

2月金融数据：预计居民超额储蓄的释放较为缓慢

核心观点

2023年2月，信贷、社融、M2数据再次超预期较强，主要受春节错位去年同期基数较低、宽信用政策延续并着重前置发力、经济形势转暖等因素综合影响；1、2月合计，信贷、社融同样大幅同比多增，明确宽信用基调。同比维度，2月信贷呈现居民强、企业中长期强、票据弱的特征，居民端走强与去年低基数相关，预计也有望在今年多月实现同比改善；企业中长期贷款保持强劲，经济内生动力已在酝酿。M2增速再超预期值得关注，其中，我们继续提示居民储蓄存款的释放或是一个缓慢的过程，这可能使得今年M2回落的进度和速度较此前预期的更慢。核心原因在于，我们认为疫情掩盖了经济结构调整对居民收入预期转弱的影响，即便疫情结束，超额储蓄仍可能继续上升，居民超额储蓄较难大体量转化为消费、购房，资本市场或成为其核心外溢方向，但是否进入股票市场关键看赚钱效应。我们将2023年末的M2预测值从此前的9%上调至10%，但信贷、社融增速的预测值维持不变，分别为10.5%、10.3%。

□ 2月信贷新增1.81万亿元，继续同比多增

2023年2月，人民币贷款新增1.81万亿元（去年同期1.23万亿，同比多增5928亿元），高于我们的预期的1.4万亿和wind一致预期的1.43万亿，数据继续实现同比多增，主要受春节错位去年同期基数较低、宽信用政策延续并着重前置发力、经济形势转暖等因素综合影响。2月信贷增速升0.3个百分点至11.6%。1、2月合计，信贷新增6.71万亿，同比多增约1.5万亿。

同比维度，2月信贷结构呈现出居民强、企业中长期强、票据弱的特征，完全符合我们在3月1日发布报告《2月数据预测：1-2月经济数据有望实现“开门红”》中的预判：“预计结构上，居民端受较低基数影响，或大幅同比改善，但提前还贷现象频现，预计将呈现中长期弱、短期强的特点；企业端，预计中长期贷款保持强劲，基建、制造业、绿色、小微、地产等领域是主要投向，而与去年2月冲票据形成鲜明对比，今年票据融资将大幅同比少增”。

2月居民贷款增加2081亿元，虽体量不大，但去年基数较低，因此数据大幅同比多增5450亿元，这也是2021年10月以来居民贷款首次重回同比多增。其中，居民短期、中长期贷款分别增加1218和863亿元，同比多增4129和1322亿元，2月以来地产销售高频环比改善，但居民提前还贷量增多对冲了居民中长期贷款的回升幅度，在此过程中，市场也出现了用低成本经营贷置换房贷的情况，叠加消费活动转暖，导致居民短贷大幅同比多增。展望未来，我们预计地产销售和消费的修复是渐进的，较难大规模放量，但去年的较低基数或使得今年多月的居民贷款同比较强。

2月企业贷款增加1.61万亿，同比多增3700亿元，其中，企业中长期和短期贷款分别增加1.11万亿和5785亿元，同比多增6048和1674亿元，企业中长期贷款保持强劲，我们认为主要投向为基建、制造业、地产等相关领域。对于基建，根据央行公众号文章2023年1月5日披露，相关银行为政策性开发性金融工具支持的项目累计授信额度已超过4.3万亿元，我们认为基建领域由于信贷供、需均较为旺盛，实现了供需匹配、持续放量，是核心信用载体；对于制造业，政策持续鼓励银行加大制造业中长期贷款投放，其中，高技术制造业、新能源是侧重点，实体也有较强的信贷需求，银行项目储备较为充足；对于房地产，2022年末地产金融政策转向，“要求落实落细金融支持房地产市场一揽子政策措施”的基调下，地产开发贷、保交楼贷款也为企业中长期贷款贡献增量。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《2月通胀解读：春节错位，CPI大幅低于预期》 2023.03.09
- 2 《出口：结构重于趋势——2023年1-2月进出口数据的背后》 2023.03.07
- 3 《2月外储：预计人民币汇率短期有望趋稳》 2023.03.07

2月票据融资减少989亿元，同比大幅少增4041亿元，主要受一般贷款的挤出、银行表内信贷结构调整的影响，且去年2月实体信贷需求不足、银行大幅冲票据，使得基数较高，进而今年同比承压。

2月非银贷款增加173亿元，同比大幅少增1617亿元，主因今年2月为节后信贷大月，叠加2月起央行短端流动性调控转向中性，共同拖累非银贷款。

□ 2月社融新增3.16万亿，大幅同比多增

2月社会融资规模增量为3.16万亿（去年同期1.22万亿，同比大幅多增1.95万亿元），wind一致预期为2.08万亿，数据与我们的预测值2.64万亿更为相近。2月社融增速升0.5个百分点至9.9%，自1月底底部开启上行，符合我们预期。1、2月合计，社融增加9.14万亿，同比多增1.75万亿。

结构上，同比多增主要来自人民币贷款、政府债券、未贴现银行承兑汇票及信托贷款。2月社融口径人民币贷款增加1.82万亿，同比多增9241亿元，与人民币贷款口径贷款的偏差不大，主因非银贷款规模较小；2月政府债券增加8138亿元，同比多增5416亿元，与今年专项债提前下达及发行相关，体现财政积极前置发力，进而支撑基建投资，预计今年专项债总额度3.8万亿也将总体前置发行。2月末贴现银行承兑汇票减少70亿元，同比少减4158亿元，主要受春节错位及去年同期银行冲表内票据导致的表外数据较低基数影响，预计随着经济逐步回暖、银行“冲票据”必要性回落，该数据较去年总体明显改善。2月信托贷款增加66亿元，同比多增817亿元，主要受地产金融政策影响，“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，近期金融机构积极落实，预计将支撑信托贷款数据，且融资类信托若依据存量比例压降，则每年压降规模也是同比减少的。

此外，2月企业债券融资增加3644亿元，环比大幅改善，同比微增34亿元，主要受信用债收益率大幅回落、企业债务融资需求回暖的影响，预计该项目后续也将保持稳健修复。2月委托贷款减少77亿元，同比多减3亿元，委托贷款走势稳健，去年基础设施基金投放完毕后，四季度该数据增量自然回落，公积金贷款计入委托贷款，预计后续数据表现继续趋稳。2月股票融资增加571亿元，同比少增14亿元，走势相对平稳。

我们预计1月社融9.4%的增速水平即为全年低点，年内后续有望震荡上行。实际上，我们测算的有效社融增速（中长期贷款+非标项目+直接融资）去年9月已止降企稳，对实体经济形成正面引领。

□ M2增速再次大幅上涨

2月末，M2增速继续上行0.3个百分点至12.9%，再超市场预期，信贷强劲及财政支出或前置发力是主要的原因。

对于存款数据，2月人民币存款增加2.81万亿，同比多增2705亿元。其中，住户存款增加7926亿元，同比多增1.08万亿，非金融企业存款增加1.29万亿，同比多增1.15万亿，财政性存款增加4558亿元，同比少增1444亿元，非银行业金融机构存款减少5163亿元，同比多减1.9万亿。**同比维度，住户和企业存款贡献最大，企业存款大增与经济回暖、企业贷款稳健及去年低基数相关。**

1、2月合计，人民币存款增加9.68万亿，同比多增3.31万亿，其中，居民、企业分别增加6.99万亿和5745亿元，分别同比多增1.87和1.84万亿，我们发现企业存款多增受低基数影响较大，而居民存款在去年积累超额储蓄的基础上继续攀升，这充分验证了我们持续提示的观点，即居民储蓄存款的释放或是一个较为缓慢的过程，而这可能使得今年M2回落的进度和速度较此前预期的更慢。

我们在今年1月9日发布的深度报告《当信息杠杆遭遇居民存款搬家——夺回失去的牛市系列八》中估算，2020-2022年的居民超额储蓄体量预计共计3.98万亿，且创新性提出，**疫情掩盖了经济结构调整对居民收入预期转弱的影响，即便疫情结束，超额储蓄仍可能继续上升**，经济结构调整过程中，制造业比重提高，但其工资收入总体比服务业低约20%，且过去吸纳就业人员较多的房地产、互联网、金融等行业扩张受限，而新能源、半导体、人工智能等高端制造业行业存在就业缺口，就业市场结构错配，青年失业率走高，以上因素是我国居民超额储蓄积累的根本性原因。

此外，我们认为本轮居民超额储蓄或较难大规模形成消费或进入地产，1) 与1998年储蓄释放逻辑不同，当前恰逢我国推进共同富裕，如果不能像上一轮通过市场化改革增加居民的刚性消费支出，超额储蓄或较难大体量向消费转换。2) 地产新发展模式下，不论是中长期还是短期看，均较难支撑居民资金大量进入楼市。

基于上述分析，我们将2023年末的M2预测值从此前的9%上调至10%，但信贷、社融增速的预测值维持不变，分别为10.5%、10.3%。

2月末M1增速较前值下行0.9个百分点至5.8%，综合受经济活力修复、春节因素回归中性、基数回升及地产销售边际改善的影响，我们预计全年M1增速有望震荡走升。2月末M0同比增速10.6%，前值7.9%，2月当月净回笼现金6999亿元，延续节后的现金回笼，增速较前值回升主要受去年2月较低基数影响（去年1、2月增速分别为18.5%和5.8%），我们预计全年M0增速中枢或较去年有所回落，也侧面呈现出经济逐步修复对就业尤其是农民工群体就业的带动。

□ 我们判断货币政策基调转为稳健灵活适度

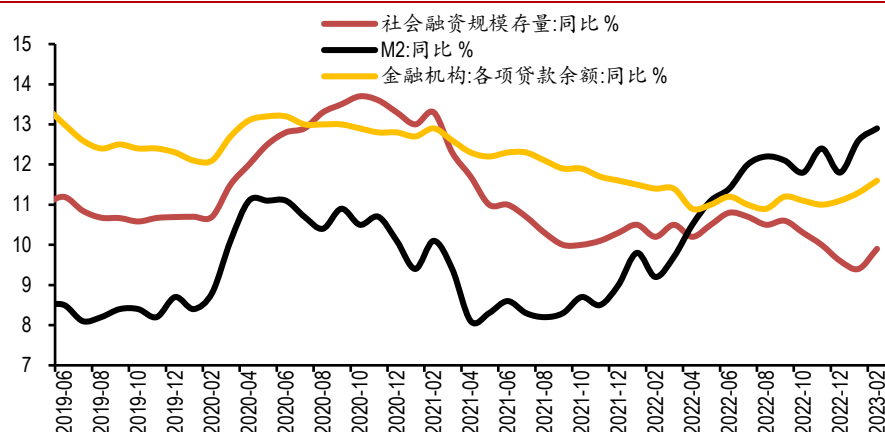
金融数据强劲、叠加我国经济基本面弱修复趋势较为清晰，我们坚持认为央行短期降准、降息的概率均已不高。预计当前宽信用政策基调延续，但货币政策各项最终目标压力均相对可控，首要目标缺失，政策基调转为稳健灵活适度，货币端流动性调控有所收敛，2月以来，DR007在7天逆回购利率（2%）附近波动，多日收于2%上方，节后资金面紧平衡。2023年全年看，根据中央经济工作会议及政府工作报告“精准有力”的部署，预计2023年货币政策工具将是以结构性调控为主，侧重定向引导、精准滴灌，总体宽松幅度或较2022年边际收敛，信贷增速保持稳健，M2增速有所回落，社融增速在基数影响下震荡上行。

当前央行以季度频率更新结构性货币政策工具数据，截至去年末，结构性货币政策工具余额约6.45万亿元，2023年1月，央行将碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款及交通物流专项再贷款三项结构性货币政策工具的实施时间分别延长到2024年末、2023年末和2023年6月末，较此前分别延长了2年、1年和半年。在1月中旬的金融数据答记者问中，央行明确表示将设立全国性资产管理公司专项再贷款、设立住房租赁贷款支持计划等新的结构性货币政策工具，我们认为后续逐步丰富的结构性货币政策体系将发挥更大的作用。

□ 风险提示

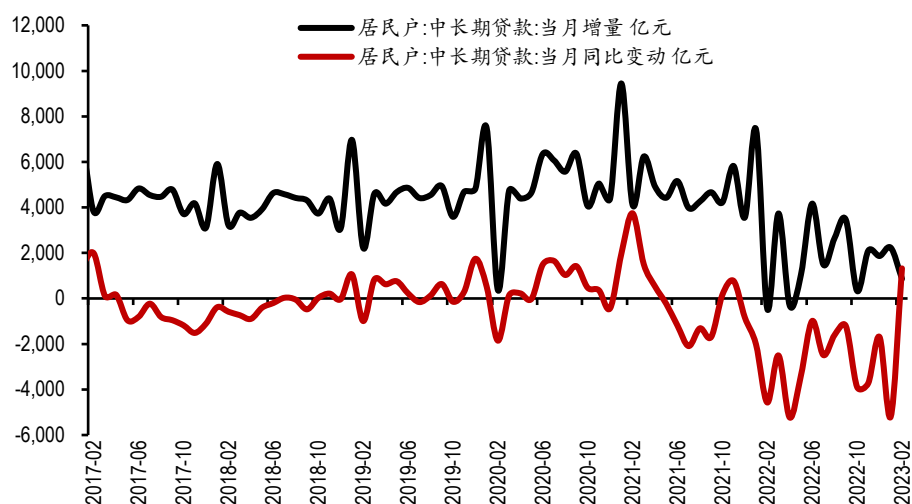
疫情形势及地产领域风险加剧，居民消费及购房情绪进一步恶化，后续宽信用持续不及预期。

图1: M2、信贷、社融增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 居民中长期贷款及同比多增幅度



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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_53131

