

宏观点评报告

2023年3月10日

信贷仍强势，政府融资带动社融上行

2023年2月金融数据点评

核心内容：

- **贷款继续上行，政府融资带动社融走高** 2023年2月社融总体数量和同比均大幅走高，表内贷款、政府债券融资和企业债券融资共同拉动社会融资上行，委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票、外币贷款、以及企业资本市场融资表现平稳。整体来说社会融资和信贷在2月份均表现超预期，2月份社会融资和信贷实现了开门红。经济恢复和政府政策的支持同时发力，融资市场表现火热。
- **本年度贷款和社融仍然正增长** 央行对经济增长的支持以及我国2023年预计在5%左右的经济增长，2023年全年新增社融预计在33万亿以上，即新增社融同比增速约在3.5%左右，社融存量规模约在9.8%，新增信贷在22.5万亿左右，新增信贷增速约在5%左右。
- **企业贷款继续上行，居民长贷减缓** 2023年2月份新增信贷增速继续上行，居民长期信贷环比回落，企业长期贷款继续上行。疫情后房地产需求缓慢恢复，居民消费需求有一定的恢复。企业贷款结构继续改善，企业中长期贷款继续上行，说明：
(1) 稳增长措施下企业借贷难度减弱；(2) 稳信贷措施在逐步起作用。
- **M1回落显示企业资金稍显紧张** 2月M1资金总量增加低于往年。一方面说明春节过后居民资金并未大幅回落企业，居民消费仍然偏弱；另一方面企业存款可能更多的存于定期。
- **M2回升受多种因素影响** 2月M2总体增量1.71万亿，其中居民存款7926亿元，企业定期存款约1万亿，预计证券保证金、货币基金增量在2月份也带动了M2上行。社融和M2的比例本月稍有继续回升，说明实体经济的面临金融状况稍有收敛。
央行稍有收敛，政策观察期高信贷增速难以持续 我国宽松的货币政策在2月份有所收敛，宽财政至少延续至2023年上半年。现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，1-2月份社融和贷款都实现了高增长，但对于经济的拉动仍然需要持续观察。我国现阶段信贷力度可能难以持续，但对于经济前景信心恢复需要时间，财政政策在此期间仍然托底。如果经济恢复不理想，那么组合政策的推出可以期待。

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

一、贷款继续上行，政府融资带动社融走高

2023年2月份社会融资规模3.16万亿，预期2.2万亿，同比增加1.95万亿。2月份新增贷款1.81万亿，预期1.5万亿。2023年2月社融总体数量和同比均大幅走高，表内贷款、政府债券融资和企业债券融资共同拉动社会融资上行，委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票、外币贷款、以及企业资本市场融资表现平稳。

从贷款来看，2月贷款依然大幅上行，体现了稳增长措施的不变。实体经济活动回升，贷款需求大幅上行，这种上行预计在1季度持续：(1) 2月份的贷款仍然受到银行鼓励；(2) 企业贷款需求继续上行；(3) 政策层面稳增长措施继续进行，推动了贷款的上行。

影子银行方面，信托贷款和委托贷款同比上行，未贴现银行承兑汇票同比去年大幅走高。信托贷款2月份实现66亿元，同比2022年分别增加817亿元，信托贷款更多的是面向房地产市场。未贴现银行承兑汇票2月份融资减少70亿元，环比出现回落，但同比增加4158亿元，考虑到春节错配，2月份汇票的同比上行有基数的因素，企业的经营活动表现仍然较好。

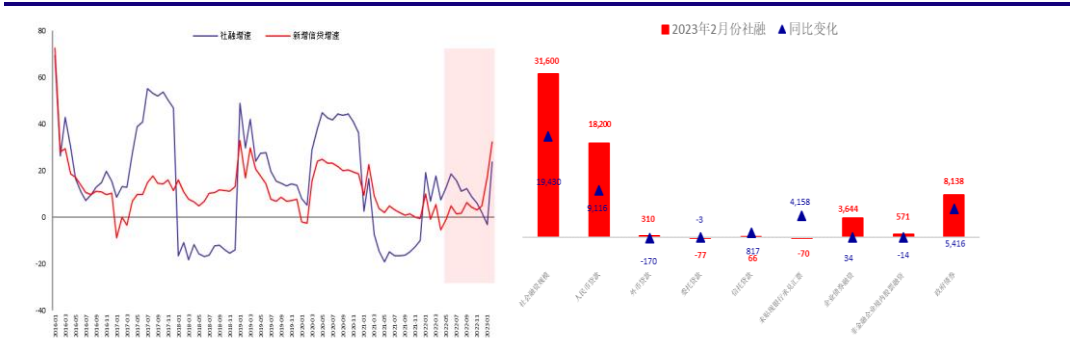
外币贷款出现回升，企业再次寻求外资贷款。2月份外币贷款融资增加310亿元，去年同期外币贷款增加480亿元。

企业从金融市场得到的资金相对平稳，企业债券融资和非金融企业境内股票融资相对平稳。2月份两者分别融资3644亿元和571亿元，比去年同期分别增加34亿元和减少14亿元。与1月份不同，债券市场稍有恢复，股票市场表现平稳。

政府债券融资2月份大幅回升，政府投资开始放量。2月份政府债券融资8138亿元，比去年增加5416亿元，政府投资会在未来3个月继续上行。

图1：社融增速上行（%）

图2：社融各部门变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

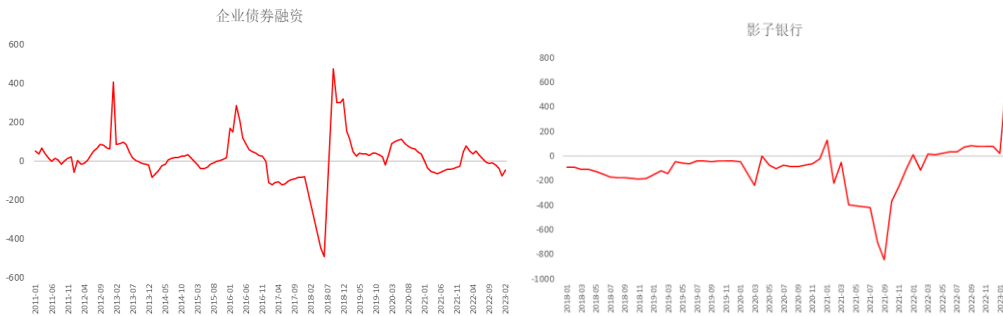
整体来说社会融资和信贷在2月份均表现超预期，2月份社会融资和信贷实现了开门红。经济恢复和政府政策的支持同时发力，融资市场表现火热。

1季度信贷强势持续，政府投资的增加带动了整体融资。信托贷款和委托贷款保持平稳，未贴现银行承兑汇票也会随着企业经营活动展开而上行。政府债券融资稳步推进，未来社会融资水平会有所上行，而强势的贷款增速无法持续维持。

鉴于央行对经济增长的支持以及我国2023年预计在5%左右的经济增长，2023年全年新增社融预计在33万亿以上，即新增社融同比增速约在3.5%左右，社融存量规模约在9.8%，新增信贷在22.5万亿左右，新增信贷增速约在5%左右。

图3：企业债融资稍有回升（%）

图4：影子银行贷款增速回升（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、企业贷款继续上行，居民长贷减缓

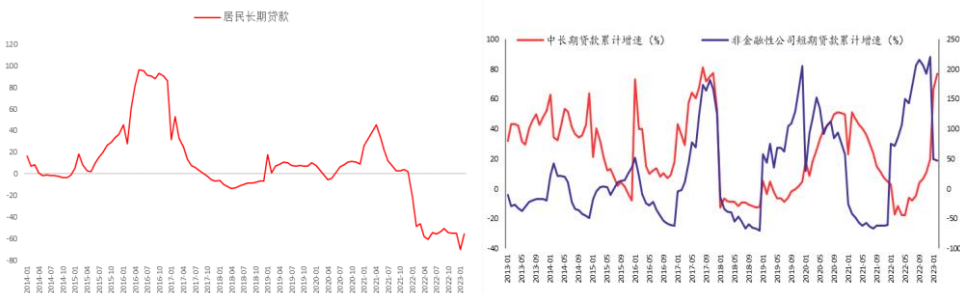
2023年2月份新增信贷增速继续上行，居民长期信贷环比回落，企业长期贷款继续上行。疫情后房地产需求缓慢恢复，居民消费需求有一定的恢复。企业贷款结构继续改善，企业中长期贷款继续上行，说明：(1)稳增长措施下企业借贷难度减弱；(2)稳信贷措施在逐步起作用。

从居民信贷来看，2月份居民贷款2081亿元，下滑幅度有所减弱。其中，居民短期贷款1218亿元，同比去年增长4129亿元，长期贷款863亿元，同比增长1322亿元。虽然2月份居民长期贷款和短期贷款增速下滑幅度减缓，但从环比来看居民房地产消费恢复仍然需要时间。居民短期消费稍有回升，短期贷款超过1000亿元，汽车、手机的消费可能回升。综合1-2月份来看，居民整体消费仍然处于相对弱势。

从企业信贷来看，2月份企业信贷增速继续回升，长期贷款增速继续走高。2月份企业实现了0.57万亿短期贷款和1.11万亿长期贷款。银行贷款仍然宽松，基建项目下放带来了信贷需求的火热。1-2月份企业贷款创出历史新高，但这种高速增长很难持续。

图5：居民长期贷款较弱（%）

图6：企业贷款回升（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、企业资金稍显紧张，M2 回升受多种因素影响

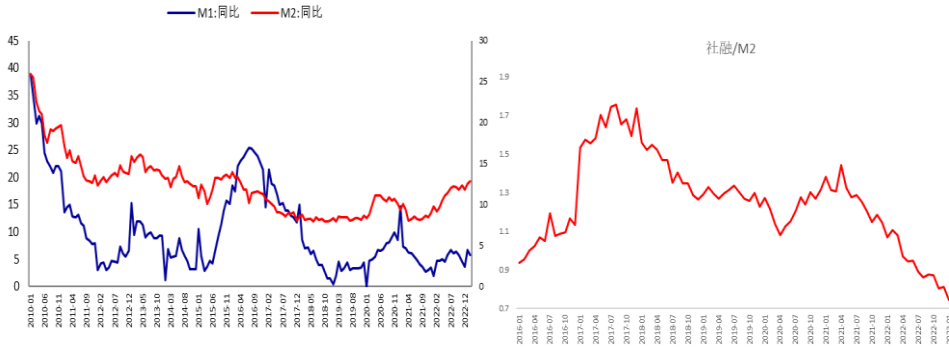
2月份央行货币操作平稳，M1增速下行，M2增速继续回升。2月份M1同比增速5.8%，比上月减少0.5个百分点。M1显示企业资金紧张程度，2月M1资金总量仅比上月增加2685亿元，M1总量增加低于往年。一方面说明春节过后居民资金并未大幅回落企业，居民消费仍然偏弱；另一方面企业存款可能更多的存于定期。

2 月份 M2 增速 12.9%，比上月增长 0.3 个百分点。2 月 M2 总体增量 1.71 万亿，其中居民存款 7926 亿元，企业定期存款约 1 万亿，非银行金融机构存款减少 5163 亿元，预计证券保证金、货币基金增量在 2 月份也带动了 M2 上行。

我国央行货币操作稍有收敛，宽信用仍然持续，但货币市场利率持续上行。社融和 M2 的比例本月稍有继续回升，说明实体经济的面临金融状况稍有收敛。

图 7: M1 增速回落、M2 回升 (%)

图 8: 社融/M2 小幅上行 (%)



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、央行稍有收敛，政策观察期高信贷增速难以持续

2023 年货币信贷和社会融资实现了开门红，表内的信贷一定程度挤占了表外信贷，2 月份政府融资恢复拉升社融向上。1-2 月信贷和社融数据有极端性，需要综合 1 季度数据观察才更准确。

我国宽信用仍然持续，稳增长项目带动了信贷的回升，信用下放渠道的另一个焦点在房地产行业，房地产的恢复仍然较为缓慢。居民的房地产消费仍然在恢复过程，居民的其他消费有小幅上行。

我国宽松的货币政策在 2 月份有所收敛，宽财政至少延续至 2023 年上半年。现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，1-2 月份社融和贷款都实现了高增长，但对于经济的拉动仍然需要持续观察。我国现阶段信贷力度可能难以持续，但对于经济前景信心恢复需要时间，财政政策在此期间仍然托底。如果经济恢复不理想，那么组合政策的推出可以期待。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn