

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

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。

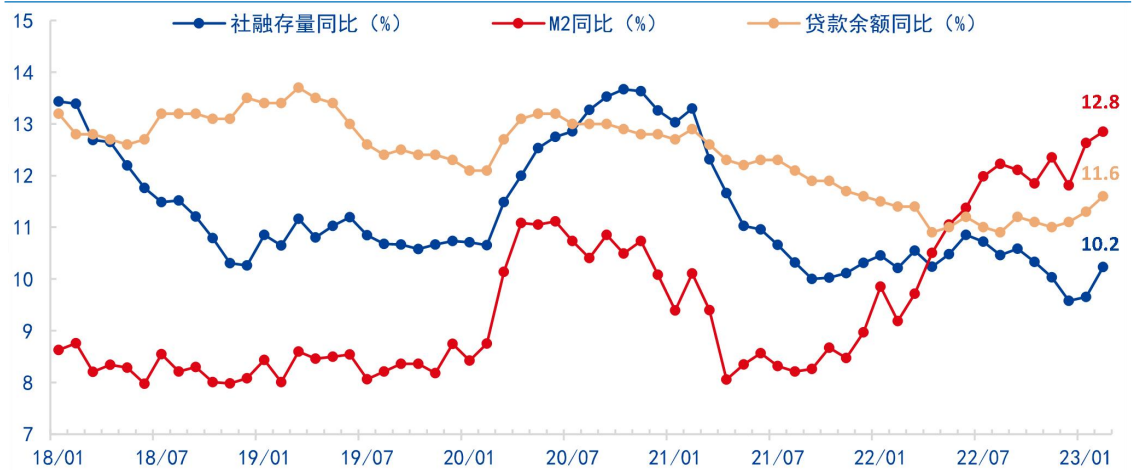
风险提示：美联储加息速度超预期、稳增长政策力度不及预期。

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn
 021-20377099


图 1：社融、M2、贷款余额同比（%）

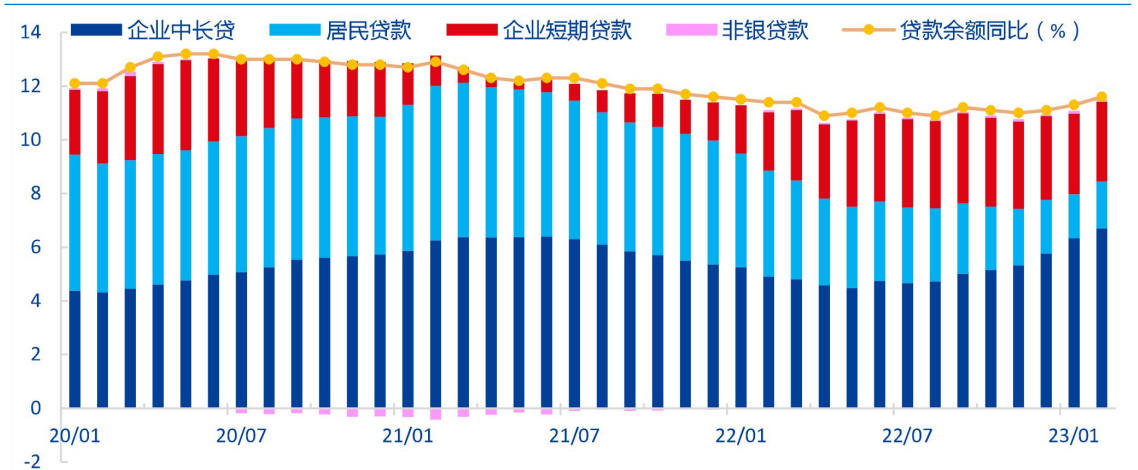


资料来源：Wind，华金证券研究所

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（%）



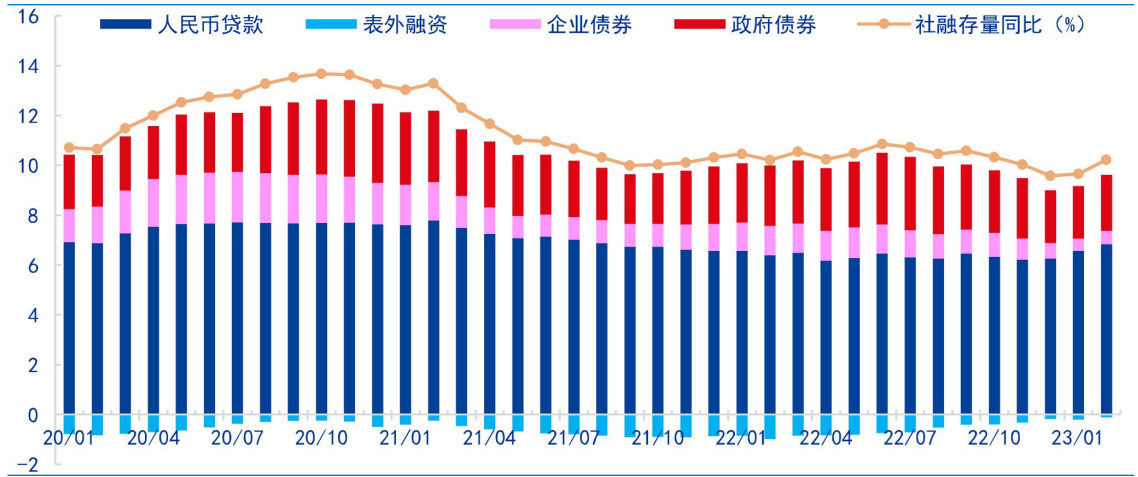
资料来源：Wind，华金证券研究所

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（%）

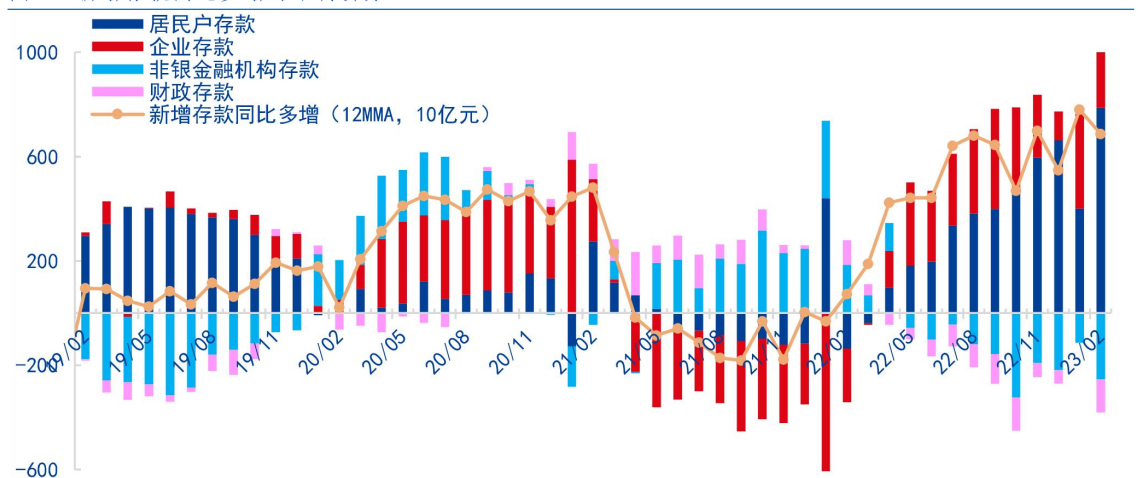


资料来源：Wind，华金证券研究所

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（%）

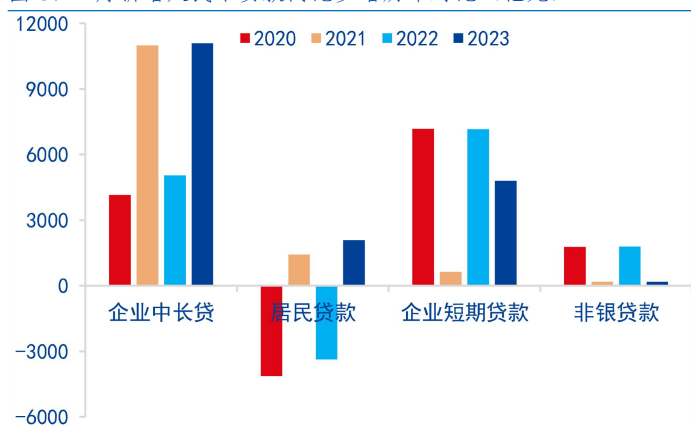


资料来源：Wind，华金证券研究所

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。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn