社融存量同比增长10.2%，低于上月0.3个百分点，在连续三个月回升后拐头向下。

一是，人民币信贷偏弱。2月社融口径新增人民币贷款9084万亿元，同比少增4329亿元。不过，2021年2月的人民币贷款是历史同期高点，

存在高基数影响。

二是，表外未贴现票据融资明显缩量，但委托信托贷款压降速度放缓。各分项中，委托与信托贷款 2 月压降速度同比趋缓，但表外票据显著缩量。具体看：1) 委托贷款减少 74 亿元，同比少减 26 亿元，而 18 年-21 年同期平均减少 429 亿。2) 信托贷款减少 751 亿元，同比少减 185 亿元，而 2019 年-2021 年同期平均减少 504 亿。3) 未贴现银行承兑汇票减少 4228 亿元，同比多减 4867 亿元，创 2015 年以来的同期最低值。1 月信贷创历史新高，主要受企业部门贷款投放的带动，居民贷款是表内融资的拖累项目。

三是，政府及非金融企业直接融资是社融最重要的支撑因素。1) 2 月企业债净融资 3377 亿元，同比多增 2021 亿元。其中，Wind 口径城投债、绿色债券净融资分别为 1200 亿元、434 亿元，分别较去年同期多增 40 亿元、218 亿元。而地产债净融资约 88 亿元，扭转 2021 年 7 月以来的净偿还状态，较去年同期多增 224 亿元。2) 非金融企业境内股票融资 585 亿元，同比少增 108 亿元，但相比 18-21 年同期多增 175 亿元。3) 政府债券净融资 2722 亿元，同比多增 1705 亿元，相比 2020 年同期亦多增 898 亿元。

## 2、居民“降杠杆”拖累信贷增长

2 月信贷增量弱于市场预期与去年同期，主要受居民“降杠杆”拖累，而企业重点以短贷和票据“加杠杆”。2 月新增人民币贷款 1.23 万亿元，

同比少增 1300 亿元，但相比 2020 年同期多增 3243 亿元；贷款存量增速同比增长 11.4%，相比上月低 0.1 个百分点，已连续 7 个月下行。居民户中长期贷款与短期贷款双双负增，且显著弱于 2021 年同期，疫情频发、居民购房和短期消费意愿不足引发“去杠杆”。企业端融资同比增量主要源于短期贷款和票据融资，中长期贷款偏弱，实体经济的融资需求仍未明显好转。

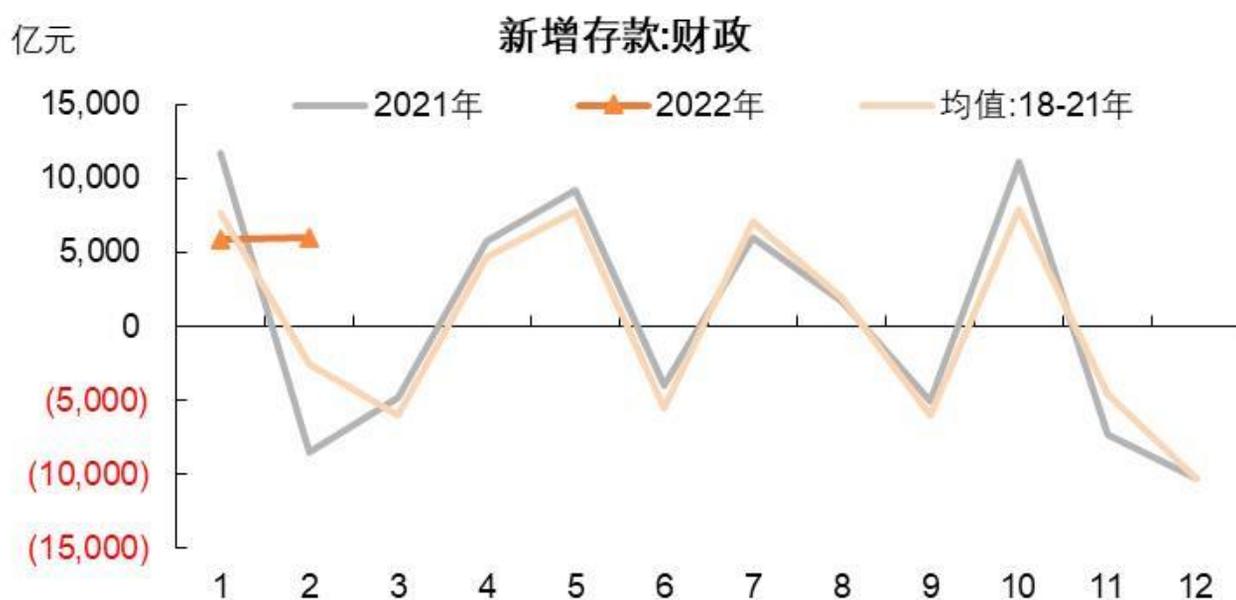
有两个特别点值得关注：一是，金融机构人民币贷款增量相比社融口径偏高，产生较大轧差的主因或是银行体系向非银行业金融机构投放了 1790 亿元贷款。二是，2 月票据融资（表内+表外）整体看强于 2021 年同期，但表内票据的多增与表外票据的多减并存，或有部分银行加大银票贴现力度，冲抵信贷投放的不足。

### 3、财政与金融体系存在资金空转问题

2 月 M2 同比增速下行 0.6 个百分点至 9.2%，M2 与社融增速的差值扩大了 0.3 个百分点。信贷疲弱的同时，财政资金滞留、金融体系资金空转也拖累 M2 同比增速下滑。一方面，非银行业金融机构存款新增 13900 亿，相比 2018 年-2021 年的均值水平多增 6174 亿元，金融体系内存在资金空转问题。另一方面，财政资金滞留较多，2 月财政性存款增加 6002 亿，同比多增了 14481 亿元，相比 2018-2021 年的均值水平也多增了 14481 亿元。

2 月 M1 同比增速为 4.7%，较上月提升了 6.6 个百分点，春节错位对

M1 增速的扰动较大。非金融企业存款增加 1389 亿元，相比 2021 年同期较高，受到春节后资金回流的影响，或也与财政针对中小企业及特殊困难行业加大阶段性税收减免、部分社保费缓缴等支持相关。住户存款减少 2923 亿，而近五年同期均值水平为增加 1.5 万亿，春节后的居民现金流异常偏弱。如将 1-2 月数值合并考虑，以剔除历年春节错位的影响，今年 1-2 月的居民存款合计新增 5.12 万亿，高于 2021 年同期 3777 亿元；企业存款合计减少 1.26 万亿，相比 2021 年同期少减 2105 亿元。以此看，企业部门 1-2 月现金流在政策支撑下同比确有改善，而居民的消费需求仍显不足。



1 月社融“开门红”之后，2 月新增社融仅有 1.19 万亿元，相比市场一致预期低 1.03 万亿，引发市场担忧。如果 1 月社融的高增长仅仅是窗口指导下的昙花一现，实体经济融资需求仍在冰点，银行贷款投放意愿不足，意味着实现“宽信用”与“稳增长”的不确定性变大。

2 月社融数据不及预期主要是因为表内信贷偏弱，其中居民短期和中长期贷款均在收缩，而企业的贷款仍以短期贷款和表内票据为主，表内票据贴现冲量甚至还对表外票据增量产生了显著负面影响。我们认为，应当理性看待社融数据的低于预期，2 月社融虽指向“宽信用”成色不足，却尚难说明“宽信用”前景黯淡。具体可从以下三个方面理解：

一是，如果我们将“开门红”的 1 月数据和表现不及预期的 2 月数据合并来看，在直接融资的支撑之下，新增社融仍比去年同期多增近 4500 亿元。2022 年 1-2 月累计新增社融 7.36 万亿，同比增量近 4500 亿元，虽比 2019 年和 2021 年同期分别低 1.3 万亿和 0.99 万亿，但高于 2018 年同期的-5294 亿元和 2020 年同期的 2816 亿元，相比 2018-2021 年的均值略低 500 亿元左右。其中，表内贷款、表外票据是最重要的两个拖累项，同比分别减少 574 亿元、5038 亿元；直接融资、委托贷款和信托贷款则是社融的支撑因素，同比分别多增 9537 亿元、少减 363 亿元、少减 347 亿元。

二是，回顾历年新增社融初值与市场预期的差值，我们发现，

**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\\_39389](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39389)

