

2023年03月11日

## 实体部门负债增速全面反弹

## 主题报告

### 2月金融数据综述

#### 投资要点

- ◆ 第一，实体部门2月末债务余额同比增速录得**9.9%**，高于前值**9.3%**，方向符合预期，升幅超出预期。结构方面，家庭、政府、非金融企业三大实体部门负债增速全面高于前值。非金融企业负债方面，以余额增速衡量，中长期贷款、短期贷款、信用债和非标均有不同程度上升，唯有票据继续下行。不过，根据两会的目标，我们预计实体部门负债增速未来仍将按照稳定宏观杠杆率的目标，向名义经济增速靠拢，事实上，高频数据显示，3月政府和实体部门负债增速大概率就会转头下行。两会财政目标如下，**3%赤字率**，**3.88万亿赤字**，**3.8万亿地方政府专项债**。按此计算，今年底政府部门负债增速大约**10%**。略高于去年底的**9.5%**，但2月底政府部门负债增速已经上升至**10.3%**。换言之，在今年剩余时间里（3-12月）。政策整体上是偏平稳的状态，很难期待政策进一步有太大的宽松空间。会议再次明确稳定宏观杠杆率的目标。按照赤字规模和赤字率倒推，今年名义经济增速目标在大约**7%**，对应实体部门负债增速将由目前的超过**9%**趋于下行。非金融企业将成为引导实体部门负债增速下行的核心部门。以非金融企业中长期贷款余额增速为具体标的，基于2020年疫情冲击后，其与社融和实体部门负债增速见顶的时滞，我们认为，本轮非金融企业中长期贷款余额增速的顶部将出现在今年4月左右。
- ◆ 第二，具体来看，家庭部门2月负债增速录得**5.3%**，前值**4.5%**；其中中长期贷款余额同比增长**4.3%**，前值**4.1%**，短期贷款余额同比增长**8.3%**，前值**5.8%**。我们认为，后续家庭部门负债增速或维持区间震荡，对应房地产边际恶化的风险已经有限。
- ◆ 第三，政府部门负债增速2月录得**10.5%**，前值**9.7%**。按目前发债数据计算，3月末政府负债增速或趋于下行。
- ◆ 第四，非金融企业负债增速2月录得**11.7%**，前值**11.4%**。从结构上来看，贷款余额增速继续上升；中长期贷款余额增速上升**0.7**个百分点至**17.0%**，或已接近顶部，短期贷款、信用债和非标（信托贷款、委托贷款、未贴现票据）余额同比增速亦有上升；票据余额同比增速下行。2月**PPI**同比增速有所下行，我们预计其未来或低位震荡，难以拐头上行，后续非金融企业融资意愿很难主动改善。
- ◆ 第五，金融机构方面，还需后续数据验证，但根据现有数据，2月货币政策边际上较1月有所收敛。我们维持之前的观点，2022年8月降息是一轮扩张周期的终结，而非新一轮宽松周期的开启；2022年11月下旬货币政策或已收敛到位，今年有望维持震荡中性。
- ◆ 第六，资产配置方面，我们维持之前的观点，年初以来，市场运行更多受资金驱动，春节之后，已经逐步开始退潮。短期权益下跌、债券上涨概率较大；权益风格可能切换至价值占优。中期来看，我们对国家资产负债表两端的判断没有变化，影响市场的核心变量是负债端收敛，资产端实际产出只要没有下行，就会挤压包括商品和各类金融资产在内所有资产的价格，因此目前不存在任何一类资产价格具备持续上升的基础，我们可以讨论的更多是配置和结构行情。具体而言，上证50代表的价

分析师

罗云峰

SAC 执业证书编号：S0910523010001  
luoyunfeng@huajinsec.com

#### 相关报告

- 亚科转债(127082.SZ)申购分析 2023.3.8
- 1至2月出口数据点评-出口超预期是否可持续？ 2023.3.7
- 可转债周报(2月27日~3月3日)-国内外PMI超预期背景下的择券策略 2023.3.6
- 立高转债(123179.SZ)申购分析 2023.3.6
- 2023年2月信用债市场跟踪 2023.3.3

值板块或可逢低介入；债市配置窗口开放，久期策略占优。

◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松

## 内容目录

一、2月金融数据综述 .....	4
二、风险提示 .....	7

## 图表目录

表 1: 各部门债务情况 (贷款加债券) .....	4
表 2: 各部门债务情况 (贷款、债券加非标) .....	5
表 3: 货币供给同比 .....	5
表 4: 各部门存款余额同比 .....	5

## 一、2月金融数据综述

我们拆解的数据显示，考虑非标后，实体部门2月末债务余额同比增速录得**9.9%**，高于前值**9.3%**，方向符合预期，升幅超出预期。结构方面，家庭、政府、非金融企业三大实体部门负债增速全面高于前值。非金融企业负债方面，以余额增速衡量，中长期贷款、短期贷款、信用债和非标均有不同程度上升，唯有票据继续下行。不过，根据两会的目标，我们预计实体部门负债增速未来仍将按照稳定宏观杠杆率的目标，向名义经济增速靠拢，事实上，高频数据显示，3月政府和实体部门负债增速大概率就会转头下行。两会财政目标如下，**3%赤字率，3.88万亿赤字，3.8万亿地方政府专项债**。按此计算，今年底政府部门负债增速大约**10%**。略高于去年底的**9.5%**，但2月底政府部门负债增速已经上升至**10.3%**。换言之，在今年剩余时间里（3-12月）。政策整体上是个偏平稳的状态，很难期待政策进一步有太大的宽松空间。会议再次明确稳定宏观杠杆率的目标。按照赤字规模和赤字率倒推，今年名义经济增速目标在大约**7%**，对应实体部门负债增速将由目前的超过**9%**趋于下行。非金融企业将成为引导实体部门负债增速下行的核心部门。以非金融企业中长期贷款余额增速为具体标的，基于**2020**年疫情冲击后，其与社融和实体部门负债增速见顶的时滞，我们认为，本轮非金融企业中长期贷款余额增速的顶部将出现在今年**4**月左右。

具体来看，政府部门负债增速2月录得**10.5%**，前值**9.7%**。按目前发债数据计算，3月末政府负债增速或趋于下行。非金融企业负债增速2月录得**11.7%**，前值**11.4%**。从结构上来看，贷款余额增速继续上升；中长期贷款余额增速上升**0.7**个百分点至**17.0%**，或已接近顶部，短期贷款、信用债和非标（信托贷款、委托贷款、未贴现票据）余额同比增速亦有上升；票据余额同比增速下行。2月PPI同比增速有所下行，我们预计其未来或低位震荡，难以拐头上行，后续非金融企业融资意愿很难主动改善。家庭部门2月负债增速录得**5.3%**，前值**4.5%**；其中中长期贷款余额同比增长**4.3%**，前值**4.1%**，短期贷款余额同比增长**8.3%**，前值**5.8%**。我们认为，后续家庭部门负债增速或维持区间震荡，对应房地产边际恶化的风险已经有限。

金融机构债务余额同比增速方面，2月份有所下行；不过，在我们观察的广义金融机构债务规模中该数据占比约三成，还需关注后续广义金融机构债务数据。根据现有数据，2月货币政策边际上较1月有所收敛。我们维持之前的观点，**2022**年8月降息是一轮扩张周期的终结，而非新一轮宽松周期的开启；**2022**年11月下旬货币政策或已收敛到位，今年有望维持震荡中性。

表 1：各部门债务情况（贷款加债券）

		2022/10	2022/11	2022/12	2023/01	2023/02
家庭	债务余额（万亿元）	74.5	74.8	74.9	75.2	75.4
	同比	6.4%	5.7%	5.4%	4.5%	5.3%
政府	债务余额（万亿元）	82.4	83.0	83.3	83.9	84.8
	同比	12.1%	11.4%	9.7%	9.7%	10.5%
非金融企业	债务余额（万亿元）	145.3	146.0	146.8	151.3	152.9
	同比	13.3%	13.3%	13.3%	13.5%	13.4%
金融机构	债务余额（万亿元）	47.9	47.7	48.4	48.1	48.6
	同比	10.2%	7.4%	7.9%	7.7%	5.8%
全社会	债务余额（万亿元）	350.0	351.5	353.3	358.5	361.7
	同比	11.1%	10.3%	9.9%	9.8%	9.9%

		2022/10	2022/11	2022/12	2023/01	2023/02
实体	债务余额（万亿元）	302.2	303.8	305.0	310.4	313.1
	同比	11.2%	10.8%	10.3%	10.2%	10.6%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 2：各部门债务情况（贷款、债券加非标）

		2022/10	2022/11	2022/12	2023/01	2023/02
家庭	债务余额（万亿元）	74.5	74.8	74.9	75.2	75.4
	同比	6.4%	5.7%	5.4%	4.5%	5.3%
政府	债务余额（万亿元）	82.4	83.0	83.3	83.9	84.8
	同比	12.1%	11.4%	9.7%	9.7%	10.5%
非金融企业	债务余额（万亿元）	163.1	163.8	164.4	169.4	170.9
	同比	10.7%	10.8%	11.2%	11.4%	11.7%
金融机构	债务余额（万亿元）	47.9	47.7	48.4	48.1	48.6
	同比	10.2%	7.4%	7.9%	7.7%	5.8%
全社会	债务余额（万亿元）	367.8	369.3	371.0	376.6	379.7
	同比	10.1%	9.4%	9.2%	9.1%	9.3%
实体	债务余额（万亿元）	320.0	321.6	322.6	328.4	331.1
	同比	10.0%	9.7%	9.4%	9.3%	9.9%

资料来源：Wind，华金证券研究所

货币供给方面，2月M2同比增长12.9%，高于前值12.6%。分结构来看，M0、家庭和非金融企业存款余额增速均高于前值；政府和非银金融机构存款余额增速均低于前值。合并来看，实体部门存款余额同比增速高于前值。

表 3：货币供给同比

	2022/10	2022/11	2022/12	2023/01	2023/02
M0 同比	14.3%	14.1%	15.3%	7.9%	10.6%
实体部门存款余额同比	12.5%	12.7%	12.1%	12.8%	13.9%
非银金融机构存款余额同比	6.0%	8.9%	8.3%	13.2%	5.1%
M2 同比	11.8%	12.4%	11.8%	12.6%	12.9%

资料来源：Wind，华金证券研究所

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\\_53103](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53103)

