

信贷需求再超预期

华泰研究

2021年3月10日 | 中国内地

动态点评

2月新增社融、新增人民币贷款和M2同比增速均明显超出市场预期，1-2月新增企业中长期贷款比例大幅跳升，显示企业部门盈利能力回升——2月社融存量同比增速止跌回升至13.3%，季调后月环比折年增长从11.8%继续加速至13.2%（图表1）。同时，2月M2同比增速从1月的9.4%明显回升至10.1%，而在春节错位导致的高基数下M1同比增速从14.7%明显放缓至7.4%，但3月有望显著回升。2月新增社融为1.71万亿元，明显高于彭博一致预期的9,100亿元；M2同比增速也显著高于彭博一致预期的9.4%。2月新增社融明显超预期，主要由于企业中长期贷款、居民贷款和表外票据同比多增，而企业债、政府债净融资同比下降。具体看，

1) 2月新增社融为1.71万亿元，明显高于去年2月8,737亿元的新增额。分项来看（图表2），2月信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票等“非标”资产合计余额环比下降396亿元，降幅明显低于去年2月的4,857亿元；其中银行未贴现承兑汇票在1月环比大幅增加4,902亿元的基础上进一步增加640亿元，而去年2月为环比下降3,961亿元。另一方面，2月政府债净发行1,017亿元，低于去年2月的1,824亿元。此外，2月企业债净融资环比回落至1,306亿元，明显低于去年2月的3,894亿元。1-2月合计来看，新增人民币贷款、表外票据融资同比明显多增，而企业债、政府债净融资同比下降。今年前2个月新增社融达6.88万亿元，明显高于2019、2020年同期的5.65万亿元、5.93万亿元。分项看，今年前2个月“非标”资产合计余额环比增加3,755亿元，而2019、2020年同期分别环比下降216亿元、3,048亿元。另一方面，今年前2个月政府债净发行3,454亿元，明显低于2019、2020年同期的6,046亿元、9,437亿元。此外，今年前2个月企业债净融资5,057亿元，低于2019、2020年同期的5,704亿元、7,861亿元。

2) 2月新增人民币贷款为1.36万亿元，显著高于彭博一致预期的9,500亿元以及去年2月的9,057亿元。2月贷款余额同比增速从1月的12.7%回升至12.9%。2月新增企业中长期贷款同比明显多增，而短期贷款与票据融资同比下降，反映企业融资需求旺盛。具体看，2月新增企业中长期贷款为1.1万亿元，明显高于去年2月的4,157亿元。同时，新增居民中长期贷款为4,113亿元，明显高于去年2月受疫情拖累下的371亿元。另一方面，2月短期贷款与票据融资环比下降2,049亿元，而去年2月为环比上升2,679亿元。1-2月合计来看，新增企业中长期贷款所占份额同比大幅上升，而新增企业短期贷款与票据融资所占份额同比下降，显示融资结构明显改善。今年前2个月新增人民币贷款达4.94万亿元，明显超出2019、2020年同期的4.12万亿元、4.25万亿元。分项看，今年前2个月新增企业中长期贷款3.14万亿元（占新增人民币贷款的63.6%），明显高于2019、2020年同期的1.91万亿元（占46.5%）、2.08万亿元（占48.9%）；同时，今年前2个月新增居民中长期贷款1.36万亿元，高于2019、2020年同期的9,195亿元、7,862亿元。另一方面，今年前2个月新增短期贷款与票据融资5,579亿元，明显低于2019、2020年同期的1.43万亿元、1.28万亿元。

3) 2月M2同比增速从1月的9.4%明显回升至10.1%，高于彭博一致预期的9.4%，部分受财政资金加快拨付的提振（图表3）。经季节性调整后，2月M2月环比（非年化）增速从1月的0.3%明显回升至1.2%。2月财政存款环比下降8,479亿元，而去年2月为环比上升208亿元，提振M2增速约0.4个百分点。由此，2月财政存款同比增速从1月的26.0%大幅回落至6.6%。2月M1同比增速从1月的14.7%暂时下降至7.4%，主要是由于春节移位导致去年基数较高（图表4）。随着企业现金流恢复，我们预计M1同比增速有望回升至10%左右的水平。

研究员

SAC No. S0570520100005
SFC No. AMH263

易垣

evayi@htsc.com

研究员

SAC No. S0570520110002
SFC No. BJC906

常慧丽, PhD

changhui@htsc.com
+86-10-63211166

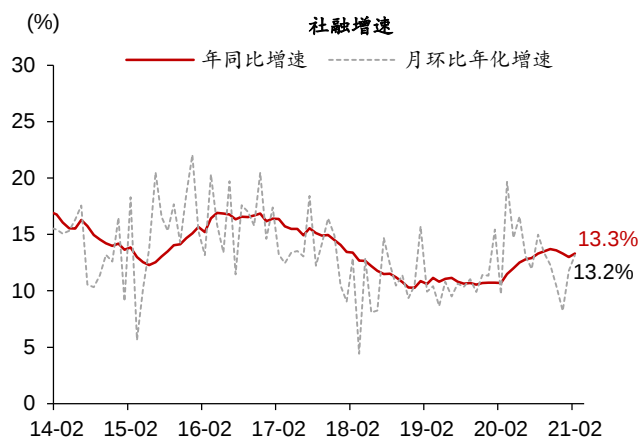
华泰证券 2021 春季线上策略会



随着地方政府债发行开启、以及企业融资需求保持强劲，融资需求有望保持旺盛，但银行加权平均利率可能升高。同时，我们将密切关注近期金融市场波动、以及通胀预期快速升温下国内货币政策潜在调整的影响。2月货币和信贷数据均超预期，反映实体经济融资需求保持强劲，但也不排除监管部门窗口指导贷款冲量的可能性。往前看，银行加权平均贷款利率可能上升——鉴于今年3.65万亿元的地方政府债发行即将开启、贷款需求仍有后劲，但货币政策（在资金供给端）可能趋于正常化。另一方面，近期金融市场波动对融资需求的影响还有待观察。同时，如我们在2月26日发布的《同时上调中国2021 CPI及PPI预测》所分析的，全球需求增长将大幅回升、叠加包括猪肉和粮食在内的国内食品供给偏紧，或将明显推升国内通胀水平，可能成为短期货币政策加速正常化的催化剂。

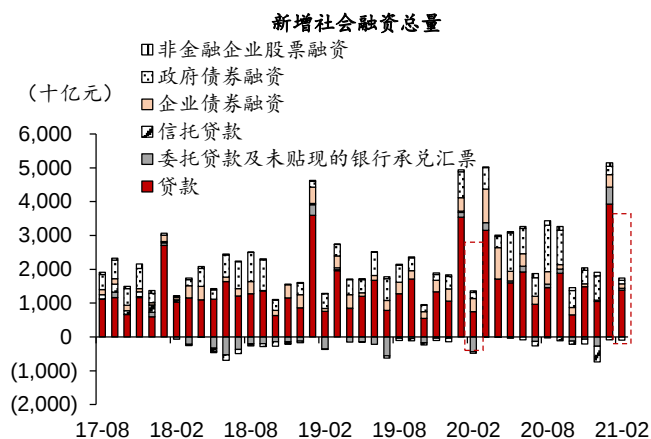
风险提示：货币政策超预期收紧；地产相关融资需求明显回落。

图表1：2月社融增速超预期回升



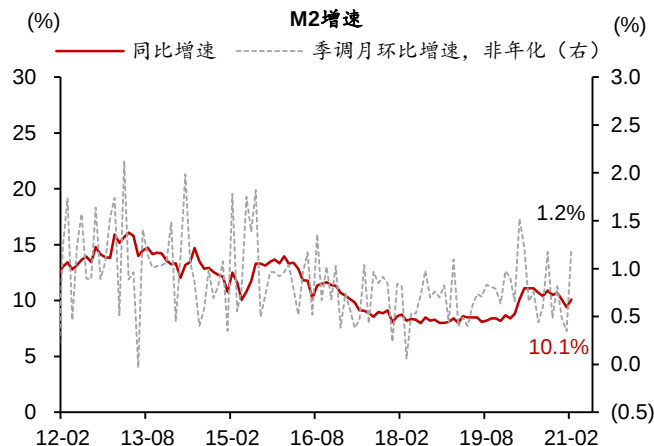
资料来源：CEIC，华泰研究

图表2：2月企业中长期贷款、居民贷款和表外票据均同比多增



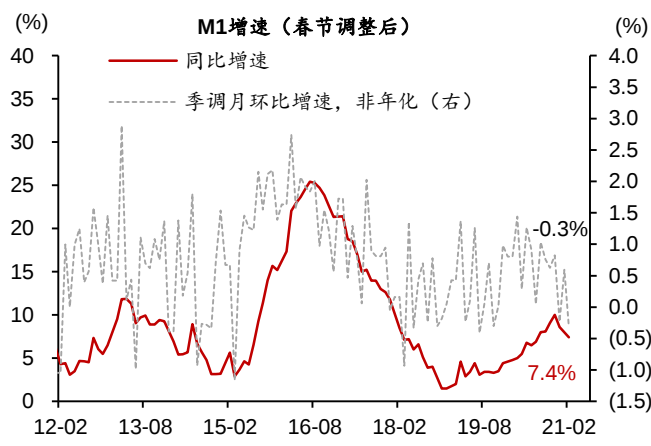
资料来源：CEIC，华泰研究

图表3：2月M2增速明显回升



资料来源：CEIC，华泰研究

图表4：受春节移位下高基数的拖累，2月M1增速明显回落



资料来源：CEIC，华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，易垲、常慧丽，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易峇、常慧丽本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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_17582

