

## 强信贷后关注宽松预期

——2月金融数据点评 20230311

报告日期： 2023-03-11

首席分析师： 颜子琦

执业证书号： S0010522030002

电话： 13127532070

邮箱： yanzq@hazq.com

研究助理： 杨佩霖

执业证书号： S0010122040030

电话： 17861391391

邮箱： yangpl@hazq.com

### 主要观点：

● 2月社融新增 31,600 亿元，人民币贷款新增 18,100 亿元

2月社融新增 3.16 万亿元，市场预期为 2.08 万亿元，同比多增 1.94 万亿元；

2月人民币贷款新增 1.81 万亿元，同比多增 5800 亿元。

社融与信贷方面，2月社融与信贷延续1月的高增趋势，一方面，1月信贷开门红投放虽然超预期，但市场关注点在于其是否可持续、上年信贷储备的增量贡献有多大，1月社融对于债市的影响偏中性；但2月实体融资需求的内生性修复逻辑再次验证，社融与信贷的总需求修复斜率明显抬升。另一方面虽然四季度货币政策执行报告再次提出“增强信贷总量的稳定性和持续性”，但从数据来看，信贷处于高位平滑轨道，预计3月社融信贷数据或仍维持较高增长。

企业债券方面，融资已边际回暖，环比多增 2158 亿元，同比基本持平。根据测算，2月末银行理财破净率为 7.75%，较1月下降 5.99%，理财赎回对企业债融资的影响较有限。

政府债券方面，提前批额度下发后的 2 至 3 个月往往为地方债的发行高峰，2023 年新增专项债 2.19 万亿元，新增一般债 0.43 万亿元，较上年提前批分别增长 32%和 50%，预计 3 月政府债券融资继续维持高位。

居民端，消费复苏的确定性进一步增强，2月新增 1218 亿元，较上年同期提升多增 4129 亿元，一二月份的数据合并剔除春节扰动因素来看，今年居民短期贷款较去年亦多增 3464 亿元。居民中长期贷款与地产需求端相挂钩，2月居民中长贷款新增 863 亿元，同比增加 1322 亿元，地产需求端仍处于平稳回复期

企业端来看，短期贷款当月新增 5785 亿元，同比多增 1674 亿元，中长期贷款当月新增 1.11 万亿元，同比多增 6048 亿元。企业融资需求中长期贷款增速较好，节后开工企业资金需求旺盛。

● 债市策略：强信贷后关注宽松预期

2月社融与信贷数据总量与结构均呈现明显改善迹象。一方面，虽然货币政策执行报告提出“增强信贷总量的稳定性和持续性”，但现阶段来看银行信贷处于高位平滑，实体经济内生性融资需求修复斜率提升，信贷与社融可能进入趋势性回升轨道；但另一方面，结合一二月数据来看，银行开门红的背后仍存一些问题，一是大行低信贷定价挤压中小银行投放空间，银行息差收窄压力提升，二是前期政策性工具的配套融资集中落地也贡献了社融增量，三是信贷投放的区域性特征较显著，仍反映部分地区融资需求修复力度不足。

资金面再度收紧，债市对货币宽松预期升温。2月以来短端资金利率偏紧，资产端来看，大行信贷投放挤占融出资金额，DR007围绕政策利率波动，负债端来看，银行资产端的信贷投放需要负债支持，银行揽储压力加大，同业存单融资规模环比回升，资金面与理财配置需求或受影响。3月以来资金成本虽有所回落，但考虑到后续地方债发行规模提升、3月信贷数据或仍较强、大行融出资金规模有限等因素，资金利率或仍偏紧，债市对于货币宽松预期升温。

2月社融与信贷虽然仍存政策主导性强、区域结构分化、信贷投放集中头部银行等因素，但总量和结构改善明显，债市再次引发对经济修复斜率的探讨——通胀数据、信贷数据、草根调研反映出的复苏趋势并不完全一致，基本面对债市的冲击尚未到达高峰。在信贷数据连续两个月超预期，叠加3月上旬信贷草根调研依然强势的背景下，市场应该更加关注信贷对银行间流动性的影响。考虑到地方债发行逐步放量、信用债到期续接高峰将至，市场对降准等货币宽松政策的预期博弈将更加激烈。

综上所述，我们认为当前各方面因素仍然难以推动10y国债突破2.9附近区间，后市关注基本面改善和资金面宽松的变化。

#### ● 风险提示

疫情存在不确定性。

## 正文目录

1	不宜低估经济修复的潜在韧性.....	5
1.1	2月社融新增31,600亿元,人民币贷款新增1.81万亿元.....	5
1.2	债市策略:强信贷后关注宽松预期.....	8
2	风险提示:.....	9

## 图表目录

图表 1 社会融资规模当月新增 (单位: 亿元) .....	5
图表 2 人民币贷款当月新增 (单位: 亿元) .....	5
图表 3 企业债券当月融资 (单位: 亿元) .....	6
图表 4 政府债券当月融资 (单位: 亿元) .....	6
图表 5 表外三项当月融资 (单位: 亿元) .....	6
图表 6 未贴现银行承兑汇票当月融资 (单位: 亿元) .....	7
图表 7 票据融资当月值 (单位: 亿元) .....	7
图表 8 新增居民短期贷款 (单位: 亿元) .....	7
图表 9 居民中长期贷款当月新增 (单位: 亿元) .....	8
图表 10 企业短期贷款当月新增 (单位: 亿元) .....	8
图表 11 企业中长期贷款当月新增 (单位: 亿元) .....	8

# 1 不宜低估经济修复的潜在韧性

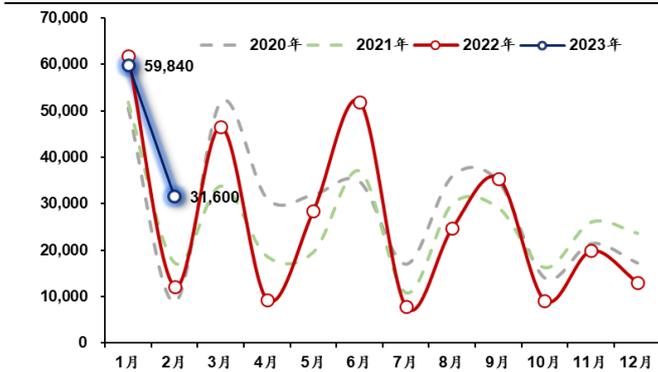
事件：2月社融新增31,600亿元，M2-社融同比倒挂3.0%。

## 1.1 2月社融新增31,600亿元，人民币贷款新增1.81万亿元

2月社融新增3.16万亿元，市场预期为2.08万亿元，同比多增1.94万亿元；2月人民币贷款新增1.81万亿元，同比多增5800亿元。

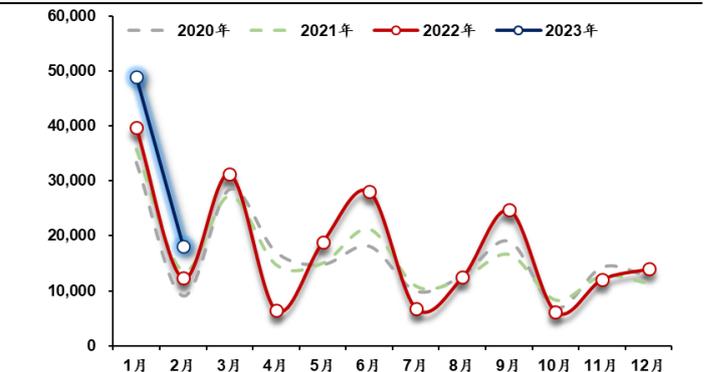
2月社融与信贷延续1月的高增趋势，一方面，1月信贷开门红投放虽然超预期，但债市早有预期，且市场关注点在于其是否可持续、对公贷款需求是否得到实际修复、上年信贷储备对1月社融增量贡献有多大，1月社融对于债市的影响偏中性；但结合2月社融信贷数据来看，实体融资需求的内生性修复逻辑再次验证，社融与信贷的总需求修复斜率抬升。另一方面虽然四季度货币政策执行报告再次提出“增强信贷总量的稳定性和持续性”，平滑银行的投放节奏成为一个重要主题，但从数据来看，信贷处于高位平滑轨道，从银行项目储备与信贷投放节奏来看，预计3月社融信贷数据或仍维持较高增长，但需关注信贷投放的结构型问题以及银行息差下行压力。

图表1 社会融资规模当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表2 人民币贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

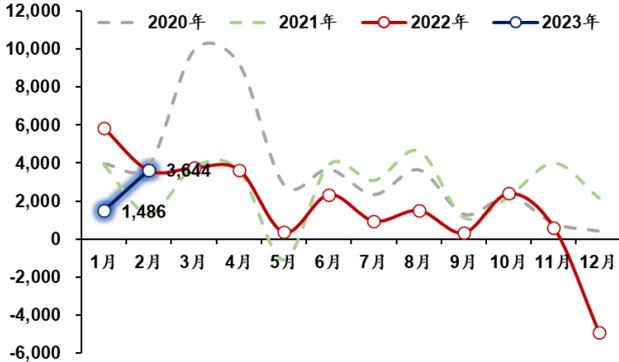
2月企业债券融资3644亿元，同比多增34亿元，环比多增2158亿元；政府债券当月融资8138亿元，同比多增5416亿元，环比多增3998亿元。

企业债券受去年11月以来的理财赎回潮影响较大，新发债券规模下滑导致企业债净融资规模缩减，部分主体以银行贷款替换企业债券融资渠道，但从2月数据来看，企业债融资已边际回暖，环比多增2158亿元，同比基本持平。根据我们测算的理财数据来看，2月末来看银行理财破净率为7.75%，较1月下降5.99%，新发理财1999只，环比多发39只，后续理财赎回对企业债融资的影响较有限。

政府债券方面，2月净融资8138亿元，同比多增5416亿元，环比多增3998亿元。拆分来看，国债净融资1358亿元，地方政府债5250亿元，一般来看，提前批额度下发后的2至3个月往往为地方债的发行高峰，根据统计结果，2023年新增专项债2.19万

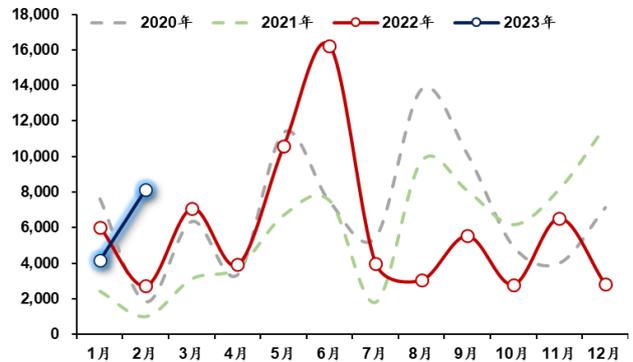
亿元，新增一般债 0.43 万亿元，较上年提前批分别增长 32%和 50%，预计 3 月政府债券融资继续维持高位。

图表 3 企业债券当月融资（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

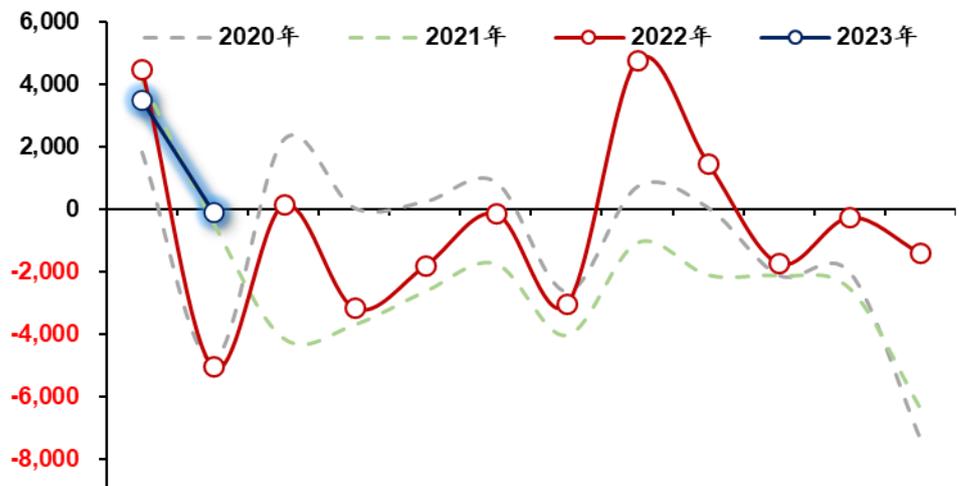
图表 4 政府债券当月融资（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2月，表外三项新增-81 亿元，同比多增 4971 亿元，环比少增 3566 亿元。拆解来看，委托贷款当月新增-77 亿元，同比少增 3 亿元，环比少增 661 亿元，信托贷款当月新增 66 亿元，同比多增 817 亿元，环比多增 128 亿元，未贴现银行承兑汇票当月新增-70 亿元，同比多增 4158 亿元，环比少增 3033 亿元。

图表 5 表外三项当月融资（单位：亿元）



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\\_53104](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53104)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn