

把握经济复苏基本面，中性看待2月社融

2021年2月金融数据点评

证券研究报告

2021年03月10日

● 核心结论

与1月类似，2月的人民币贷款与未贴现银行承兑汇票是2月新增社融超预期的主要动力。2月社融新增1.71万亿元，同比多增8392亿元，高于市场预期1.07万亿元，为历年2月新增社融的最高值。对实体经济发放的人民币贷款增加1.34万亿元，同比多增6211亿元，高于市场预期9193亿元。

企业债券净融资、政府债券融资和信托贷款对2月社融构成拖累。2月新增企业债券净融资1306亿元，同比少增2588亿元。新增政府债券净融资1017亿元，同比少增807亿元。信托贷款减少936亿元，同比多减396亿元。前两个月地方政府专项债额度没有提前下达，上周政府工作报告安排地方政府专项债券3.65万亿元，处于历史高位，预计后续政府债对社融仍有支撑。今年以来，多地出台楼市调控政策，地产资金监管从严，房企发债规模下降，与地产融资相关的信托贷款下降明显。

低基数效应以及经济复苏推动2月社融存量增速超预期。2月社融存量同比增长13.3%，环比增加0.3个百分点。去年2月新增社融8737亿元，相比之前3年同期均偏低。社融增速偏高不会持续，全年维持下降趋势，我们预计全年社融增速约为11.3%。此外今年7月、10月受去年低基数影响，届时或将出现社融增速的小幅反弹。对于2月超预期的社融增速，我们应保持理性，无须过于乐观或紧张。信贷超预期说明企业投资意愿较强，且对盈利有较好预期。另一方面基于稳杠杆，后续社融增速不会维持这样的高增速，加上去年高基数，社融增速下行趋势未变。3月增速可能与2月有较大落差，但并不意味经济就缺乏动力了。我们对社融增速要结合经济复苏情况分析，一切以“社融增速与名义经济增长相匹配”为出发点。

居民、企业中长贷仍是信贷的主要部分。居民中长贷新增4113亿元，同比多增3742亿元，短贷减少2691亿元，就地过年对居民短贷有一定负面影响，消费恢复或仍趋缓慢。企业中长贷新增1.1万亿元，同比多增6843亿元，贷款结构向好。M2增速回到去年12月的水平，M1基数效应消除。2月M2增速环比提高0.7个百分点至10.1%，2月财政存款降低8479亿元，财政资金的投放推升M2增速。M1增速环比降低7.3个百分点至7.4%。

上半年，我国或呈现货币+信贷均偏中性的情况，不会大幅收紧或放松。从资金价格来看，银行间流动性并不缺乏。当前失业率仍未回落到疫情前水平，经济基本面仍处于复苏阶段，上半年比较难达到过热程度，通胀压力并不高。未来两个月有相当数量的信用债到期，当前并不需要大幅收紧货币。同时信贷政策趋向分化，对中小微企业的信贷仍保持宽松，政府工作报告对中小微企业支持力度不减，总体来看信贷大幅收紧的空间不大。

风险提示：需求复苏不及预期，货币政策转向超预期。

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



印明



18810683986



yinming@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

2 月社融表现亮眼	3
社融存量增速反弹，长期下降趋势不变	4
企业贷款结构保持良好，扩张意愿较强	5
M1、M2 增速分化明显	5
货币与信贷或在上半年均偏中性	6

图表目录

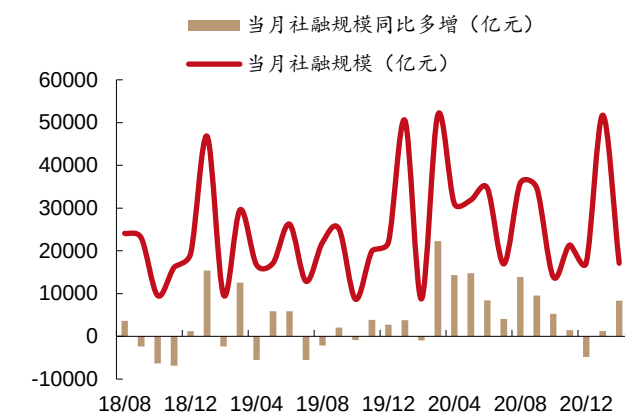
图 1：2 月新增社融超预期	3
图 2：信贷与未贴现银行承兑汇票同比增长较高（亿元）	3
图 3：今年政府债对社融仍有支撑（亿元）	4
图 4：信托贷款等非标融资今年加速压降（亿元）	4
图 5：社融存量增速下行趋势不变	4
图 6：2 月社融为近几年同期的最高值（亿元）	4
图 7：2 月商品房成交额下降	5
图 8：企业中长贷增长仍强劲（亿元）	5
图 9：M1 基数效应消退，M2 增速回到去年 12 月的水平	6
图 10：社融与 M2 之差环比下降 0.4 个百分点	6
图 11：DR007 和 R007 均在逆回购利率之下	7
图 12：Shibor-MLF 的利差处于合理区间	7
图 13：同业存单-MLF 的利差处于合理区间	7
图 14：2021 年 3 月、4 月信用债到期量较大	7

据3月10日央行发布的2021年2月金融数据,2月新增社融1.71万亿元,高于市场预期1.07万亿元,同比多增8392亿元。对实体经济发放的人民币贷款新增1.34万亿元,同比多增6211亿元,高于市场预期9193亿元。M2同比增长10.1%,高于市场预期9.6%,较上月末提高0.7个百分点,较上年同期提高1.3个百分点;M1同比增长7.4%,较上月末降低7.3个百分点,较上年同期提高2.6个百分点。

2月社融表现亮眼

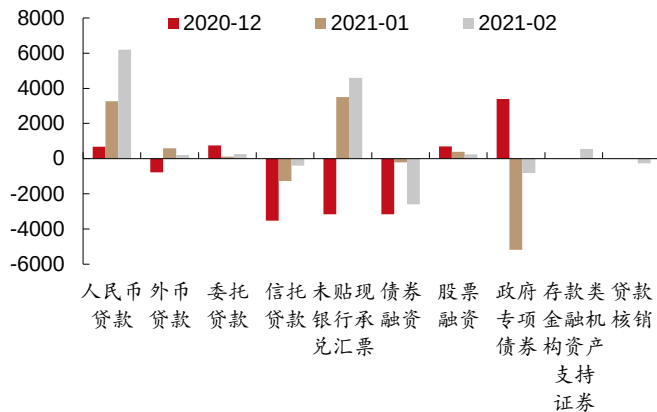
与1月类似,2月的人民币贷款与未贴现银行承兑汇票是2月新增社融超预期的主要动力。2月社融新增1.71万亿元,同比多增8392亿元,高于市场预期1.07万亿元,为历年2月新增社融的最高值。对实体经济发放的人民币贷款增加1.34万亿元,同比多增6211亿元,高于市场预期9193亿元,同样是历年2月人民币贷款的最高值。未贴现银行承兑汇票增加640亿元,同比多增4601亿元。

图1: 2月新增社融超预期



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

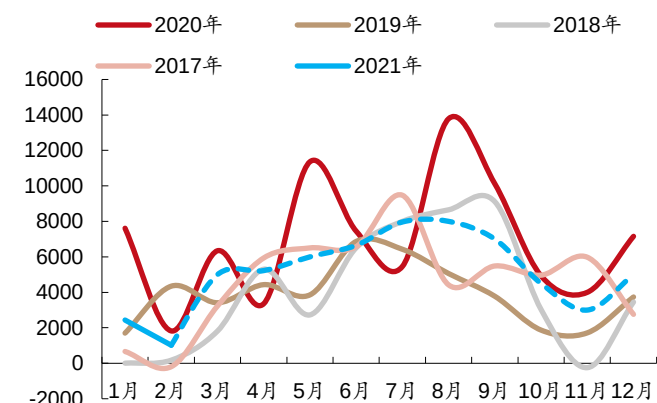
图2: 信贷与未贴现银行承兑汇票同比增长较高(亿元)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

