

分析师: 周建华

登记编码: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

社融高增市场为何反应平淡

——2月金融数据点评

证券研究报告-固定收益点评

发布日期: 2021年03月12日

相关报告

1 《宏观报告: 经济扩散向好, 通胀节奏分化-宏观高频与热点思考第1期》
2021-03-08

2 《宏观报告: 政府工作报告目标与政策安排主线-宏观点评》 2021-03-06

3 《宏观报告: 春节与通胀预期共同推动 PMI 下行-2月 PMI 数据点评》 2021-03-01

4 《宏观报告: 完善重要民生商品价格调控机制-第十八次深改委会议点评》
2021-02-21

5 《宏观报告: 长期经济增长的供给视角分析-长期经济增长专题(一)》 2021-02-09

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- 2月金融数据出炉。社融当月新增1.71万亿, 同比增长13.3%, 其中人民币贷款当月新增1.34万亿。M2读数223.6万亿, 同比增长10.1%; M1读数59.35万亿, 同比增长7.4%。
- 社融增速为去年10月(13.7%)以来连续3个月下滑后首次回升, 也是19年以来连续2年下滑后(18年2月社融新增1.2万亿, 19、20年2月社融分别下滑至9665亿元和8737亿), 2月社融新增规模首次恢复增长, 不可谓不强。整体来看显著超出市场预期。但2月本身为信贷投放小月, 今年大幅偏强的2月社融新增也仅为1月的1/3左右, 受到春节因素扰动明显, 叠加20年疫情冲击下的低基数和今年就地过年的扰动, 读数上反弹意义并不值得过度解读, 社融自去年10月见顶以来有韧性的缓慢回落态势并未改变。
- 从人民币贷款结构来看, 企业中长期贷款、居民中长期贷款表现均比较亮眼, 贷款结构良好。得益于出口大增和PPI上行带来的利润增加, 企业投资需求比较旺盛, 中长期企业贷款2月达到去年同期的2.5倍以上。楼市1月火热后经历比较严厉的调控, 温度有所下降, 但居民中长期贷款依然维持了相当惯性, 2月新增4113亿(去年同期371亿)。
- 货币供应量方面, 2月M1同比增速降低至7.4%, M2同比则回升至10.1%, 上个月刚转正的剪刀差再次回到负值。尽管通常M1增速高于M2表示经济活跃度比较高, 但历年1-2月春节前后剪刀差本来就存在一定扰动, 企业集中在年前发放奖金, 居民可能在春节前取现并在节后存回, 今年相比去年又叠加了疫情的冲击, 扰动因素更大。单月剪刀差转负并不影响经济当前热度较好, 企业融资需求旺盛的经济位置定性, 不值得过度解读。
- 社融数据超预期, 债市反响波澜不惊。收益率小幅下行很快收回。原因一则是我们上期周报中论述过的, 市场前期对经济数据的悲观预期较为充分, 交易盘仓位久期普遍偏低, 债市“跌不动了”。短期内收益率处于易下难上的顺风时段, 对利空数据的反应明显钝化。二则是三月基数比较高, 市场预期社融数据下月将有明显回落, 下行趋势并未扭转。

风险提示: (1) 信贷需求大幅回落; (2) 货币政策超预期大幅收紧。

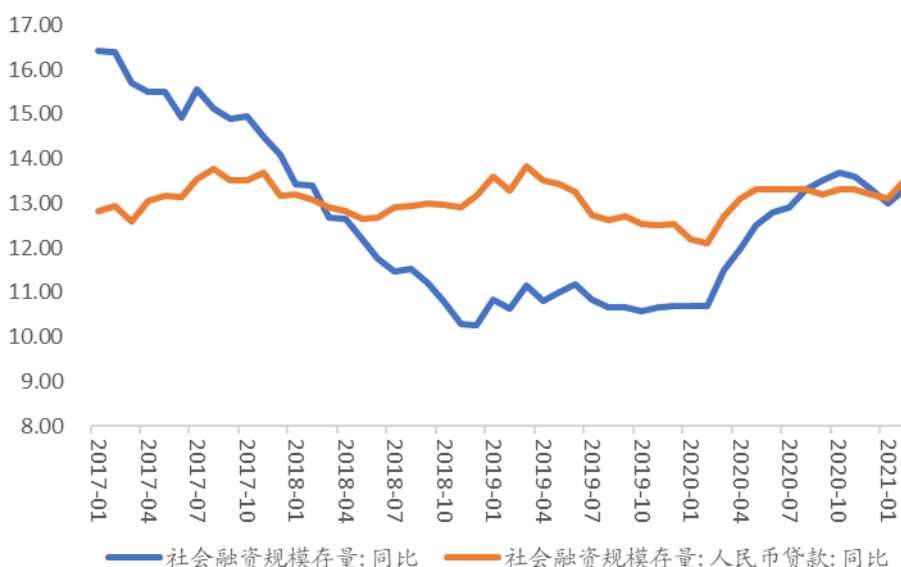
3月10日下午，2月金融数据出炉。社融当月新增1.71万亿，同比增长13.3%，其中人民币贷款当月新增1.34万亿。M2读数223.6万亿，同比增长10.1%；M1读数59.35万亿，同比增长7.4%。

1. 社融增速4个月来首次回升，不改变见顶态势

同比录得13.3%的社融增速为去年10月（13.7%）以来连续3个月下滑后首次回升，也是19年以来连续2年下滑后（18年2月社融新增1.2万亿，19、20年2月社融分别下滑至9665亿元和8737亿），2月社融新增规模首次恢复增长，不可谓不强。整体来看显著超出市场预期。

但2月本身为信贷投放小月，今年大幅偏强的2月社融新增也仅为1月的1/3左右，受到春节因素扰动明显，叠加20年疫情冲击下的低基数和今年就地过年的扰动，读数上反弹意义并不值得过度解读，社融自去年10月见顶以来有韧性的缓慢回落态势并未改变。进入3月以后基数明显偏高（去年3月社融新增甚至超过去年1月，达到近5.2万亿天量），社融增速料将明显回落。

图1：社融增速短暂反弹，信贷仍然强劲



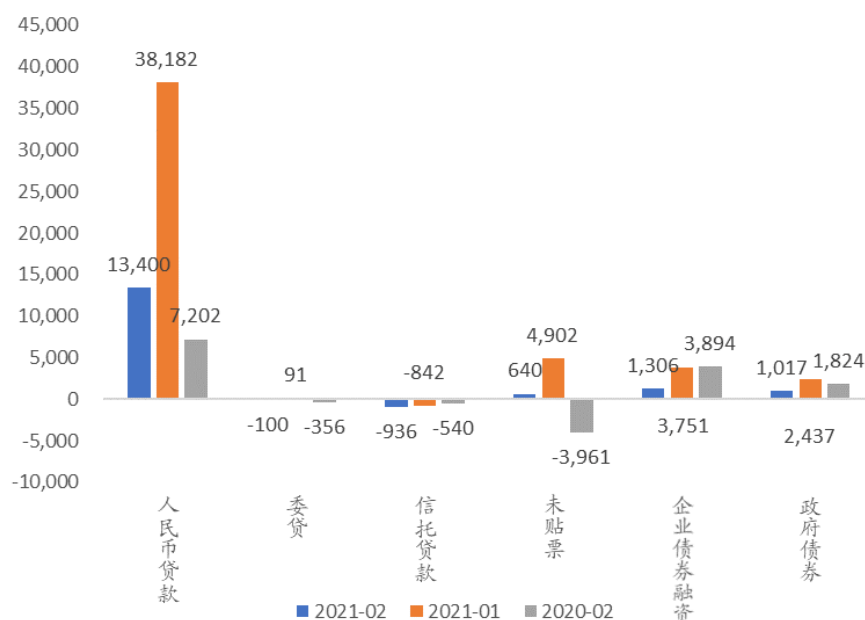
资料来源：Wind, 中原证券

本月社融值得关注的点主要还是在结构上。1.71万亿新增中人民币贷款贡献了1.34万亿，较去年同期7202亿近乎翻番，贡献了同比多增的绝大部分，显示贷款需求依然强劲。1月中旬以来监管部门对房地产市场火热表示了强烈担忧，明显收紧信贷额度，市场对收紧带来的影响存在一定疑虑。我们前期认为，考虑到出口数据同样强劲，贷款需求当中制造业贷款需求必然保持强劲，地产相关贷款需求（地产企业贷款和居民中长贷）可能会保持一定惯性，总体上贷款需求可能不弱。实际信贷数据来看比较符合我们预期。

未贴票是社融数据强劲的第二大主要贡献因素。银行在信贷额度受限情况下减少票据贴现

以腾挪规模节省资本消耗，未贴现票据规模增加 640 亿元，较去年同期（-3961 亿元）大幅增多。这一特征基本延续了 1 月金融数据的逻辑，但也在逐渐发生变化。1 月底以来票据贴现利率大幅飙升，但 2 月末有了相当幅度的回落，或显示银行信贷额度约束开始放宽，缩减票据贴现规模和二级出票的冲动开始减弱。

图 2：人民币贷款和未贴现票据是同比多增的两大主要因素



资料来源：Wind, 中原证券

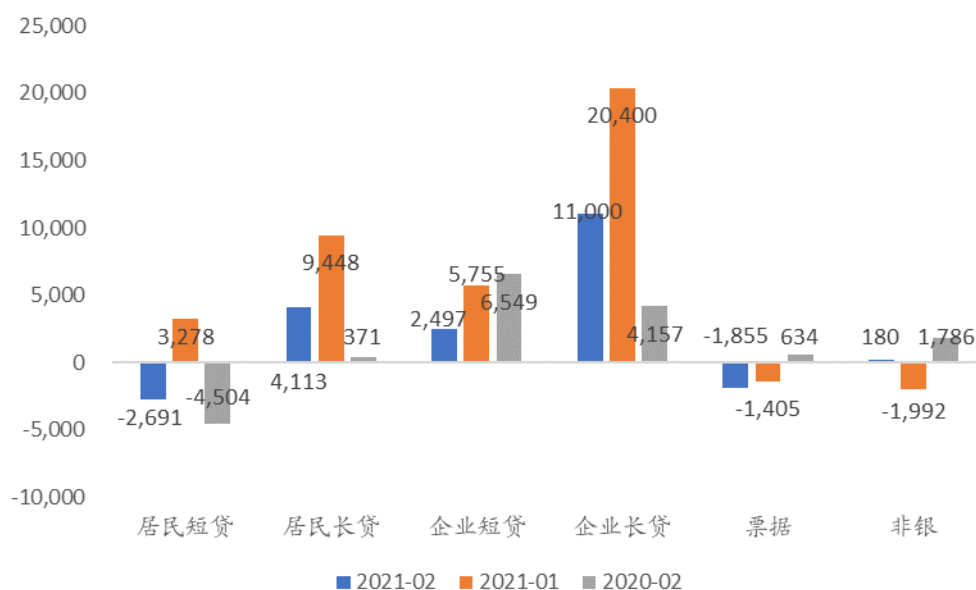
2. 贷款结构良好，企业长贷表现亮眼

从人民币贷款结构来看，企业中长期贷款、居民中长期贷款表现均比较亮眼，贷款结构良好。

得益于出口大增和 PPI 上行带来的利润增加，企业投资需求比较旺盛，中长期企业贷款 2 月达到去年同期的 2.5 倍以上。去年同期数据中受到疫情冲击失去现金流的企业对收入的预期非常悲观，首要目标是收缩战线维持生存，因此表现出短贷高、长贷低特征。而今年短贷从 6549 亿收缩至 2497 亿，同样偏短期的票据融资从增 634 亿下降到减 1855 亿（也因为银行不愿贴票，直贴成本高企），长贷则从 4157 亿元大涨至 1.1 万亿，投资情绪有了明显反转。

楼市 1 月火热后经历比较严厉的调控，温度有所下降，但居民中长期贷款依然维持了相当惯性，2 月新增 4113 亿（去年同期 371 亿）。居民短贷 2 月季节性减少，但较去年 2 月少减了近 2000 亿元。此外，银行对非银金融企业贷款当月新增从去年的 1786 亿下降到 180 亿，非银融入意愿不大，同时银行负债端也受到股市等因素的一定挤压，部分股份行等受影响可能更为明显，整体上并不过于宽裕。

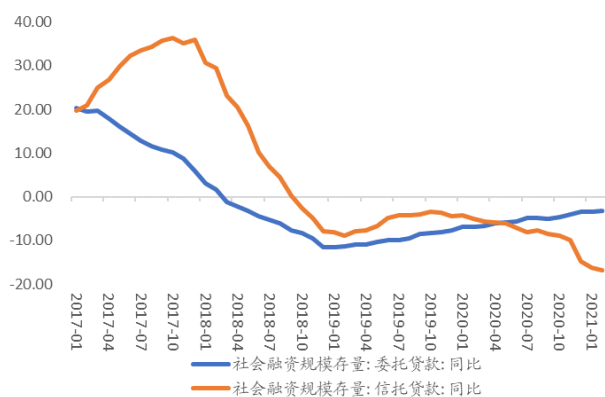
图 3: 企业中长期贷款、居民中长期贷款表现均比较亮眼



资料来源: Wind, 中原证券

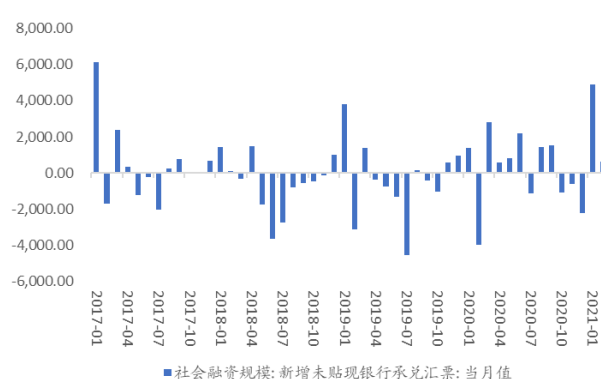
此外, 非标融资进一步收缩, 委托贷款增速和信托贷款继续保持负增长。其中, 委托贷款增速由上月的-3.5%上行至-3.2%, 收缩幅度放缓的态势非常稳定。而信托贷款则继续加速收缩, 本月同比从-16.2%进一步下降至-16.8%。表外的未贴现票据相比去年同期由负转正。

图 4: 非标融资继续收缩



资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 未贴票较去年同期由负转正

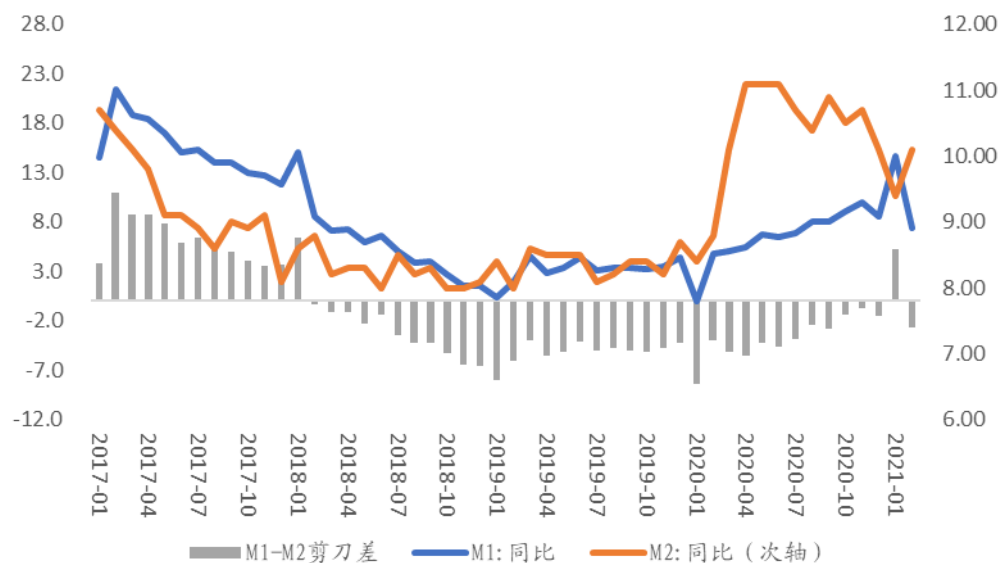


资料来源: Wind, 中原证券

3. M2 增速回升, 剪刀差转负不值得过度解读

货币供应量方面, 2 月 M1 同比增速降低至 7.4%, M2 同比则回升至 10.1%, 上个月刚转正的剪刀差再次回落到负值。尽管通常 M1 增速高于 M2 表示经济活跃度比较高, 但历年 1-2 月春节前后剪刀差本来就存在一定扰动, 企业集中在年前发放奖金, 居民可能在春节前取现并在节后存回, 今年相比去年又叠加了疫情的冲击, 扰动因素更大。单月剪刀差转负并不影响经济当前热度较好, 企业融资需求旺盛的经济位置定性, 不值得过度解读。

图 6: 剪刀差单月转负不值得过度解读



资料来源: Wind, 中原证券

4. 债市策略

社融数据发布后债市波澜不惊，收益率小幅下行很快收回。原因一则是我们上期周报中论述过的，市场前期对经济数据的悲观预期较为充分，交易盘仓位久期普遍偏低，债市“跌不动了”。短期内收益率处于易下难上的顺风时段，对利空数据的反应明显钝化。二则是三月基数比较高，市场预期社融数据下月将有明显回落，下行趋势并未扭转。但短期顺风并不改变中期逆风逻辑，我们预计随着利率债供给节奏的加快，后期债市仍可能存在上行压力。

5. 风险提示

(1) 信贷需求大幅回落

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_17539

