

证券研究报告 / 宏观数据

回答 2 月金融数据的几点疑问

报告摘要：

2 月社融为何大超预期？

主要原因在于市场对信贷和表外票据的预期偏低，同时偏低的基数效应也导致社融存量增速再度回升至 13.3%。超预期的背后反映的是实体融资需求旺盛的客观事实，尤其是居民和企业中长期贷款持续创新高，对于经济景气度的延续扩张释放积极信号。社融拐点向下的信号意义并不完全指向实体经济的放缓，我们继续看好制造业投资的回升、服务业领域的修复。

如何观察实体信贷融资表现？

一是，信贷额度管控对于房地产贷款扩张的约束效应暂未显现。2 月居民中长期贷款新增 4113 亿元，较去年同期多增 3742 亿元。
二是，企业中长期融资需求依旧旺盛，或反映资本支出意愿加强。2 月企业中长期贷款新增 1.1 万亿，较去年同期多增 6843 亿元。
三是，表外票据延续 1 月以来的超季节性特征，侧面印证信贷需求旺盛的特点，与票据贴现利率保持高位相印证。这主要是由于银行信贷额度受到管控，旺盛的融资需求被迫转移至表外。同时，票据利率的大幅抬升也进一步导致表内贴现功能受限，总体呈现为表外和表内票据的一增一减，延续 1 月以来的特征。
四是，2 月居民短期贷款减少 2691 亿元，弱于往年季节性表现，但从 2 月服务业 PMI 预期大幅反弹来看，后续居民消费有望逐步回温。

信贷旺盛会改变社融回落趋势吗？

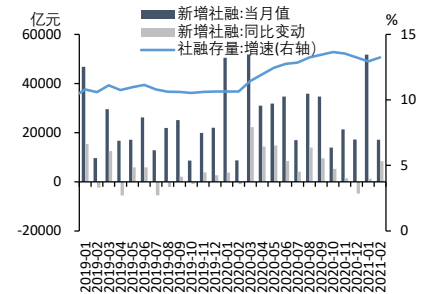
在财政赤字收敛和高基数的背景下，社融增速的下行是趋势性事件。尤其是债券、信托贷款等直接融资持续拖累社融表现，与信贷形成两种不同向的力量，往后看这种现象仍将延续，预计 3 月份带动社融增速加快回落。

M1 与 M2 走向为何再度反转？

M1 增速的走低并不意味着实体融资的放缓，春节错位是导致其阶段性回落的主因，预计 3 月将再度回升。一般来说，临近春节放假，企业往往集中发放奖金福利，带动企业活期存款转移至居民部门，导致 M1 在春节月出现环比走弱。去年 1 月份为春节月，而今年 2 月份为春节月，这一错位因素导致造成 M1 增速在 1-2 月份的波动加大。
M2 增速的回升则指向当前财政支出发力，此前财政资金淤积现象明显缓解，预计后续超储率将从低位回升。

风险提示：货币政策进一步收紧，内需修复放缓

相关数据



相关报告

《通胀进入回升阶段，但高通胀将只是短期现象》

--20210310

《不急转弯带动债市情绪缓和》

--20210308

《“就地过年”对出口的影响显现》

--20210308

《美联储“不够鸽即是鹰”》

--20210307

《今年政府工作报告有哪些新意？》

--20210306

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

1. 主要数据

2月社会融资规模增量 17100 亿元，预期 10669 亿元，前值为 51742 亿元。

2月社融存量 291.36 万亿元，同比增 13.30%，前值增 13.00%。

2月新增人民币贷款 13400 亿元，预期 9193 亿元，前值 38182 亿元。

2月 M2 货币供应同比 10.1%，前值 9.4%。

2月 M1 货币供应同比 7.4%，前值 14.7%。

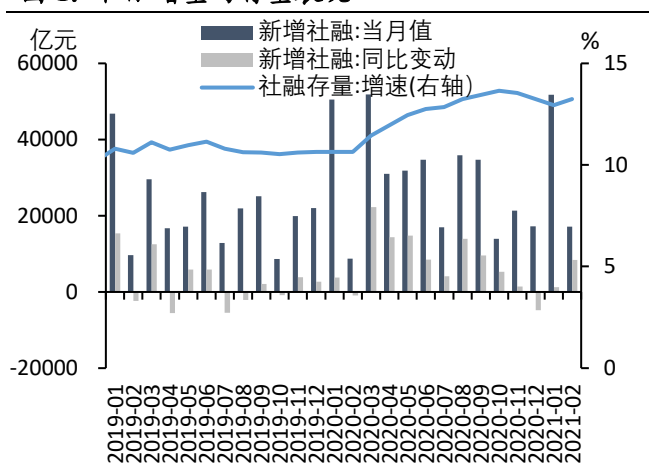
2月 M0 货币供应同比 4.2%，前值-3.9%。

2. 2月社融为何大超预期？

2月社融数据超预期的主要原因在于市场对信贷和表外票据的预期较低，同时偏低的基数效应也导致社融存量增速回升至 13.3%。2月新增社融 1.71 万亿，较去年同期多增 8363 亿元，其中，对实体领域发放的人民币贷款同比多增 6198 亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增 4601 亿元。

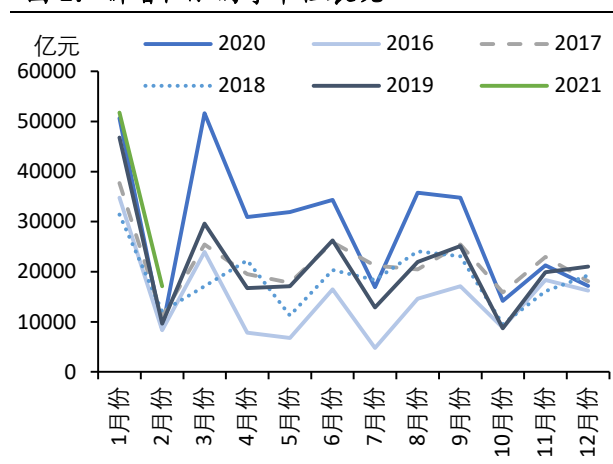
超预期背后反映的是实体融资需求旺盛的客观事实，尤其是居民和企业中长期贷款持续创新高，对于经济景气度的延续扩张释放积极信号。社融拐点向下的信号意义并不完全指向实体经济的放缓，我们继续看好制造业投资的回升、服务业领域的修复。

图 1：社融增量与存量表现



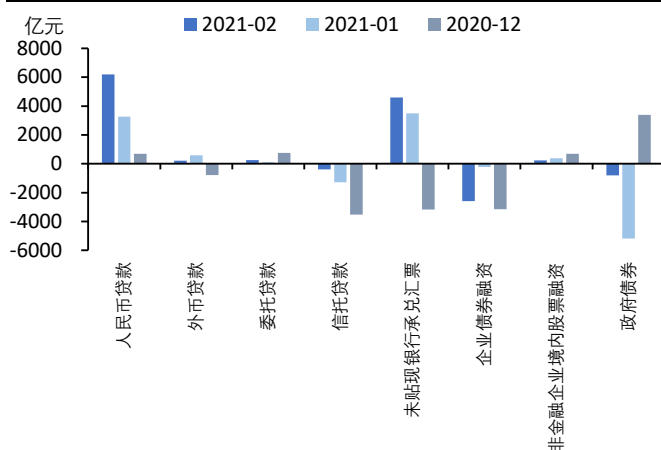
数据来源：东北证券，Wind

图 2：新增社融的季节性表现



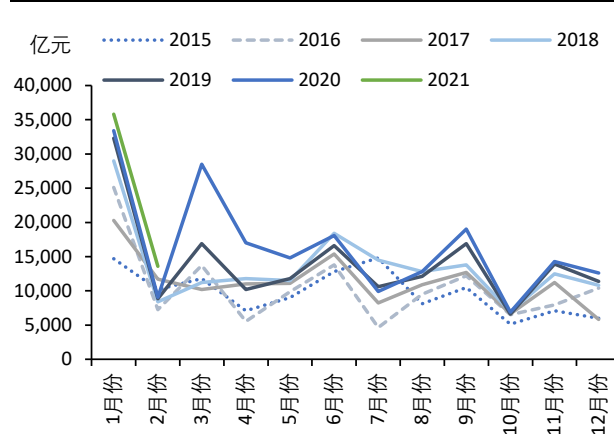
数据来源：东北证券，Wind

图 3：新增社融分项同比变动值



数据来源：东北证券，Wind

图 4：新增人民币贷款的季节性表现



数据来源：东北证券，Wind

3. 如何观察实体信贷融资表现？

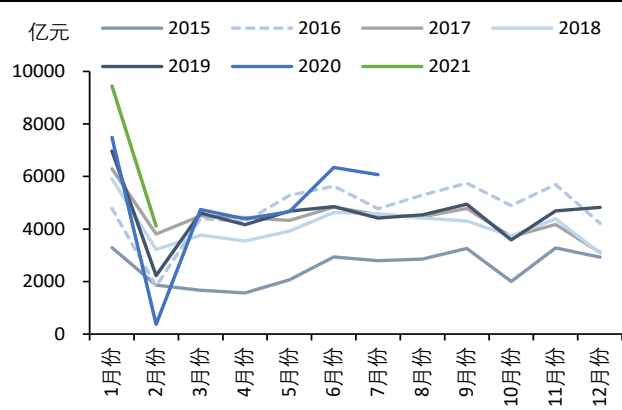
一是，信贷额度管控对于房地产贷款扩张的约束效应暂未显现。2月居民中长期贷款规模再次达到历史同期高点，当月新增4113亿元，较去年同期多增3742亿元。从百强房企数据来看，2月份销售面积是去年同期的2倍，主要为疫情带来的低基数效应以及当前旺盛的购房需求所致。

二是，企业中长期融资需求依旧旺盛，或反映资本支出意愿加强。2月企业中长期贷款新增1.1万亿，较去年同期多增6843亿元，较2015-2019年均值也高出5443亿元。

三是，表外票据延续1月以来的超季节性特征，侧面印证信贷需求旺盛的特点，与票据贴现利率保持高位相印证。2月新增未贴现银行承兑汇票为640亿元，去年同期则为-3961亿元。这主要是由于银行信贷额度受到管控，旺盛的融资需求被迫转移至表外。同时，票据利率的大幅抬升也进一步导致表内贴现功能受限，总体呈现为表外和表内票据的一增一减，延续1月以来的特征。

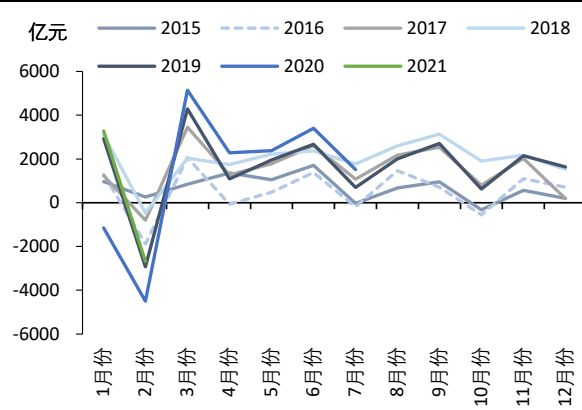
四是，2月居民短期贷款减少2691亿元，弱于往年季节性表现，但从2月服务业PMI预期大幅反弹来看，后续居民消费有望逐步回温。对比春节时点较为临近的年份，2016、2018、2019年，其2月份居民短期贷款均值为-1762亿元。表明疫情管控加强以及就地过年等因素对于消费仍然有一定抑制作用。

图 5: 居民中长期贷款的季节性表现



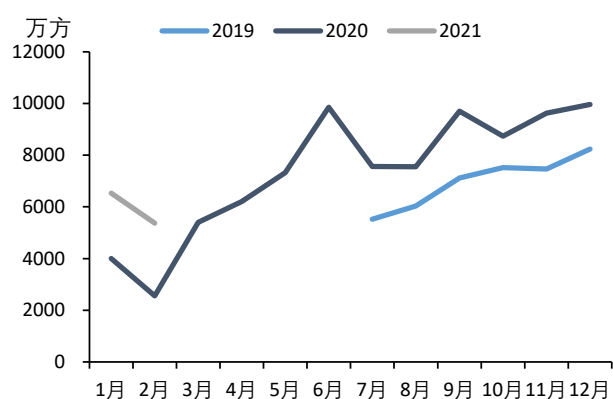
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 居民短期贷款的季节性表现



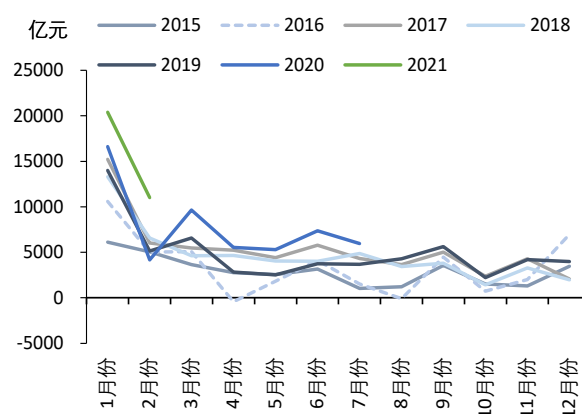
数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 百强房企月度销售面积



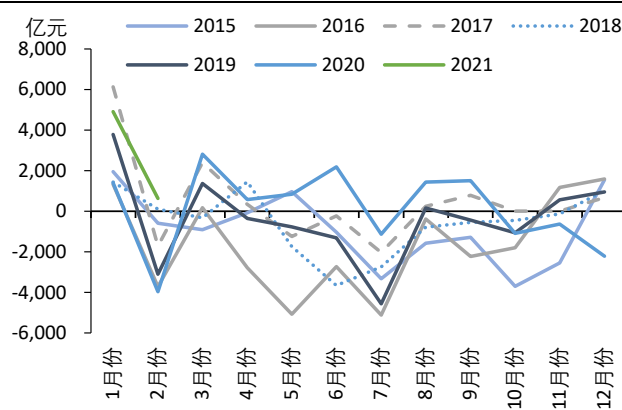
数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 企业中长期贷款的季节性表现



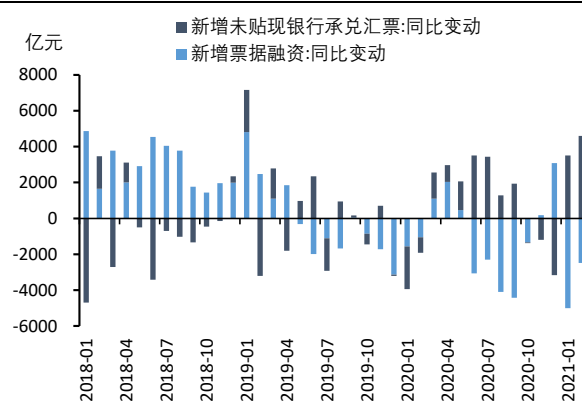
数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 未贴现银行承兑汇票季节性表现



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 表内和表外票据走势相反



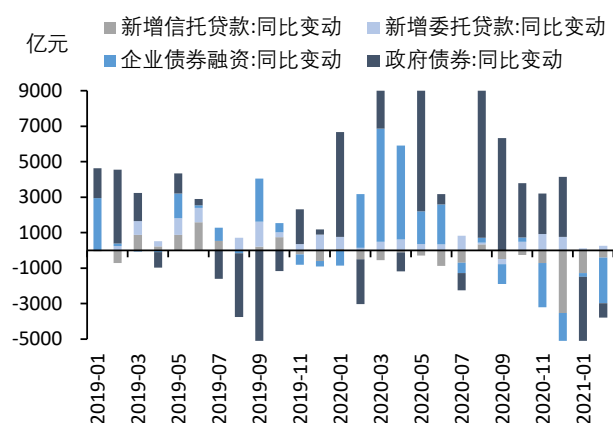
数据来源: 东北证券, Wind

4. 信贷旺盛会改变社融回落趋势吗？

在财政赤字收敛和高基数的背景下，社融增速的下行是趋势性事件。尤其是债券、信托贷款等直接融资持续拖累社融表现，与信贷形成两种不同向的力量，往后看这种现象仍将延续，预计3月份带动社融增速加快回落。

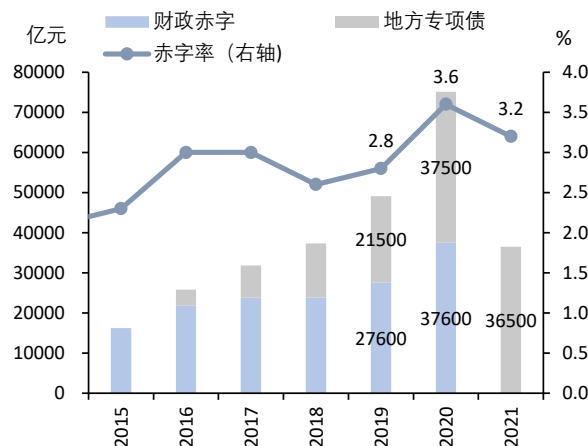
具体来看，2月企业债券、政府债券融资较去年同期少增2588亿元、807亿元。同时，3、4月份为信用债到期量高峰，二三季度地方债到期规模也远高于往年，结合今年广义财政赤字收敛的前提，后续债券融资将明显弱于去年同期；非标融资方面，信托贷款持续压缩，较去年同期多减396亿元，而委托贷款收缩规模相对温和，较去年同期少减256亿元。

