

2023年03月10日

社融火热双轮驱动，基建投资高增可期

事件点评

——2月金融数据点评

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.cn

021-20377099

投资要点

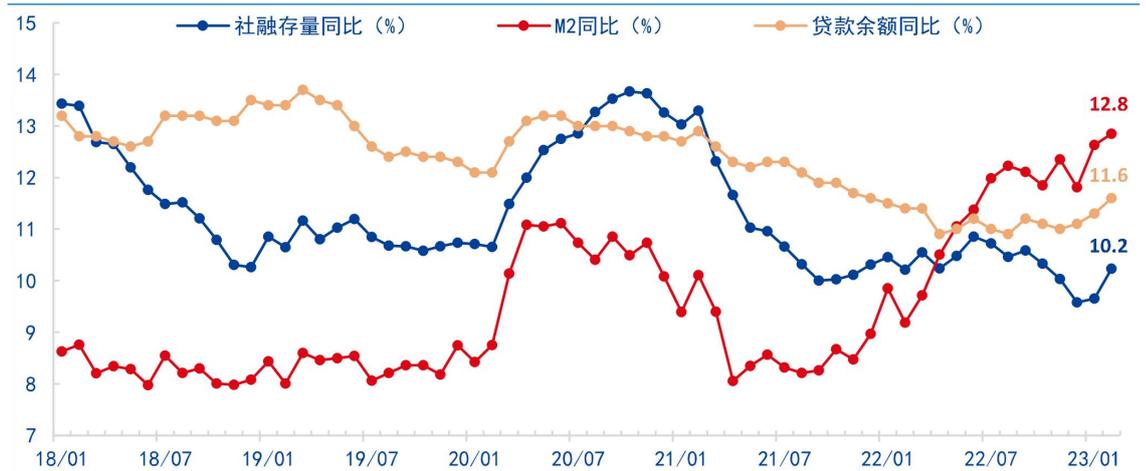
- ◆ **信贷再超预期，企业中长贷一骑绝尘，居民购房意愿不必高估。**2月新增信贷1.81万亿，同比多增达5800亿，强于市场预期，并呈两大特征：一、企业中长贷一骑绝尘，在1月已经创出3.5万亿纪录的基础上，2月再度高增1.11万亿，同比多增超5000亿，进一步强化了去年以来企业中长贷一枝独秀的格局；二、居民中长贷仍处于一年半低位水平，当月新增仅863亿，1-2月合计仅新增约3100亿，剔除春节提前影响两个月同比仍少增近3900亿，这一数据与年初以来一线城市二手房交易市场热度改善的结构性表现有所偏差，显示全国范围内新房为主的房地产新增需求情况仍在磨底，现阶段不建议高估全年地产供需的反弹力度。在这样的地产需求趋势下，企业中长贷的高增更大概率流向基建投资领域。
- ◆ **社融超预期，并出现新变化：政府和企业债券融资同步大幅高增，进一步佐证了基建投资稳增长重要性的提升。**2月社融新增3.16万亿，同比多增高达1.94万亿，即使剔除春节提前效应前两个月也罕见地多增高达1.75万亿，较信贷更强的社融表现源于政府、企业债券融资扭转了此前数个月的表现平平，而转为同步高增，2月两项新增分别达到8138亿、3644亿，政府债券单月、1-2月合计同比分别多增5416亿和3530亿，年初提前下达专项债额度力度较大已经开始体现；企业债券新增也达到3664亿，扭转了此前8个月的同比明显少增趋势，基本与去年同期持平。考虑到企业债券融资中较大比例具有城投性质，政府债券和企业债券融资的同步高增，侧面验证了保持火热的企业中长贷或更多流向基建投资领域而非地产开发。
- ◆ **贷款创造存款，M2增速再创新高，“超额储蓄”仍稳定高增，消费需求内生性反弹不宜期待过高。**2月M2同比再度上行0.3个百分点至12.9%，连续第二个月刷新阶段性新高，贷款创造存款、居民消费意愿改善缓慢两大主要原因仍在延续。从存款结构来看，2月居民、企业存款同比分别多增达1.08万亿、1.15万亿，合计多增规模再超当月贷款多增额，非银金融机构存款同比少增达1.9万亿，显示市场波动令资金进入股市意愿再度转为谨慎。去年年初以来，居民户已经多存了近10万亿的存款，我们再度强调我们首先提出的观点：居民存款主要是和股票、理财等表外金融产品之间的相互替代，消费意愿不佳是存款多增的原因，并没有“超额储蓄”自发转化为消费需求反弹的内生逻辑，居民消费最终仍将由就业和收入预期、房地产周期两大中长期逻辑所驱动。
- ◆ **社融火热双轮驱动，基建投资高增可期。有效投资带动就业机会的增加，或构成中低收入群体收入增长的主线政策路径。**我们倾向于上修全年基建投资增速预测至8.0%左右，结构上以先进制造业促进型的新能源等新型基建更受银行欢迎，城建、交通等传统微利领域的基建投资则更加依赖专项债转为资本金、以及政策性开发性金融机构的直接支持。年初以来一线城市二手房市场的回暖很大程度上反映出先进制造业集中的区域在疫情缓和之后具备较好的居民收入预期改善的可能性，但从全国范围来看，地产需求的全面改善仍任重道远，从而基建投资稳增长在今年的必要性也不可低估。

延伸到货币政策操作方面，美国经济年内“不着陆”概率提升增强了美联储转向更加强硬政策的底气，人民币汇率遭遇短线压力，上半年实施降准的概率有所下降。但房地产市场供需修复性改善、基建投资稳增长必要性仍然较大的背景下，我国货币政策不具备方向性收紧的基本面基础，上半年MLF、逆回购等基础货币投放需更加积极以呵护实体经济流动性，下半年美联储加息至顶部之后，我国仍有错峰降准100BP的广阔空间，并由此可能带动下半年1Y LPR下调20-30BP、5Y LPR也有望小幅下调，修复商业银行资产负债表的同时期待信用传导效率进一步提升。经济增长结构或与市场年初期待有所不同，由此带来的货币供给结构变化和和市场利率潜移默化的逻辑漂移值得重视。

风险提示：美联储加息速度超预期、稳增长政策力度不及预期。



图 1：社融、M2、贷款余额同比 (%)

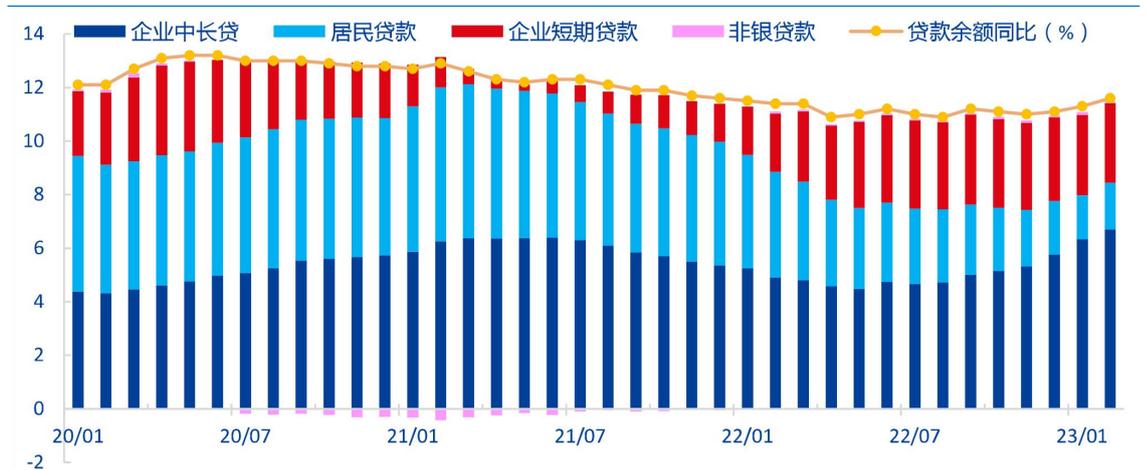


资料来源：Wind，华金证券研究所

一、信贷再超预期，企业中长贷一骑绝尘，居民购房意愿不必高估。

2月新增信贷1.81万亿，同比多增达5800亿，较市场预期更强，并呈现两大特征，其一是企业中长贷一骑绝尘，在1月已经创出3.5万亿纪录的基础上，2月再度高增1.11万亿，同比多增超5000亿，进一步强化了去年以来企业中长贷一枝独秀的格局；其二是居民中长贷仍处于一年半低位水平，当月新增仅863亿，1-2月合计仅新增约3100亿，剔除春节提前影响两个月同比仍少增近3900亿，这一数据与年初以来一线城市二手房交易市场热度改善的结构性表现有所偏差，显示全国范围内新房为主的房地产新增需求情况仍在磨底，现阶段不建议高估全年地产供需的反弹力度。在这样的地产需求趋势下，企业中长贷的高增更大概率流向基建投资领域。

图 2：贷款余额同比及贡献结构 (%)



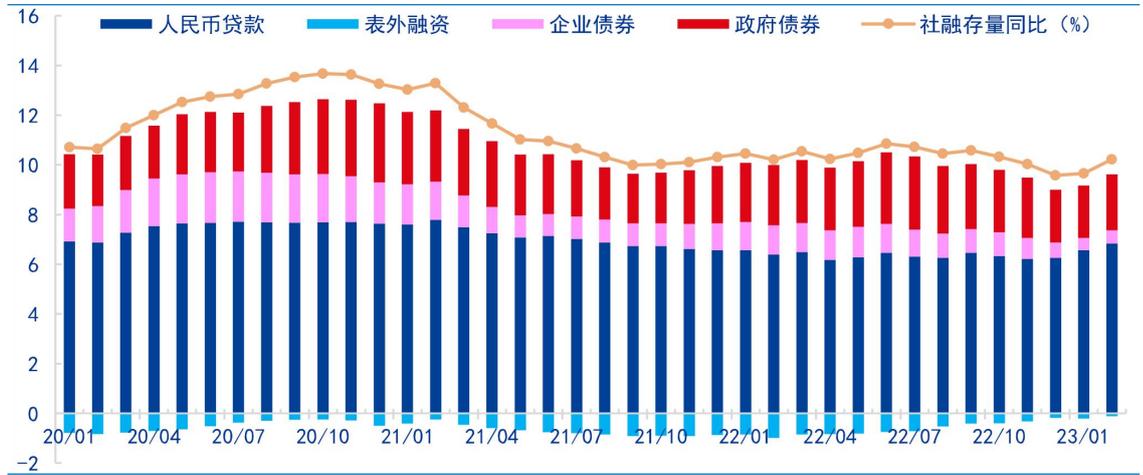
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、社融超预期，并出现新变化：政府和企业债券融资同步大幅高增，进一步佐证了基建投资稳增长重要性的提升。

2月社融新增3.16万亿，同比多增高达1.94万亿，即使剔除春节提前效应前两个月也罕见地多增高达1.75万亿，较信贷更强的社融表现源于政府、企业债券融资扭转了此前数个月的表现平平，而转为同步高增，2月两项新增分别达到8138亿、3644亿，政府债券单月、1-2月合计同比分别多增5416亿和3530亿，年初提前下达专项债额度力度较大已经开始体现；企业债

券新增也达到 3664 亿，扭转了此前 8 个月的同比明显少增趋势，基本与去年同期持平。考虑到企业债券融资中较大比例具有城投性质，政府债券和企业债券融资的同步高增，侧面验证了保持火热的企业中长贷或更多流向基建投资领域而非地产开发。

图 3：社融存量同比及贡献结构（%）

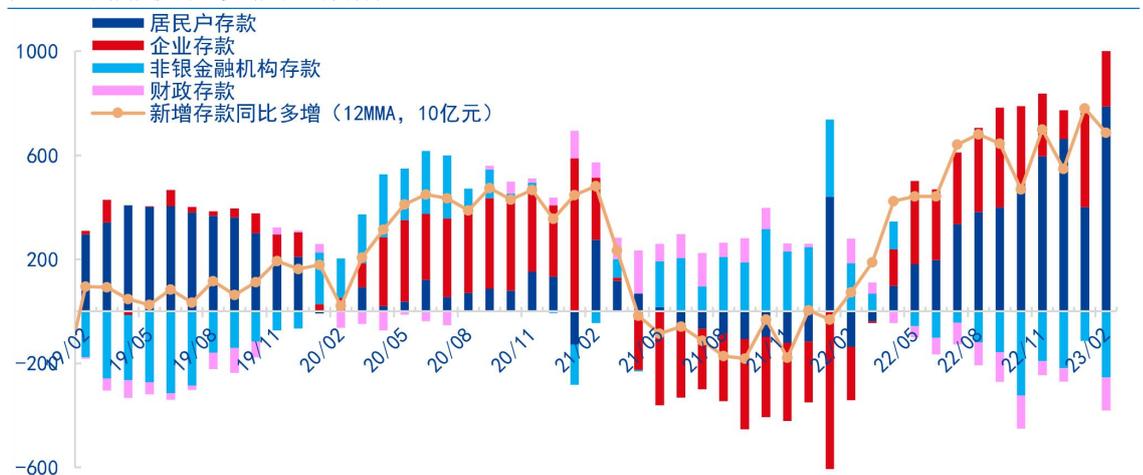


资料来源：Wind，华金证券研究所

三、贷款创造存款，M2 增速再创新高，“超额储蓄”仍稳定高增，消费需求内生性反弹不宜期待过高。

2 月 M2 同比再度上行 0.3 个百分点至 12.9%，连续第二个月刷新阶段性新高，贷款创造存款、居民消费意愿改善缓慢两大主要原因仍在延续。从存款结构来看，2 月居民、企业存款同比分别多增达 1.08 万亿、1.15 万亿，合计多增规模再超当月贷款多增额，非银金融机构存款同比少增达 1.9 万亿，显示市场波动令资金进入股市意愿再度转为谨慎。去年年初以来，居民户已经多存了近 10 万亿的存款，我们再度强调我们首先提出的观点：居民存款主要是和股票、理财等表外金融产品之间的相互替代，消费意愿不佳是存款多增的原因，并没有“超额储蓄”自发转化为消费需求反弹的内生逻辑，居民消费最终仍将由就业和收入预期、房地产周期两大中长期逻辑所驱动。

图 4：新增存款同比多增与结构拆分（%）

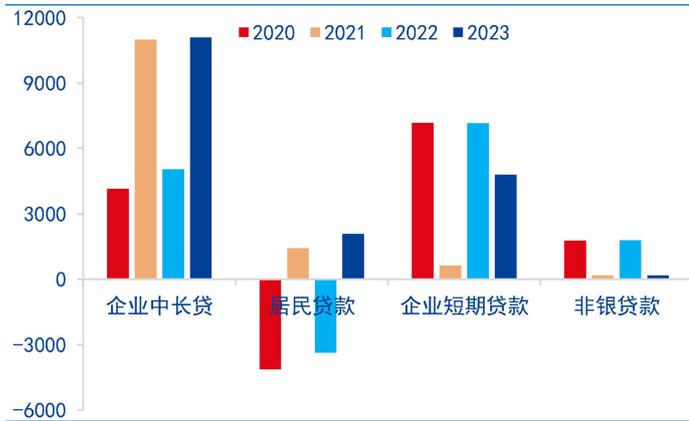


资料来源：Wind，华金证券研究所

四、社融火热双轮驱动，基建投资高增可期。有效投资带动就业机会的增加，或构成中低收入群体收入增长的主线政策路径。

我们倾向于上修全年基建投资增速预测至 8.0% 左右，结构上以先进制造业促进型的新能源等新型基建更受银行欢迎，城建、交通等传统微利领域的基建投资则更加依赖专项债转为资本金、以及政策性开发性金融机构的直接支持。年初以来一线城市二手房市场的回暖很大程度上反映出先进制造业集中的区域在疫情缓和之后具备较好的居民收入预期改善的可能性，但从全国范围来看，地产需求的全面改善仍任重道远，从而基建投资稳增长在今年的必要性也不可低估。

图 5：2 月新增人民币贷款同比多增历年对比（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：M2、M1 同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

延伸到货币政策操作方面，美国经济年内“不着陆”概率提升增强了美联储转向更加强硬政策的底气，人民币汇率遭遇短线压力，上半年实施降准的概率有所下降。但房地产市场供需修复性改善、基建投资稳增长必要性仍然较大的背景下，我国货币政策不具备方向性收紧的基本面基础，上半年 MLF、逆回购等基础货币投放需更加积极以呵护实体经济流动性，下半年美联储加息至顶部之后，我国仍有错峰降准 100BP 的广阔空间，并由此可能带动下半年 1Y LPR 下调 20-30BP、5Y LPR 也有望小幅下调，修复商业银行资产负债表的同时期待信用传导效率进一步提升。经济增长结构或与市场年初期待有所不同，由此带来的货币供给结构变化和市场利率潜移默化的逻辑漂移值得重视。

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_53111



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>