

2023年03月11日

居民短贷边际改善

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● **事件：**2月社融新增3.16万亿元，预期2.1万亿元，前值5.98万亿元；新增人民币贷款1.8万亿元，预期1.4万亿元，前值4.9万亿元；M2同比增长12.9%。

● **信贷：信贷高增反映贷款需求和实体信心的改善**

2月新增人民币贷款1.81万亿元，同比多增5800亿元，超出市场预期。剔除基数效应，结构上仍是企业中长贷积极拉动，居民短贷有一定改善，但幅度较为温和。信贷总量和结构特点或出于以下原因：

(1) 受政策积极引导，商业银行继续大力支持基建、制造业配套贷款，以集中投放形成信贷“开门红”。一方面，基建配套贷款需求高增。另一方面，防疫优化后经济复苏预期加强、基建项目稳步开工，顺利开工预期下商业银行信贷投放积极性提高。(2) 地产融资端政策显效，房企融资助推中长贷增长。(3) 实体部门融资需求持续改善。表内票据减少989亿元，同比多减4041亿元。(4) 居民短贷改善亮眼，中长贷修复还需观察。2月居民短贷同比多增4129亿元。剔除春节错月的基数效应后，短贷依然有回升。主要原因或与疫情和春节后居民消费需求增加，且多地银行推行消费贷有关。居民中长贷扭转趋势同比多增，主因2月地产销售增速上行。但疫后居民收入和信心不足引发提前还贷增加，居民中长贷能否进一步改善取决于地产销售修复持续性和居民部门的信心能否回暖。

● **社融：2月社融增速回升，后续宽信用取决于实体部门复苏**

2月新增社融规模为3.16万亿元，同比多增19430亿元。2月社融不仅总量大幅增长，结构也较1月有所好转。人民币贷款高增贡献了社融总量增长，表外融资、政府债券均同比多增。首先，人民币信贷是拉动2月社融高增的主力。后续央行将不改对房企、基建、制造业等中长期贷款投放的引导。作为稳增长的重要抓手，我们认为，2022年的政策性金融工具仍在持续推动基建实物工作量，且2023年或将延续推出“准财政”工具。预计2023年1-2月基建增速或超10%。其次，政府债券与表外融资同比多增，共同支撑社融。财政政策“加力提效”，2023年专项债、国债发行额度均有所提高。我们认为，后续政府债券仍保持一定强度，但类比2022年，四季度对社融的支撑力或有减弱。企业债券同比小幅增加，主因经济稳步复苏，企业信心修复，但企业发债意愿仍有待加强。目前债券融资成本升高，企业更倾向于间接融资。

综合来看，2月社融总量和结构改善，后续宽信用能否实现还取决于实体经济实际修复情况。我们曾指出宽信用的主要制约是居民端，而2月居民中长贷仍显低迷，短贷增长的可持续性待观察。宽信用需要经济稳增长对就业和收入的提振，从而提升居民加杠杆的意愿和能力。

● **存款：社融-M2边际回升，居民储蓄倾向转变仍需时间**

2月M1降、M2升。存款方面，居民、企业存款同比大幅多增，非银存款大幅减少。剔除季节性因素，我们判断，疫情结束后首个春节居民消费有较为明显的改善。但不可否认的是居民存款依然多增，居民储蓄倾向并未实质性降低。2023年我国防疫优化，各项经济活动稳步复苏，但居民储蓄向投资与消费的转化仍需动能。社融-M2剪刀差回升至-3%。在积极的财政和信贷政策下，实体部门需求有明显的好转，实体经济正稳步修复。整体来看，目前信用的总量和结构都在逐步改善，离不开财政和准财政政策的加力。对于货币政策，我们维持《应对不确定性》中的观点，2023年应是“稳货币、宽信用”。货币总量力度有限，不过仍可能再降准降息，节奏或视经济恢复程度、海外经济体加息节奏而定。结构性政策将持续发力，消费信贷宽松可期，信用总体趋宽。

● **风险提示：**国内疫情反复超预期，政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《通胀高速上行风险不大——2月通胀数据点评—宏观经济点评》-2023.3.10

《出口边际改善，但总体仍不乐观——2月进出口数据点评—宏观经济点评》-2023.3.7

《应对不确定性——政府工作报告点评—宏观经济点评》-2023.3.5

目 录

1、 信贷高增反映贷款需求和实体信心的改善.....	3
2、 2月社融增速回升，后续宽信用取决于实体部门复苏.....	4
3、 社融-M2 边际回升，居民储蓄倾向转变仍需时间.....	6
4、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 2月信贷总量结构均大幅改善.....	4
图 2： 居民贷款同比大幅多增.....	4
图 3： 企业中长贷连续 3 月高增长.....	4
图 4： 银行减少票据贴现.....	4
图 5： 2月社融各分项表现较好.....	5
图 6： 2023 年前两月专项债发行量并未高于 2022 年.....	5
图 7： 节后水泥开工回升.....	5
图 8： 节后石油沥青开工超 2022 年同期.....	5
图 9： 2月社融增速回升.....	6
图 10： 居民、企业存款多增，财政存款减少.....	7
图 11： 社融与 M2 剪刀差底部反弹.....	7
图 12： 日本疫后储蓄存款增速与失业率正相关.....	7
图 13： 新加坡防疫放开后储蓄增速回归疫情前.....	7

1、信贷高增反映贷款需求和实体信心的改善

2月新增人民币贷款1.81万亿元，同比多增5800亿元，超出市场预期。取春节同在1月的年份进行可比口径的对比（2009、2012、2014、2017、2020年）。2月信贷较五年同期均值多增9000亿元。

表面上看，居民与企业贷款同时增长，甚至居民强于企业，分别多增5450亿和3700亿元。居民短贷为主拉动项，同比多增4129亿元，企业端中长贷依然强劲，同比多增6048亿元。但实际上，居民贷款的高增长与2022年2月为春节月，居民贷款需求较弱有关。若剔除基数效应、与上述1月春节的5年均值相比，结构便有明显不同。居民端多增1990亿元，而企业贷款多增7841亿元。居民的短期贷款多增量为2302亿元，企业中长贷多增7390亿元。

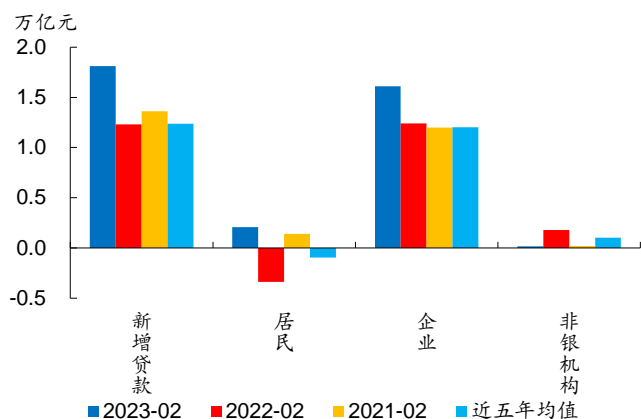
因此，2月信贷总量无疑保持高增长，结构上仍是企业中长贷积极拉动，居民短贷有一定改善，但幅度较为温和。信贷总量和结构特点或出于以下原因：

(1) 受政策积极引导，商业银行继续大力支持基建、制造业配套贷款，以集中投放形成信贷“开门红”。一方面，2023年开年，各省市加码布局稳增长，重大项目发力提前、规模扩容。且2022年7400亿政策性金融工具的撬动项目将持续形成实物工作量。2月2日，发改委投资副司长张建民指出“这些项目的建设周期平均是三到五年，去年是第一年，到今年将会有大量的实物工作量产生”。因此2月新项目和存量项目齐备，基建配套贷款需求高增。另一方面，防疫优化后经济复苏预期加强、基建项目稳步开工，顺利开工预期下商业银行信贷投放积极性提高。

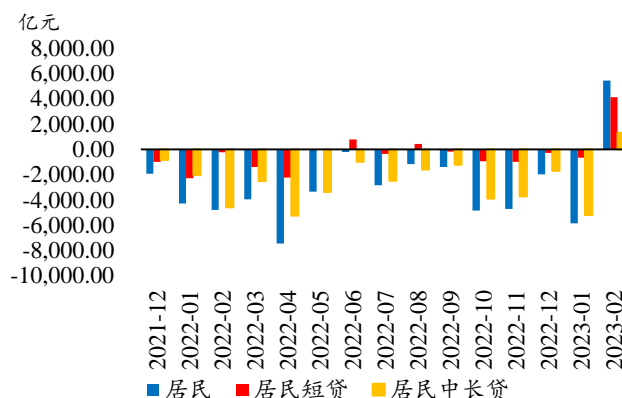
(2) 地产融资端政策显效，房企融资助推中长贷增长。2023年两会政府工作报告再次强调“防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”。此前政策进入显效期，“保交楼”配套贷款继续助推企业信贷高增。

(3) 实体部门融资需求持续改善。表内票据减少989亿元，同比多减4041亿元。尽管由于监管从紧，2023年以来银行票据冲量减少，更多回归人民币贷款以应对考核，但表内票据的下降、票据利率维持高位也能够体现实体融资需求较强。

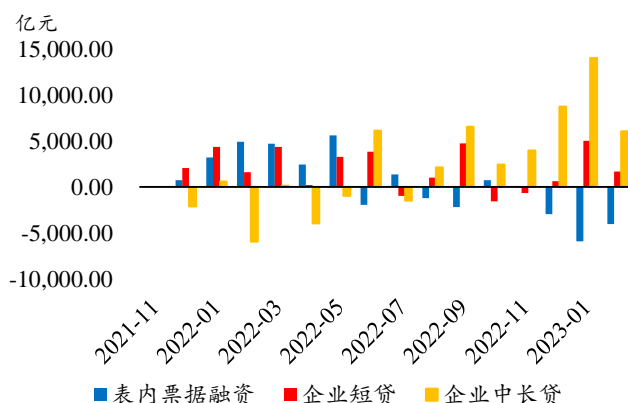
(4) 居民短贷改善亮眼，中长贷修复还需观察。2月居民短贷同比多增4129亿元。剔除春节错月的基数效应后，短贷依然有回升。主要原因或与疫情和春节后居民消费需求增加，且多地银行推行消费贷有关。居民中长贷扭转趋势同比多增，主因2月地产销售增速上行。但疫后居民收入和信心不足引发提前还贷增加，居民中长贷能否进一步改善取决于地产销售修复持续性和居民部门的信心能否回暖。

图1：2月信贷总量结构均大幅改善


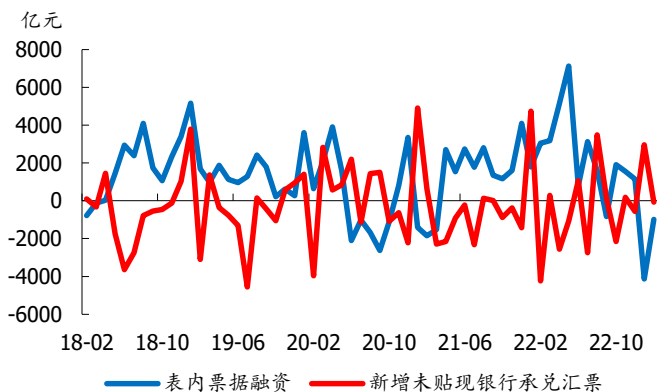
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：居民贷款同比大幅多增


数据来源：Wind、开源证券研究所，图中为同比多增量

图3：企业中长贷连续3月高增长


数据来源：Wind、开源证券研究所，图中为同比多增量

图4：银行减少票据贴现


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、2月社融增速回升，后续宽信用取决于实体部门复苏

2月新增社融规模为3.16万亿元，同比多增19430亿元。2月社融不仅总量大幅增长，结构也有所好转。人民币贷款高增贡献了社融总量增长，表外融资、政府债券均同比多增。2月社融存量增速回升至9.9%，修复之年的“宽信用”正在兑现。那么社融的增长由谁贡献？宽信用又能否持续？

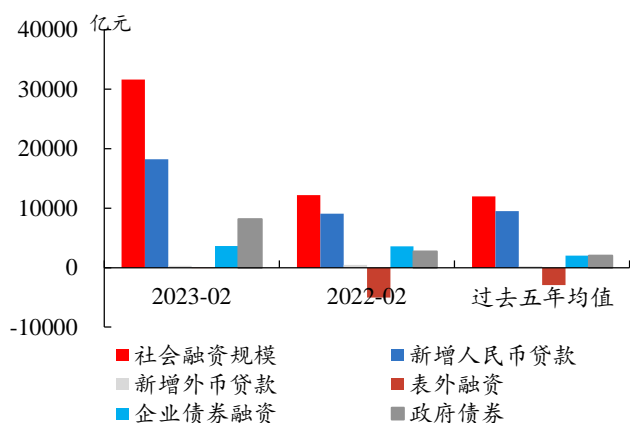
首先，人民币信贷是拉动2月社融高增的主力。在银行信贷开年集中投放、政策支持中长期配套贷款、实体部门需求修复、居民贷款小幅改善等多重因素作用下，人民币贷款保持强劲。后续来看，央行将不改全年对房企、基建、制造业等中长期贷款投放的引导。作为稳增长的重要抓手，我们认为，2022年的政策性金融工具仍在持续推动基建实物工作量，且2023年或将延续推出“准财政”工具。我们预计资金将显著撬动全年基建投资。项目、资金、意愿“三轮驱动”，全年基建增速有望上调，预计2023年1-2月基建增速或超10%。

第二，政府债券与表外融资同比多增，共同支撑社融。政府债券净融资额8138亿元。财政政策“加力提效”，2023年专项债、国债发行额度均有所提高。2023年

专项债提前批额度比 2022 年增加 50%。根据 2023 年财政预算法案，全年国债发行额约在 8.76 万亿元（到期量 5.6 万亿+中央赤字 3.16 万亿）。虽前置发力，但目前专项债发行量低于 2022 年同期，或考虑后续可持续性。我们认为，后续政府债券仍保持一定强度，但类比 2022 年，在四季度对社融的支撑力或有减弱。反观企业债券，同比小幅增加，虽受经济复苏影响，企业信心修复，但企业发债意愿仍不强。目前债券融资成本升高，企业更倾向于间接融资。表外融资方面，拉动项为未贴现票据，同比少减 4158 亿元。反映开票增多但银行贴现意愿不足，进一步体现实体经济信心改善和信贷结构的好转。

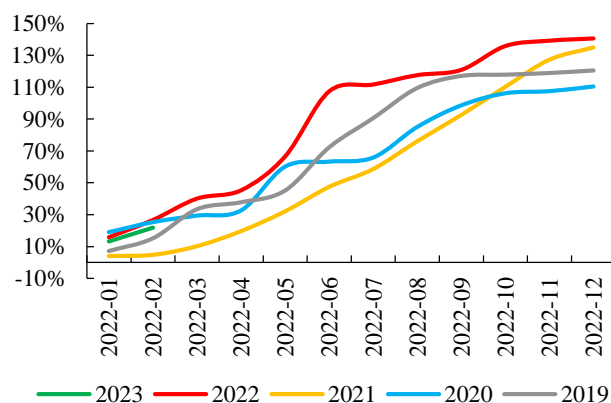
综合来看，2 月社融总量和结构双双改善。间接融资在政策发力下保持高景气，且预计短期内力度不会减弱。直接融资政府债券集中发行，企业债具有韧性。但也要看到信贷结构的隐忧。目前来看，信贷强劲除政策引导外，还有经济复苏的双重作用。但后续宽信用能否实现还取决于实体经济实际修复情况。我们曾指出宽信用的主要制约是居民端，而 2 月居民中长贷仍显低迷，短贷增长的可持续性待观察。宽信用需要经济稳增长对就业和收入的提振，从而提升居民加杠杆的意愿和能力。

图5：2 月社融各分项表现较好



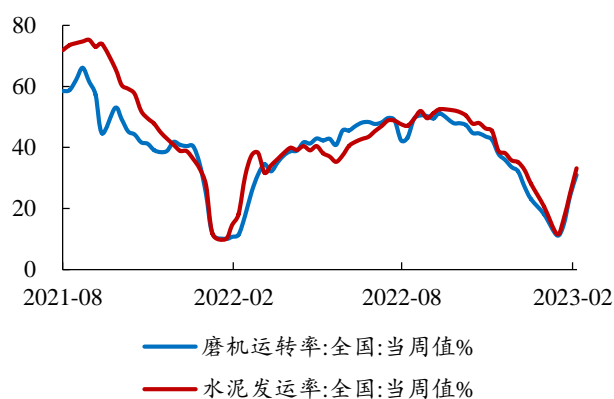
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023 年前两月专项债发行量并未高于 2022 年



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：节后水泥开工回升

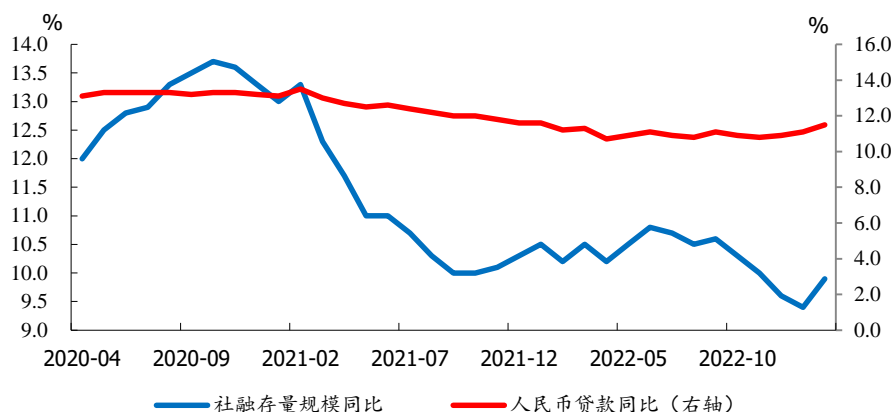


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：节后石油沥青开工超 2022 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2月社融增速回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

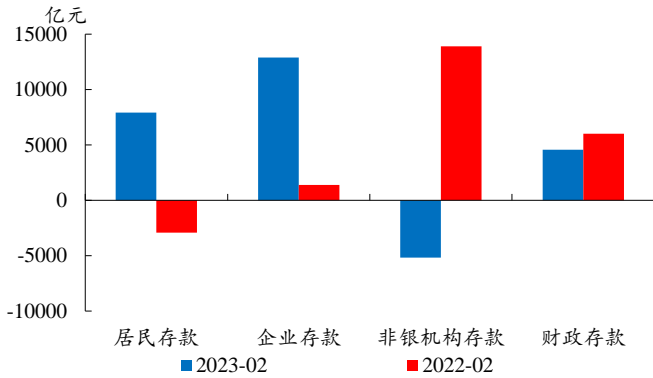
3、社融-M2 边际回升，居民储蓄倾向转变仍需时间

2月M1降、M2升。M1同比由6.7%下降0.9个百分点到5.8%；M2同比由12.6%上升至12.9%。**存款方面，居民、企业存款同比大幅多增，非银存款大幅减少。**居民与企业存款大幅多增原因在于存款受春节错位影响较大，2022年基数较低。剔除基数效应后存款增加的幅度有所缩窄。财政存款同比少增1444亿元，指向财政支出加大力度。此外，非银机构存款的大幅减少与2月股市、债市均弱有关。

存款的结构说明什么？居民储蓄倾向何时转变？从环比来看，2月居民存款环比减少5.4万亿，企业存款增加2万亿。由于春节效应，春节后一月的居民存款一般会环比降低，而企业存款相应环比增加。相比于近10年春节后居民存款的减少，本次减少的幅度更为显著。因此，剔除季节性因素我们判断，疫情结束后首个春节居民消费有较为明显的改善。但不可否认的是居民存款依然多增，居民储蓄倾向并未实质性降低。2023年我国防疫优化，各项经济活动稳步复苏，但居民储蓄向投资与消费的转化仍需动能。从海外经验来看，除新加坡、中国台湾外，大多新兴市场国家防疫优化后居民储蓄率并未有明显下降。真正的动能或是疫情补贴引起可支配收入增加、失业率降低等实质性改善，进而推动超额储蓄释放。

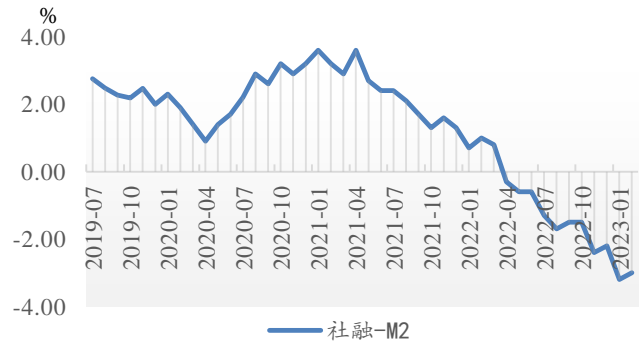
社融-M2剪刀差回升0.2个百分点至-3%。2月社融增速上行、M2上升幅度缩小，二者增速差缓慢收敛。体现在积极的财政和信贷政策下，实体部门需求有明显的好转，实体经济正稳步修复。整体来看，目前信用的总量和结构都在逐步改善，离不开财政和准财政政策的加力。对于货币政策，我们维持《应对不确定性》中的观点，2023年应是“稳货币、宽信用”。货币总量力度有限，不过仍可能再降准降息，节奏或视经济恢复程度、海外经济体加息节奏而定。结构性政策将持续发力，消费信贷宽松可期，信用总体趋宽。

图10: 居民、企业存款多增, 财政存款减少



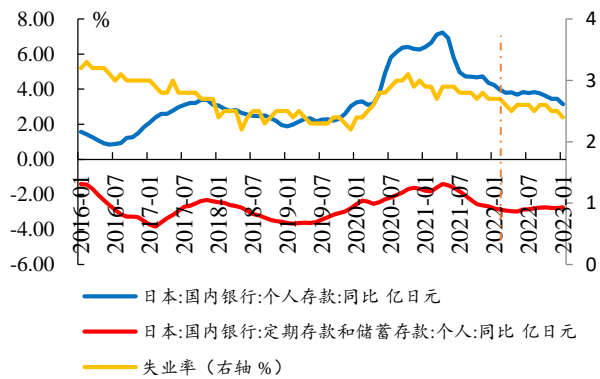
数据来源: Wind、开源证券研究所, 图中为同比多增量

图11: 社融与 M2 剪刀差底部反弹



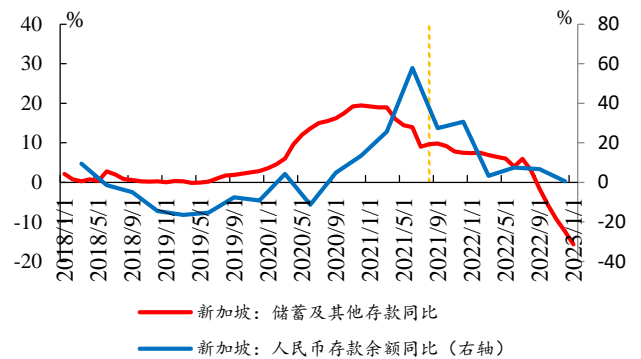
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 日本疫后储蓄存款增速与失业率正相关



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 新加坡防疫放开后储蓄增速回归疫情前



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

国内疫情反复超预期, 政策执行力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn