

行业研究

2月份社融增长缘何超预期？

——2021年2月份金融数据点评

银行业 增持（买入）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

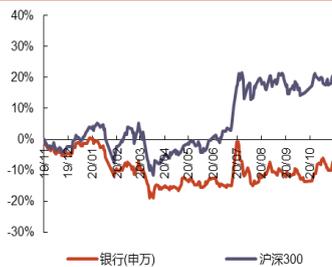
wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56513030

liujie9@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

要点

事件：

2021年3月10日，央行公布了2月份的金融统计数据：

- (1) M2 同比增长 10.1%，增速较 1 月提升 0.7 个百分点；
- (2) M1 同比增长 7.4%，增速较 1 月回落 7.3 个百分点；
- (3) 新增人民币贷款 1.36 万亿，同比多增 4543 亿；
- (4) 社会融资规模新增 1.71 万亿，同比多增 8363 亿，社融增速回升至 13.3%。

点评：

一、2月份信贷投放1.36万亿大超预期，对公中长期贷款保持高景气度

2021年2月新增人民币贷款1.36万亿，超出市场普遍预期的9000-1万亿水平，同比多增4543亿。若再考虑到2月份的“春节效应”，事实上，2月份的信贷数据表现较为靓丽。我们观测，造成2月份信贷数据大超预期的主要原因有二：

一是对公中长期贷款增长超预期，反映经济自身活力较强。2月份对公中长期贷款新增1.1万亿，同比多增6843亿，占当月新增贷款比重为80.9%，创历史新高。这反映出两个问题：（1）目前经济恢复情况较好，企业资产负债表得到修复，并加大了资本开支力度，料未来投资数据将有所反映。我们也观测到，年初以来银行风险偏好有所回暖，工业企业领域信贷投放景气度总体向好，信贷投放“供需两旺”。（2）北方地区部分居民选择就地过年，春节前后企业开工率普遍较高，生产景气度提升，经济的春节日历效应减弱。

二是零售按揭贷款并未因春节因素而明显萎缩，按揭领域投放高景气。2月份居民中长期贷款新增4113亿，同比多增3742亿，显示出零售按揭贷款仍维持了较高的景气度，并未因春节休假而出现明显的按揭本金摊销。再考虑到春节假期期间购房行为本身存在放缓，2月按揭新增投放部分是1月份销售数据强劲的反应，部分也展现出2月份信贷需求自身的韧性。第二，尽管今年初出台了关于房地产贷款集中度管理政策，但根据最近形势，政策在过渡期安排、地方法人银行增量占比调增以及RMBS备案与注册发行等方面均有灵活调整。第三，按揭贷款作为现阶段最优质信贷资产，银行在年初时点存在“早投放、早受益”的意愿。第四，从消费信贷的数据看，场景类信贷如信用卡贷款增速或相对较慢，非场景类零售信贷增速较快，信贷资金可能存在“跑冒滴漏”进入房地产市场和资本市场的迹象。

其他贷款结构方面，票据和非银贷款延续疲软态势。其中，票据贷款新增1855亿，同比多减2489亿，我们推测一是受到狭义信贷额度的约束，银行收票意愿不足。二是1-2月份票据利率持续高位运行，均值分别为3.25%和3.43%，导致企业贴现意愿较弱。非银贷款新增180亿，同比少增1606亿，且连续两个月同比出现下滑。究其原因：一方面与非银机构流动性较为充裕有关；另一方面也受到狭义信贷额度、央行货币投放管控等因素的影响，市场对流动性的宽松预期减弱。

二、表内信贷和未贴现票据增长较好是造成社融预期差的主要原因

2 月份新增社融 1.71 万亿，同比多增 8363 亿，超出市场预期的 1 万亿左右水平。社融存量同比增速为 13.3%，较 1 月份提升 0.3 个百分点。对于社融超预期增长，主要与表内信贷投放，特别是对公中长期贷款保持较高景气度有关，同时未贴现票据的表现也远不及市场所预期的悲观。

2 月份未贴现票据新增 640 亿，同比多增 4601 亿。观察近 5 年来 2 月份未贴现票据的增长情况，大部分年份均出现深度负增长，均值为-3000 至-4000 亿，而在春节时点位于 2 月份的 2018 年，未贴现票据仅新增 106 亿。从今年情况看，**1-2 月份未贴现合计新增 5542 亿，同比多增 8100 亿**，是形成社融预期差的重要原因。造成这种现象的原因：1) 与经济活力向好、企业开票需求较为旺盛有关。2) 受到银行表内信贷受额度管控影响，对于存量票据消化力度较弱。3) 市场利率上行也带动票据贴现利率上行，企业贴现意愿不足。可以看到，自 2020 年 4 月份以来，未贴现票据存量规模逐步上行，截至 2021 年 2 月末为 4.06 万亿，较 2020 年 4 月份增加 6500 亿。未来看，我们不宜预期未贴现票据连续走高，很可能为震荡抬升。

