

货币政策与流动性观察

金融数据量质齐升

核心观点

金融数据量质齐升

2月新增社融3.16万亿(预期2.08万亿),新增人民币贷款1.81万亿(预期1.43万亿)。尽管由于季节性环比有所回落,但社融和信贷表现均超预期,并创下历史同期新高。M2同比增长12.9%,同样显著高于预期(12.3%)。

2月社融增速反弹0.5pct至9.9%,结束了连续4个月的下滑。政府债券、非标和企业直融同比增速转正,四大项均对社融构成正贡献:信贷(贡献46.1%)、政府债券融资(27.9%)、非标(25.6%)和企业直融(0.1%)。

2月信贷总量结构均出现改善。以信贷(非社融)口径计,新增人民币贷款同比多增5800亿。居民部门贷款显著修复,结束了持续15个月的同比负增,与企业部门共同支撑了信贷的同比增长。一方面,政策助力下,企业信贷增长保持强劲。另一方面,居民贷款显著改善。2月新增居民贷款2081亿,同比大幅多增5450亿。居民短贷占比上升,消费成为贷款增长的重要驱动。

财政前置使政府债券融资在高基数下实现同比多增。今年财政进一步前置发力,各地提前批专项债共计2.19万亿元,较去年增加约50%,推动政府债券融资在去年的高基数下仍同比多增5416亿元。

新增非标融资小幅转负,但同比大幅少减。非标当月融资减少81亿,但同比大幅少减4972亿。

企业直融较前月有所修复,同比微幅增长。企业债券增加3644亿,同比增幅转正(多增34亿),贡献了直融同比变动的170%。这指向理财赎回潮告一段落后,信用债需求显著修复,发行难度下降。但需要提示低利率信贷仍部分挤出了债券融资。

2月M2同比增速较上月继续上升0.3pct至12.9%。从结构看,居民和企业存款同比增加,非银和财政存款同比下降。M1同比增速下降0.9pct至5.8%,但考虑到今年和去年春节取现高峰的错位,并未指向居民购房和企业投资意愿减弱。M2-M1增速剪刀差相应上升1.2pct至7.1%,社融-M2增速负剪刀差收窄0.2pct至-3.0%。

总体看,2月金融数据呈现量质齐升的特征,指向经济内生动能持续向好。前瞻地看,我们对于今年一季度宽信用较为乐观,社融-M2负剪刀差将逐渐企稳回升。一方面,未来信贷的聚焦点将逐渐从“量”向“质”转换,银行将适度调整信贷投放节奏,逐渐聚焦投放质量,远超预期和季节性的信贷增长将有所放缓。另一方面,随着理财赎回潮告一段落,信用债发行将稳步修复,规模显著提升的提前批专项债也将对政府融资提供支撑。

风险提示: 疫情出现反复,中国出现疫后通胀,经济复苏不及预期。

经济研究·宏观周报

证券分析师:董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-9.90
M2	12.90

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-随着需求持续回暖,国内生产资料价格止跌回升》——2023-03-07
- 《货币政策与流动性观察-本周央行逆回购将到期超1万亿》——2023-03-06
- 《货币政策与流动性观察-总量政策向“正常化”回归》——2023-02-28
- 《宏观经济宏观周报-国内经济复苏强劲,国信宏观扩散指数突破历史范围上边界》——2023-02-27
- 《货币政策与流动性观察-流动性边际趋稳》——2023-02-21

内容目录

周观点：金融数据量质齐升	5
社融：政府及企业债券融资回升	5
货币：社融-M2 负剪刀差边际收敛	8
小结：总量结构双改善	8
一周回顾：上周央行逆回购缩量续作	9
流动性观察	11
外部环境：日央行维持政策利率不变	11
国内利率：短端利率全面上行	12
国内流动性：央行逆回购缩量续作	14
债券融资：政府债券融资增加	16
汇率：人民币美元走势分化	17