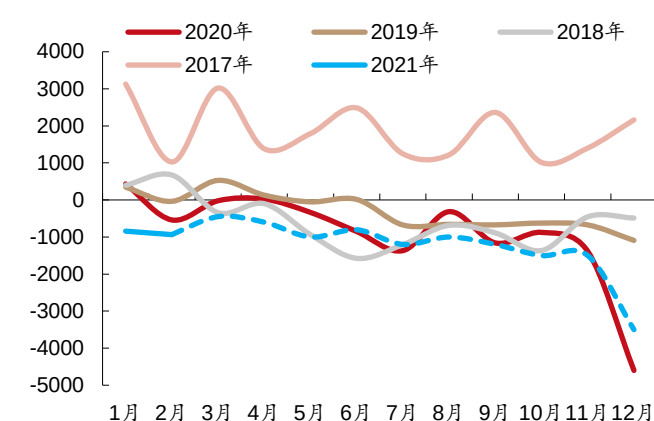
企业债券净融资、政府债券融资和信托贷款对2月社融构成拖累。2月新增企业债券净融资1306亿元,同比少增2588亿元。新增政府债券净融资1017亿元,同比少增807亿元。信托贷款减少936亿元,同比多减396亿元。今年前两个月地方政府专项债额度没有提前下达,因此我们看到1月、2月政府债券融资这一项对社融均是拖累,上周政府工作报告安排地方政府专项债券3.65万亿元,相比去年降低1000亿元,但仍处于历史高位,我们预计后续政府债对社融仍有支撑。今年以来,多地出台楼市调控政策,地产资金监管从严,一定程度上增加了房地产企业的融资难度,房企发债规模下降,与房地产融资相关的信托贷款下降明显。此外非标压降料将加速,非标融资项难以推升社融。

图 3：今年政府债对社融仍有支撑（亿元）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：信托贷款等非标融资今年加速压降（亿元）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

社融存量增速反弹，长期下降趋势不变

低基数效应以及经济复苏推动 2 月社融存量增速超预期。2 月社融存量同比增长 13.3%，环比增加 0.3 个百分点。去年 2 月新增社融 8737 亿元，相比之前 3 年同期均偏低。2 月社融增速偏高并不会持续，全年维持下降趋势，我们预计全年社融增速约为 11.3%。此外，今年 7 月、10 月受去年低基数影响，届时或将出现社融增速的小幅反弹。

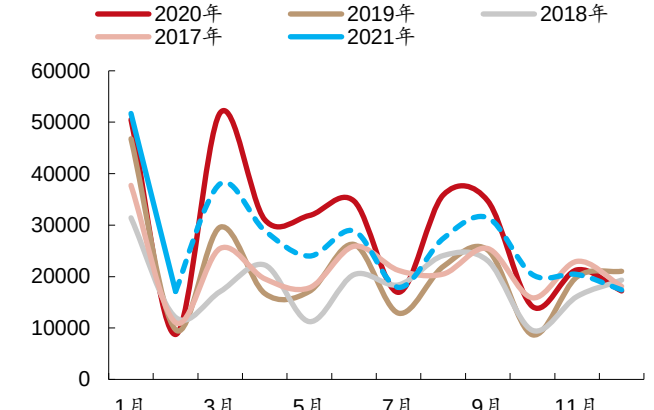
对于 2 月超预期的社融增速，我们应当保持理性，无须过于乐观或紧张。一方面，2 月信贷超预期，说明政策确实并未急转弯，政策的连续性正在贯彻，同时也反映出经济正在复苏，企业投资意愿较强，且对盈利有较好的预期。另一方面，杠杆率过高会增加金融系统性风险，基于今年稳杠杆的政策目标，后续社融增速不会维持 2 月这样的高增速，再考虑到去年的高基数，未来社融增速的下行趋势并未改变。3 月的增速可能与 2 月有较大的落差，但一样并不意味着经济就缺乏动力了。因此，我们对社融增速要结合国内以及海外经济复苏情况分析，一切以“社融增速与名义经济增长相匹配”为出发点。

