

2021年2月金融数据点评

社融再超预期，信贷结构优化

■ 核心摘要

1、继 1 月社融大超预期后，2 月社融再次强势。新增规模为 1.71 万亿，而市场预期值是 1.07 万亿。和去年同期相比多增 8392 亿，推动存量社融增速从 10.0%回升到 10.3%，结束了它此前连续 3 个月放缓的趋势。剔除政府债券口径的存量社融，同比回升幅度更大，从 11.7%到 12.1%。

2、信贷的总量和结构都很亮眼。2 月新增人民币贷款 1.36 万亿，同比多增 4529 亿元。结构上看，信贷长期化的趋势延续。企业中长期贷款新增 1.1 万亿，同比多增 6843 亿元。企业短期贷款锐减，而中长期贷款大增，主要原因有以下三点：第一，经济内生性恢复后，企业尤其是制造业企业，扩大资本开支的意愿增强；第二，“就地过年”倡议下，复工复产较往年更快，导致信贷投放受春节因素的影响可能小于以往；第三，相比于企业旺盛的融资需求，当前的信贷额度可能偏紧，因此信贷额度向中长期贷款倾斜。居民中长期贷款新增 4113 亿元，同比多增 3742 亿元，主要原因是 2020 年四季度房地产销售火爆的滞后。

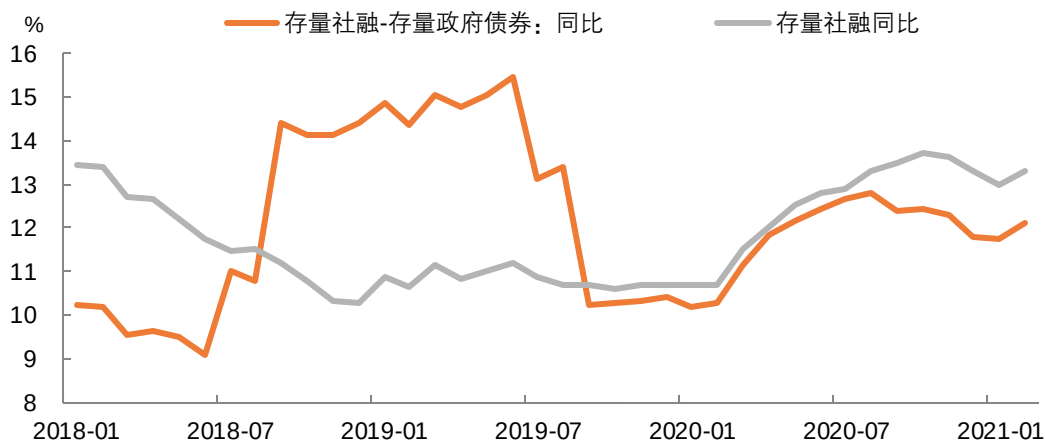
3、2 月企业债净融资 1306 亿，同比减少 2588 亿元，主要原因是春节长假对信用债的发行会有一定影响。政府债券净融资 1017 亿元，同比少了 807 亿元，主要因今年没有提前下发专项债额度。随着两会确定了 3.65 万亿的专项债额度后，将迎来专项债的集中发行。

4、M1 同比从 14.7%下降到 7.4%，接近腰斩，春节错位下的高基数对此有较大影响。M2 同比从 9.4%提高到 10.1%，原因一是新增信贷超预期，银行体系所创造的存款也会增加；原因二是财政存款投放加快，转化为居民和企业存款。

5、2 月社融再度超预期，信贷结构也在优化，反映了实体的融资需求依然较强，经济还将维持韧性。当前经济面临的主要问题是，大型企业恢复得较快，而广大中小企业的生产经营还在恢复中，原材料快速涨价让中小企业的处境变得艰难。就此而言，政策不具备快速收紧的基础，大概率将维持“不急转弯”的基调。1 月和 2 月新增信贷都维持高位，也表明压缩信贷额度的力度并不大。货币政策对市场的冲击可能没有想象中的那么强，紧信用来得没有那么快。

继 1 月社融大超预期后，2 月社融再次强势。新增规模为 1.71 万亿，而市场预期值是 1.07 万亿。和去年同期相比多增 8392 亿，推动存量社融增速从 10.0% 反弹到 10.3%，结束了此前连续 3 个月放缓的趋势。剔除政府债券口径的存量社融，同比增速回升幅度更大，从 11.7% 到 12.1%。

图表1 2 月社融同比增速回升



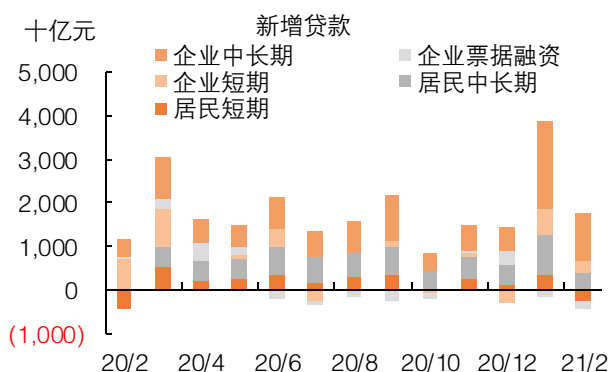
资料来源:wind, 平安证券研究所

先来看信贷，总量和结构都很亮眼。2 月新增人民币贷款 1.36 万亿，同比多增 4529 亿元。结构上看，信贷长期化的趋势延续。居民中长期贷款新增 4113 亿元，同比多增 3742 亿元。企业中长期贷款新增 1.1 万亿，同比多增 6843 亿元。对比来看，居民短期贷款减少 2691 亿元，企业短期贷款新增 2497 亿元，同比分别多增 1813 亿元和少增 4052 亿元。

和 1 月一样，企业短期贷款锐减，而中长期贷款大增，主要原因有以下三点：

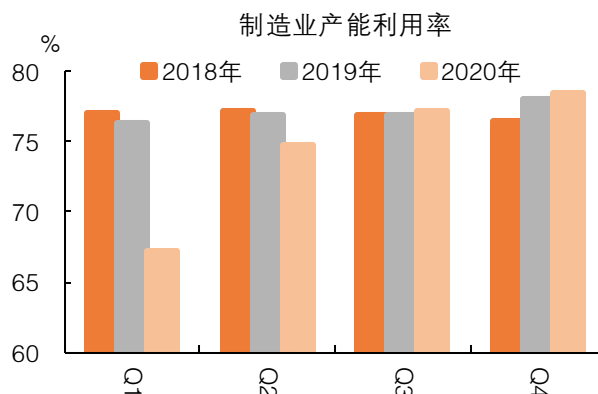
第一，经济内生性恢复后，企业尤其是制造业企业，扩大资本开支的意愿增强。2020 年四季度制造业产能利用率达到了 78.4%，处于近 3 年同期的高点。今年 1-2 月出口强劲，国家统计局有关领导在解读 2 月 PMI 时也称，多数制造业出口企业对近期外贸形势仍保持乐观。看好未来需求，但现有产能已经得到比较充分的利用了，企业有动力去增加资本开支，尤其是设备更新。政策也在引导加大对制造业企业发放中长期贷款，这为制造业企业提供了适宜的融资环境。

图表2 信贷结构继续长期化



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 2020 年 4 季度制造业产能利用率处于高位



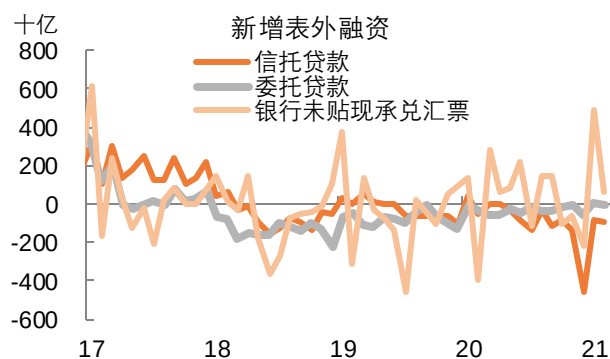
资料来源:wind, 平安证券研究所

第二，“就地过年”倡议下，复工复产较往年更快，导致信贷投放受春节因素的影响可能小于以往。加之对信贷资金违规进入楼市和股市的监管趋严，规范了资金投向，实体企业在获得信贷支持时有一定优势。

第三，相比于企业旺盛的融资需求，当前的信贷额度可能偏紧，因此企业信贷额度向中长期贷款倾斜。2月新增未贴现承兑汇票 640 亿元，同比多增 4601 亿元，票据贴现利率也保持在高位；新增票据融资-1855 亿元，而去年同期是 634 亿元，今年 2 月同比少增 2489 亿元。融资需求从表内向表外票据转移，侧面反映了相比于实体融资需求，当前的信贷额度可能偏紧。此外，随着再贷款、再贴现等政策的逐步退出，银行投放信贷的意愿也会下降。在此情形下，企业有动力去提高中长期贷款占比。

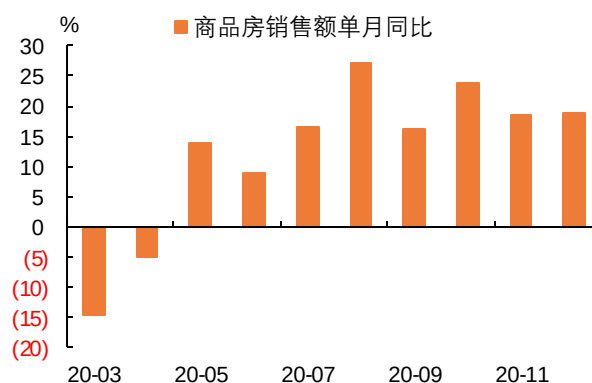
1 月居民中长期贷款创下历史新高后，2 月再次处在高位。主要原因是 2020 年四季度房地产销售火爆的滞后，因为从房产交易到贷款发放，中间存在 2-3 个月的时间差。去年四季度开始收紧了热点城市的房贷政策，但从近两个月的新增居民中长期贷款来看，相关政策对总体的新增房贷规模影响不大。目前房地产销售回款占房企资金来源的比例已超过 50%，居民中长期贷款这么强，能够缓和融资政策收紧后对房企的冲击。后续房贷政策如果没有大幅收紧，那么地产投资尤其是建安投资断崖式下跌的概率很小。

图表4 各月新增表外融资



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 去年四季度地产销售不弱



资料来源:wind, 平安证券研究所

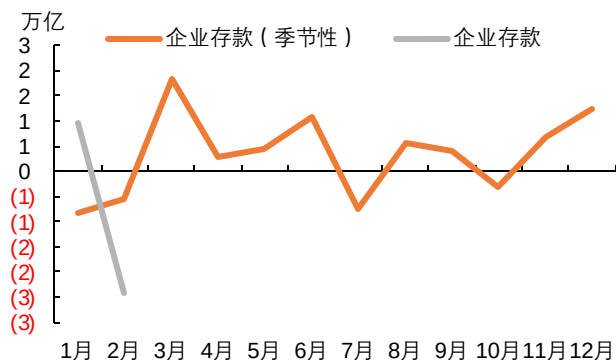
再来看非标融资。2月信托贷款减少 936 亿元，同比多减 396 亿元。和前值减少 842 亿元相比，信托贷款对社融的拖累进一步扩大。根据中国信托业协会的统计，今年 2 月信托到期规模为 1716 亿元，是全年各月中最低的。2 月信托净融资较 1 月进一步减少，主要因当前对信托尤其是资金信托的监管，依然呈高压态势。往后看，在经济内生性动力较强的情况下，信托监管政策放松的概率很小，随着信托到期规模的上升，信托贷款净融资预计还将维持在低位。

2 月新增委托贷款-100 亿元，同比少减 256 亿元。前值是增加 91 亿元，时隔 36 个月转正。我们认为在 2018 年 1 月出台委托贷款新规后，经过 3 年的监管和整治，后续委托贷款继续大幅拖累社融的可能性不大了，今年后续个别月份还有可能会正增长。

债券方面，2 月企业债净融资 1306 亿，同比减少 2588 亿元，主要原因是春节长假对信用债的发行会有一定影响。根据 Wind 统计的信用债（企业债+公司债+短融+中票+定向工具）发行规模，2 月为 5487 亿元，而 3 月至今已达 5716 亿。因此，后续信用债的净融资规模大概率会上升。政府债券净融资 1017 亿元，同比少了 807 亿元，主要因今年没有提前下发专项债额度。随着两会确定了 3.65 万亿的专项债额度后，将迎来专项债的集中发行。

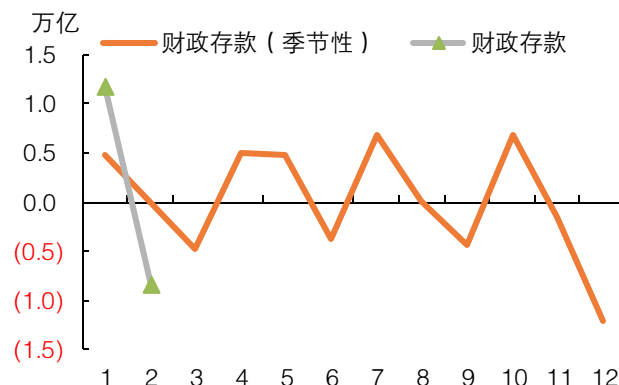
2 月新增人民币存款 1.15 万亿，和去年同期相比多增 1294 亿元，人民币存款余额增速持平在 10.4%。其中，居民存款增加 3.26 万亿，同比大幅多增 3.38 万亿；企业部门存款减少 2.42 万亿，同比多减 2.70 万亿。今年 1 月刚好相反，当时居民存款少增 2.76 万亿，而企业部门存款多增 2.56 万亿。这种变化主要来源于春节错位，存款以年终奖的形式从企业部门转移到居民部门的时间不一样。财政存款减少 8479 亿元，同比多减 8687 亿元，而今年 1 月是增加 1.17 万亿。财政存款的减少，意味着 2 月开始了加大财政资金投放，这对资金面偏松也有一定贡献。

图表6 春节错位导致企业新增存款大幅低于季节性



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 2月财政资金投放加快



资料来源:wind, 平安证券研究所

M1 同比从 14.7%下降到 7.4%，接近腰斩，春节错位下的高基数对此有较大影响。M2 同比从 9.4%提高到 10.1%，原因一是新增信贷超预期后，银行体系所创造的存款也在增加；原因二是财政存款投放加快，转化为居民和企业存款。

2月社融再度超预期，信贷结构也在优化，反映了实体的融资需求依然较强，经济还将维持韧性。当前经济面临的主要问题是，大型企业恢复得较快，而广大中小企业的生产经营还在恢复中，原材料快速涨价让中小企业的处境变得艰难。就此而言，政策不具备快速收紧的基础，大概率将维持“不急转弯”的基调。1月和2月新增信贷都维持高位，也表明压缩信贷额度的力度并不大。货币政策对市场的冲击可能没有想象中的那么强，紧信用来得没有那么快。

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_17598