图表目录

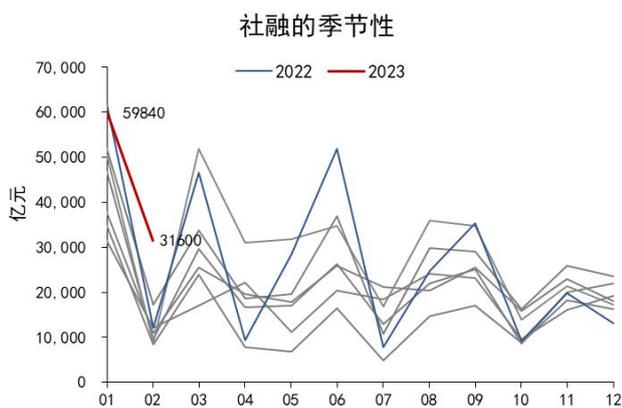
图 1: 2 月新增社融位于历史同期最高值	5
图 2: 2 月新增信贷位于历史同期最高值	5
图 3: 2 月社融所有主要分项同比均正增长	5
图 4: 2 月居民信贷显著修复	6
图 5: 2 月新增贷款主要投向企业部门	6
图 6: 2 月企业贷款结构维持稳定	6
图 7: 2 月新增居民中长贷占比持续下降	7
图 8: 2 月楼市销售面积明显反弹	7
图 9: 我国实体经济仍以间接融资为主	7
图 10: 2023 年以来水泥发运率走势强于季节性	7
图 11: M2-M1 剪刀差边际扩张	8
图 12: 社融-M2 剪刀差有所修复	8
图 13: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）	9
图 14: 价格指数	9
图 15: 数量指数	9
图 16: 美联储关键短端利率	11
图 17: 欧央行关键短端利率	11
图 18: 日央行关键短端利率	11
图 19: 主要央行资产负债表相对变化	11
图 20: 央行关键利率	12
图 21: LPR 利率	12
图 22: 短端市场利率与政策锚	13
图 23: 中期利率与政策锚	13
图 24: 短端流动性分层观察	13
图 25: 中长端流动性分层观察	13
图 26: 货币市场加权利率	13
图 27: SHIBOR 报价利率	13
图 28: “三档两优”准备金体系	14
图 29: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	14
图 30: 7 天逆回购到期与投放	14
图 31: 14 天逆回购到期与投放	14
图 32: MLF 投放跟踪	15
图 33: MLF 投放季节性	15
图 34: 银行间回购成交量	15
图 35: 上交所回购成交量	15
图 36: 银行间回购余额	15
图 37: 交易所回购余额	15

图 38: 债券发行统计 (本周统计仅含计划发行及到期)	16
图 39: 政府债券与同业存单净融资	16
图 40: 企业债券净融资与结构	16
图 41: 主要货币指数走势	17
图 42: 人民币汇率	17

周观点：金融数据量质齐升

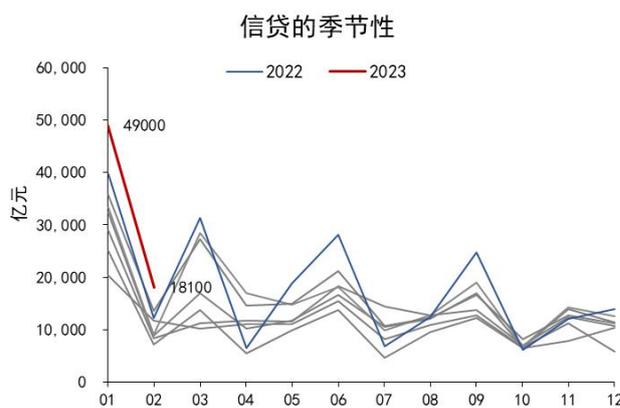
2月我国新增社融3.16万亿（预期2.08万亿），新增人民币贷款1.81万亿（预期1.43万亿）。尽管由于季节性环比有所回落，但社融和信贷表现均超预期，并创下历史同期新高。M2同比增长12.9%，同样显著高于预期（12.3%）。

图1：2月新增社融位于历史同期最高值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2月新增信贷位于历史同期最高值

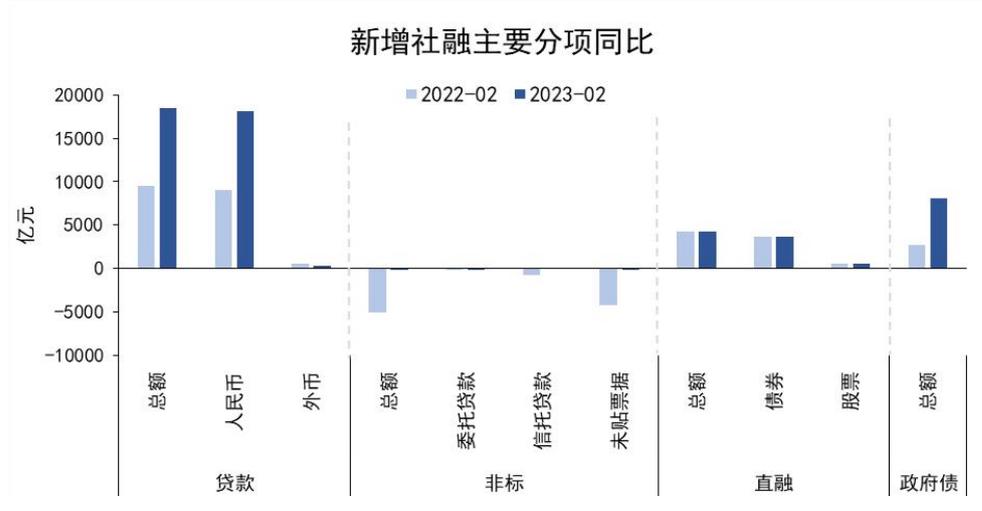


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

社融：政府及企业债券融资回升

2月社融增速反弹0.5pct至9.9%，结束了连续4个月的下滑。新增社融同比多增1.94万亿，环比少增2.82万亿。政府债券、非标和企业直融同比增速转正，四大项均对社融构成正贡献：信贷（贡献46.1%）、政府债券融资（贡献27.9%）、非标（贡献25.6%）和企业直融（贡献0.1%）¹。

图3：2月社融所有主要分项同比均正增长



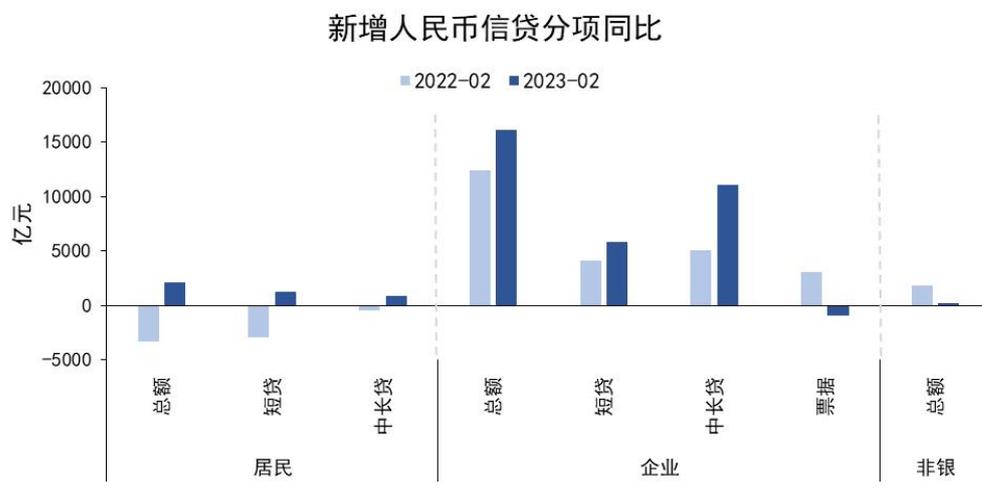
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人民币贷款

¹ ABS和贷款核销两项尚未公布，预计合计贡献0.4%。

2月信贷总量结构均出现改善。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款同比多增5800亿。居民部门贷款显著修复，结束了持续15个月的同比负增，与企业部门共同支撑了信贷的同比增长。

图4：2月居民信贷显著修复



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

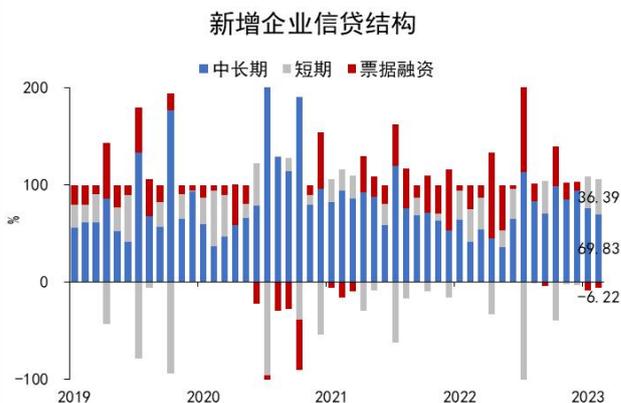
一方面，政策助力下，企业信贷增长保持强劲。2月非金融企业贷款新增1.61万亿，同比多增3700亿。其中中长贷新增1.11万亿，占69.8%；同比多增6048亿，在政策支持下已实现连续7个月正增长。短期信用方面，企业短贷增加5785亿，同比多增1674亿；票据融资减少989亿，同比多减4041亿。

图5：2月新增贷款主要投向企业部门



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2月企业贷款结构维持稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

另一方面，居民贷款显著改善。2月新增居民贷款2081亿，同比大幅多增5450亿，结束了连续15个月的同比负增。结构上，新增贷款中居民短贷占比上升，指向消费成为贷款增长的主要驱动。居民短贷增加1218亿，同比大幅多增4129亿，指向居民消费意愿、能力和场景修复推动消费贷款改善。中长贷增加863亿，同比增加1322亿，主要受2月地产销售回暖支撑。

图7：2月新增居民中长贷占比持续下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：2月楼市销售面积明显反弹



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

非标、直接融资与政府债券

财政前置使政府债券融资在高基数下实现同比多增。2月新增政府债环比增加约4000亿至8138亿元。今年财政进一步前置发力，各地提前批专项债共计2.19万亿元，较去年增加约50%，推动政府债券融资在去年的高基数下仍同比多增5416亿元。

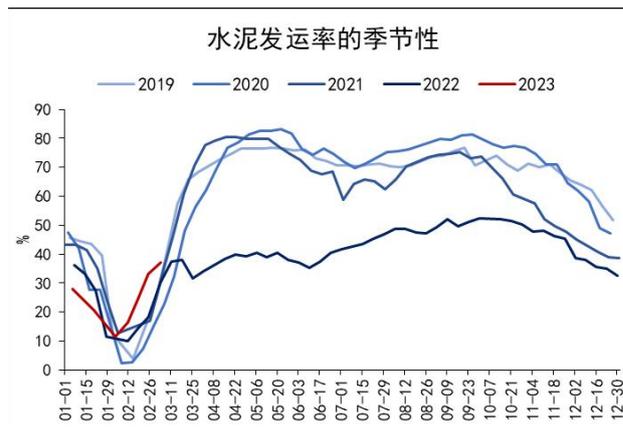
新增非标融资小幅转负，但同比大幅少减。非标当月融资减少81亿，但同比大幅少减4972亿。其中，未贴现银行承兑汇票减少70亿，同比少减4158亿，对应票据融资的下降；信托贷款增加66亿，同比多增817亿；委托贷款减少77亿，同比基本不变。信托+委托贷款同比少减814亿，表明非标压降力度持续缓和，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

图9：我国实体经济仍以间接融资为主



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：2023年以来水泥发运率走势强于季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

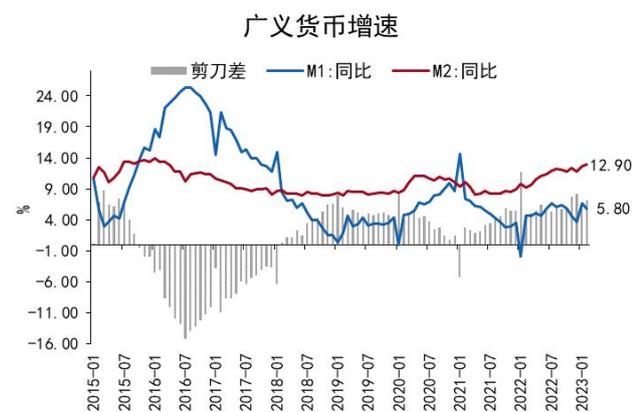
企业直融较前月有所修复，同比微幅增长。当月企业直接融资增加4215亿，同比多增20亿。其中企业债券增加3644亿，同比增幅转正（多增34亿），贡献了直融同比变动的170%。这指向理财赎回潮告一段落后，信用债需求显著修复，发行难度下降。但需要提示低利率信贷仍部分挤出了债券融资。企业股权融资新增571亿，同比少增14亿。

货币：社融-M2 负剪刀差边际收敛

2月M2同比增速较上月继续上升0.3pct至12.9%。从结构看，居民和企业存款同比增加，非银和财政存款同比下降。2月居民存款增加7926亿，同比多增10849亿，即使考虑去年春节的低基数，也一定程度反映居民消费意愿仍有修复空间；企业存款增加12900亿，同比仍多增11511亿。当月财政存款增加4558亿，同比少增1444亿。

M1同比增速下降0.9pct至5.8%，但考虑到今年和去年春节取现高峰的错位，并未指向居民购房和企业投资意愿减弱。M2-M1增速剪刀差相应上升1.2pct至7.1%，社融-M2增速负剪刀差收窄0.2pct至-3.0%。

图11：M2-M1 剪刀差边际扩张



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：社融-M2 剪刀差有所修复



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

小结：总量结构双改善

总体看，2月金融数据呈现量质齐升的特征，指向经济内生动能持续向好。社融的四大项均实现同比正增长，特别是政府债券和企业债券发行明显回升。信贷方面，持续疲弱的居民贷款出现回暖，短贷表现强于中长贷。

前瞻地看，我们对于今年一季度宽信用较为乐观，社融-M2负剪刀差将逐渐企稳回升。一方面，未来信贷的聚焦点将逐渐从“量”向“质”转换，银行将适度调整信贷投放节奏，逐渐聚焦投放质量，远超预期和季节性的信贷增长将有所放缓。另一方面，随着理财赎回潮告一段落，信用债发行将稳步修复，规模显著提升的

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_53216