图 11：债券及非标融资对社融的贡献走弱



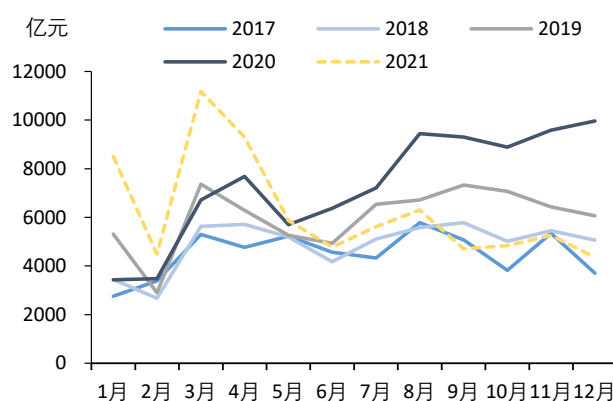
数据来源：东北证券，Wind

图 12：历年广义赤字规模



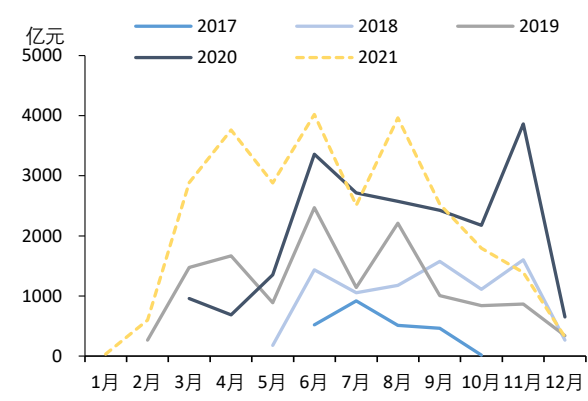
数据来源：东北证券，Wind

图 13：历年信用债到期规模



数据来源：东北证券，Wind

图 14：历年地方债到期规模



数据来源：东北证券，Wind

5. M1 与 M2 走向为何再度反转？

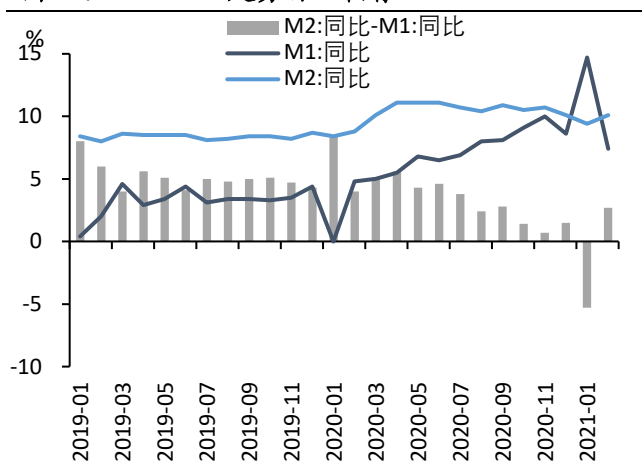
2月M1同比增速为7.4%，较前值大幅下降7.3个百分点。M1增速的走低并不意味着实体融资的放缓，春节错位是导致其阶段性回落的主因，预计3月将再度回升。

一般来说，临近春节放假，企业往往集中发放奖金福利，带动企业活期存款转移至居民部门，导致M1在春节月出现环比走弱。去年1月份为春节月，而今年2月份为春节月，这一错位因素导致造成M1增速在1-2月份的波动加大。

2月M2同比增速为10.1%，较前值大幅提升0.7个百分点。M2增速的回升指向当前财政支出发力，此前财政资金淤积现象明显缓解，预计后续超储率将从低位回升。

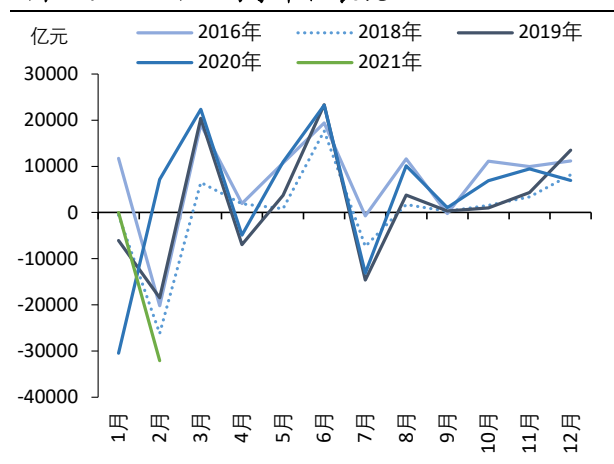
2月财政存款减少8439亿元，较去年同期下降8687亿元，而上月财政存款大幅增加11700亿元，较去年同期上升7698亿元。

图 15: M2、M1 走势再次相背



数据来源：东北证券，Wind

图 16: M1 环比的季节性表现



数据来源：东北证券，Wind

图 17: 新增存款结构同比变动值

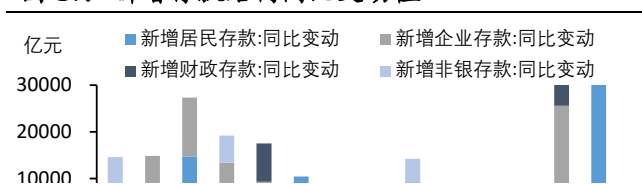
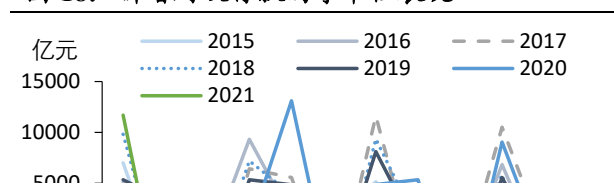


图 18: 新增财政存款的季节性表现



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_17576