表 1: 2021 年 2 月份新增信贷规模与结构 (亿元)

	当月新增	环比变动	同比变动
新增贷款	13600	-22200	4543
票据融资	-1855	-450	-2489
居民短贷	-2691	-5969	1813
居民中长期贷款	4113	-5335	3742
非金融企业短贷	2497	-3258	-4052
非金融企业中长期贷款	11000	-9400	6843
非银贷款	180	2172	-1606

资料来源: Wind, 光大证券研究所

其他社融结构方面:

一是外币贷款延续了较好增长态势。2 月份外币贷款新增 464 亿，同比多增 212 亿，连续两个月同比向好，这也与当前境内美元流动性较为充裕相呼应。自 12 月份以来银行代客结售汇顺差持续向好的情况下，央行外汇占款投放却相对审慎，对冲力度不足，导致银行体系外币资金较为充裕，外币增量存贷比下行，资金运用压力加大。未来需关注代客结售汇顺差变化对基础货币投放和市场流动性所形成的影响。

二是非标融资、政府债券、企业信用债基本符合预期。2 月份委托、信托贷款合计新增-1036 亿，同比多减-140 亿，延续了压降态势。政府债券净融资 1017 亿，同比少增 807 亿，而企业债净融资 1306 亿，同比少增 2588 亿，其中超短融 2 月份净融资基本归零，同比少增超过 2000 亿，是造成信用债融资缩量的主要原因，这主要与去年疫情期间，企业通过发行 SCP 购买结存和理财产品套利，而今年该部分 SCP 逐步退出有关。

表 2: 2021 年 2 月份社融总量与结构 (亿元)

	当月新增	环比变动	同比变动
新增社会融资规模	17100	-34642	8363
人民币贷款	13400	-24782	6198
外币贷款	464	-634	212
委托贷款	-100	-191	256
信托贷款	-936	-94	-396
未贴现票据	640	-4262	4601
企业债券融资	1306	-2445	-2588
非金融企业股票融资	693	-298	244
政府债券融资	1017	-1420	-807

资料来源: Wind, 光大证券研究所

三、需要理性看待 M2 反弹背后, 存款增长存在的三个压力点, 未来稳存增存或存在压力

春节错位因素使得 M1 同比大幅走低。2 月份 M1 同比增长 7.4%, 较 2020 年 12 月份回落 7.3 个百分点。这主要与春节因素造成的存款迁徙有关, 由于今年春节位于 2 月中旬, 企业一般会在 2 月上旬发放年终奖和工资集中支付, 造成对公活期存款向居民储蓄存款迁徙, 对应 2 月份居民存款新增 3.26 万亿, 同比多增 3.38 万亿。

财政因素助力 M2 增速改善。M2 同比增长 10.1%, 较 1 月份提升 0.7 个百分点, 主要推动力在于财政资金释放, 2 月份财政存款负增长 8479 亿, 同比多减 8687 亿。

需要强调的是, 尽管 2 月份 M2 再度反弹至 10.1%, 但这并不意味着银行存款增长出现了明显回暖迹象, **现阶段存款增长仍存在三个压力点, 未来稳存增存或存在压力:**

一是负债结构恶化, 不稳定性提升。今年以来, 受春节和股票市场活跃等因素影响, 基金端发行规模较大, 资金存在跑步入市的现象, 部分零售贷款可能进入房地产市场或股票市场, 还有大量零售存款通过认购基金、第三方证券保证金存管等方式进入非银端。这样一来, 银行负债结构出现了新变化, 并大体沿着“对公存款——零售存款——同业存款”的转化渠道进行, 加剧了负债的不稳定性。我们可以从两个数据来印证:

表 3: 2021 年 2 月份存款结构 (亿元)

	一般存款	财政存款	非银存款
2020 年 1-2 月份	27940	4210	10625
2021 年 1-2 月份	32684	3221	14980
2020 年 2 月份	1640	208	4924
2021 年 2 月份	8400	-8479	16100

资料来源: Wind, 光大证券研究所。

(1) 2 月份一般存款 (对公+零售) 新增 8400 亿, 同比多增 6760 亿, 非银存款新增高达 1.6 万亿, 同比多增 1.12 万亿。但需要注意的是, (对公+零售+财政存款) 合计新增基本归零, 这其中的逻辑应大致为财政资金释放转化为一

般存款，而春节期间对公存款也会向储蓄存款迁徙，即可以推测，2月份一般存款增长的回暖，一定程度上与财政资金释放有关，但整体负债结构仍明显恶化。

(2) 根据中债登和上清所发布的2月份债券托管数据，2月份同业存单托管规模增加3685亿，较1月份多增约3600亿，其中广义基金增持超过2600亿。这也能间接反映出当前非银机构流动性较为充裕，而银行负债端压力较大和负债结构恶化的问题。

二是机构间不平衡程度有所加剧。受春节效应影响，资金会从发达城市向农村地区流动，使得国有大行存款增长较好，特别是网点下沉力度较大的邮储银行，以及农商行、农信社在2月份存款预计出现大幅增长。而全国性股份制银行受限于基层网点不足，预计2月份对公存款增长明显偏弱，存款流失现象较为普遍，部分股份制银行可能1-2月份一般存款录得负增长，造成司库压力加大。

三是银行综合负债成本压力加大。一方面，核心存款增长乏力，供需矛盾加大会造成核心存款成本的承压。另一方面，在同业负债占比不断提升、负债结构趋于恶化的情况下，市场利率中枢上移和NCD利率仍处于高位运行，也会导致银行综合负债成本压力的加大。

四、下一阶段展望

总体来看，2月份金融数据表现超预期，主要原因是经济向好背景下，企业融资需求旺盛，信贷投放力度较大所致。对于下一阶段金融数据，我们判断：

(1) **信贷总量方面**，由于去年3月份正值疫情高峰时期，信贷支持力度较大，并投放了大量抗疫相关贷款，新增规模为2.85万亿，一季度合计新增7.1万亿，明显高于历史同期水平。而今年1-2月份新增贷款合计已达4.94万亿，考虑到目前宏观调控政策已回归正常化，经济稳步向好，预计后续央行会加强对狭义信贷额度的管控，**3月份新增信贷规模大概率弱于去年同期水平。**

(2) **信贷结构方面**，我们预计在“顺周期”经济回暖助力下，工业企业贷款增速会进一步增加，推动今年开年以来的工业企业增加值、资本开支等表现好于预期。而从其他行业来看：(1) 基建领域投融资行为较为稳健。(2) 房地产行业按揭贷款处于“供需两旺”状态，虽然广义口径下房地产融资增速在下降，但是按揭贷款投放增速较好。在“三道红线”以及房地产贷款集中度政策约束下，开发贷增速一般，目前房地产融资调控政策主要表现为表内企业端融资紧缩和表外土地前融端融资收紧，因此房地产企业风险仍需重视，弱资质房企压力在持续上升。(3) 信息技术行业信贷维持高速增长；(4) 农业领域信贷资金支持有所提升。

(3) **对于3月份社融情况**，我们认为，2月份社融增速的阶段性向上可能并不具有可持续性。拆分细项看：a) 新增贷款大概率弱于去年同期，预计为2.5万亿；b) 去年3月份信用债发行景气度较高，其中很重要的原因有低利率下企业通过发行SCP套利的动机，正常年份3月份企业债净融资在3000-4000亿；c) 预计未贴现票据存量规模延续增长；d) 非标融资延续压降态势，预计负增长1000-1500亿；e) 预计3月末或4月初会启动地方政府专项债的发行，3月份政府债券净融资规模不会太大。综合评估贷款核销、ABS、外币贷款以及股票融资等因素，**预计今年3月份新增社融规模维持在3.5万亿左右的水平，增速为12.4-12.6%，环比明显回落。**

(4) **货币政策和流动性方面**，3月份公开市场操作将延续2月份模式，即OMO小幅滴灌，3月16日1000亿到期MLF大概率等量续作，整体流动性环境友好，短端利率扰动不大。3月份是银行冲时点月份，预计一般存款增长将回暖，资本市场退坡也有助于引导资金回流至一般存款，但考虑到NCD到期量超

过 2 万亿，NCD 利率将表现出一定刚性。3 月份“两会”之后，市场或需要重新评估今年以来的信用高增长、经济强劲回暖与通货膨胀压力之间的关系，流动性格局不排除出现变盘。

风险提示

影子银行业务规模进一步收缩，弱资质房地产企业现金流压力加大。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------