图 5：社融存量增速下行趋势不变



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：2 月社融为近几年同期的最高值（亿元）



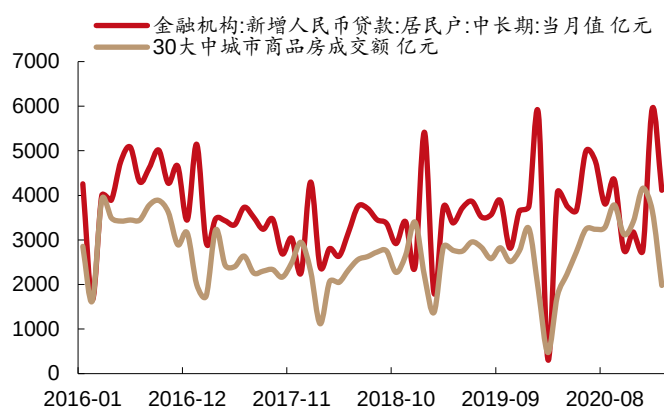
资料来源：Wind，西部证券研发中心

企业贷款结构保持良好，扩张意愿较强

居民中长贷仍是居民部门信贷的主要部分。居民中长贷新增 4113 亿元，同比多增 3742 亿元，短贷减少 2691 亿元，同比少减 1813 亿元。就地过年对居民短贷有一定的负面影响，消费恢复或仍趋缓慢。30 个大中城市商品房成交额是一个跟踪居民中长贷的较好的领先指标，2 月成交额环比明显下降，因此可以在 1 月居民中长贷的基础上作合理下调，作为对 2 月中长贷的预测。事实数据也验证了该预测的合理性。今年地产调控或趋紧，房贷或有所收缩，居民中长贷规模相比去年或有一定幅度下降。

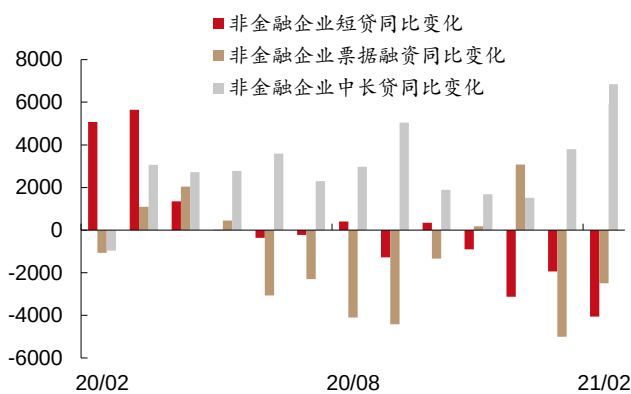
企业中长贷增长强劲。企业中长贷新增 1.1 万亿元，同比多增 6843 亿元，短贷新增 2497 亿元，票据融资减少 1855 亿元，企业贷款结构向好，随着海外经济复苏，或带来国内经济共振，企业投资意愿较强。

图 7：2 月商品房成交额下降



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：企业中长贷增长仍强劲（亿元）



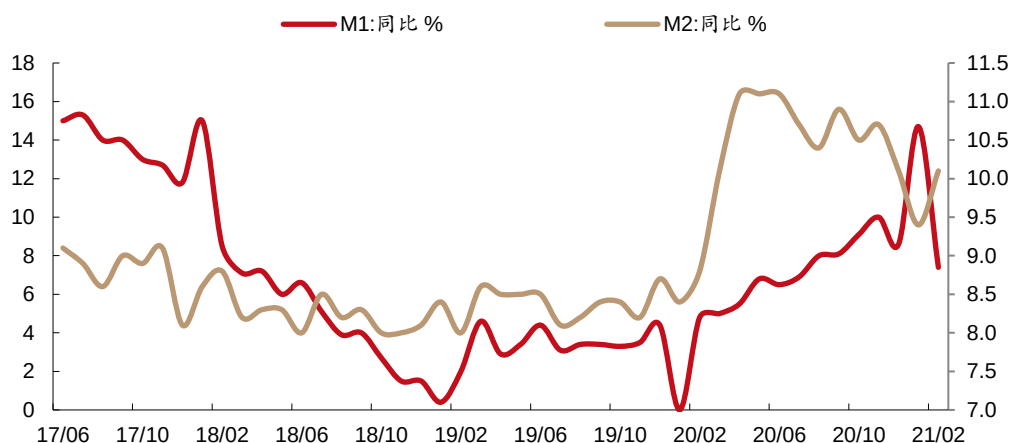
资料来源：Wind，西部证券研发中心

M1、M2 增速分化明显

M2 增速回到去年 12 月的水平，M1 基数效应消除。2 月 M2 增速环比提高 0.7 个百分点至 10.1%，2 月财政存款降低 8479 亿元，财政资金的投放推升 M2 增速。此外，2 月非银金融机构存款新增 1.61 万亿元，包括信贷的超预期，都是 M2 增速迅速反弹的因素。M1 增速环比降低 7.3 个百分点至 7.4%，低基数效应消除。

未来，去年的高基数效应将逐步显现，叠加货币政策温和转弯，M2 下行趋势未变。对于 M1，一方面，信贷资金投入使用后，资金活性增强，会推升 M1 增速；另一方面，去年 M1 较高基数会压低 M1 增速，对于未来 M1 增速，我们须持续衡量这两方面力量的相对强弱。

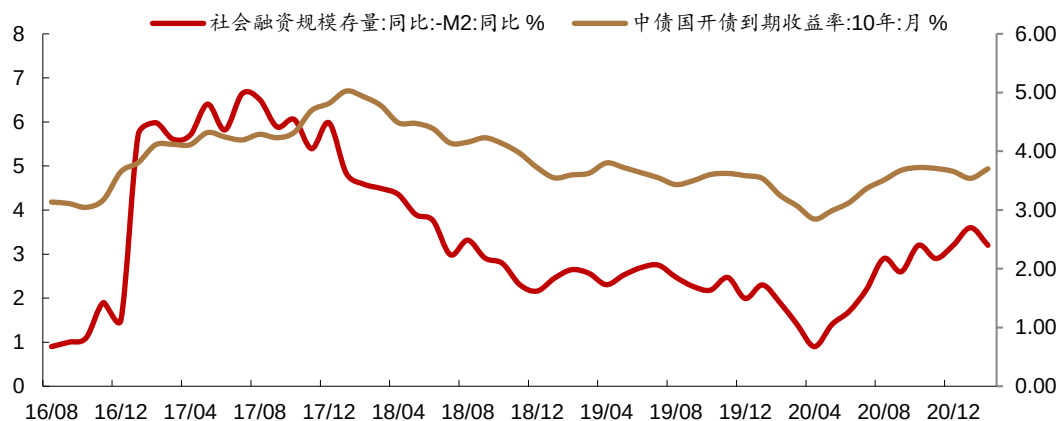
图 9：M1 基数效应消退，M2 增速回到去年 12 月的水平



资料来源：Wind，西部证券研发中心

社融与 M2 之差小幅收窄。2 月社融存量增速与 M2 增速之差较 1 月缩窄 0.4 个百分点至 3.2%。总体上，2 月社融与 M2 增速之差环比收窄，主要还是 2 月有多重因素使得 M2 增速回升较快。中长期看，M2 与社融增速调整至与名义 GDP 增速相匹配是一个动态平衡的过程，关键还是要关注经济基本面的变化。

图 10：社融与 M2 之差环比下降 0.4 个百分点



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_17547

