

强信贷后关注宽松预期

——2月金融数据点评 20230311

报告日期：2023-03-11

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 2月社融新增 31,600 亿元，人民币贷款新增 18,100 亿元

2月社融新增 3.16 万亿元，市场预期为 2.08 万亿元，同比多增 1.94 万亿元；

2月人民币贷款新增 1.81 万亿元，同比多增 5800 亿元。

社融与信贷方面，2月社融与信贷延续1月的高增趋势，一方面，1月信贷开门红投放虽然超预期，但市场关注点在于其是否可持续、上年信贷储备的增量贡献有多大，1月社融对于债市的影响偏中性；但2月实体融资需求的内生性修复逻辑再次验证，社融与信贷的总需求修复斜率明显抬升。另一方面虽然四季度货币政策执行报告再次提出“增强信贷总量的稳定性和持续性”，但从数据来看，信贷处于高位平滑轨道，预计3月社融信贷数据或仍维持较高增长。

企业债券方面，融资已边际回暖，环比多增 2158 亿元，同比基本持平。根据测算，2月末银行理财破净率为 7.75%，较1月下降 5.99%，理财赎回对企业债融资的影响较有限。

政府债券方面，提前批额度下发后的 2 至 3 个月往往为地方债的发行高峰，2023 年新增专项债 2.19 万亿元，新增一般债 0.43 万亿元，较上年提前批分别增长 32%和 50%，预计 3 月政府债券融资继续维持高位。

居民端，消费复苏的确定性进一步增强，2月新增 1218 亿元，较上年同期提升多增 4129 亿元，一二月份的数据合并剔除春节扰动因素来看，今年居民短期贷款较去年亦多增 3464 亿元。居民中长期贷款与地产需求端相挂钩，2月居民中长贷款新增 863 亿元，同比增加 1322 亿元，地产需求端仍处于平稳回复期

企业端来看，短期贷款当月新增 5785 亿元，同比多增 1674 亿元，中长期贷款当月新增 1.11 万亿元，同比多增 6048 亿元。企业融资需求中长期贷款增速较好，节后开工企业资金需求旺盛。

● 债市策略：强信贷后关注宽松预期

2月社融与信贷数据总量与结构均呈现明显改善迹象。一方面，虽然货币政策执行报告提出“增强信贷总量的稳定性和持续性”，但现阶段来看银行信贷处于高位平滑，实体经济内生性融资需求修复斜率提升，信贷与社融可能进入趋势性回升轨道；但另一方面，结合一二月数据来看，银行开门红的背后仍存一些问题，一是大行低信贷定价挤压中小银行投放空间，银行息差收窄压力提升，二是前期政策性工具的配套融资集中落地也贡献了社融增量，三是信贷投放的区域性特征较显著，仍反映部分地区融资需求修复力度不足。

资金面再度收紧，债市对货币宽松预期升温。2月以来短端资金利率偏紧，资产端来看，大行信贷投放挤占融出资金额，DR007围绕政策利率波动，负债端来看，银行资产端的信贷投放需要负债支持，银行揽储压力加大，同业存单融资规模环比回升，资金面与理财配置需求或受影响。3月以来资金成本虽有所回落，但考虑到后续地方债发行规模提升、3月信贷数据或仍较强、大行融出资金规模有限等因素，资金利率或仍偏紧，债市对于货币宽松预期升温。

2月社融与信贷虽然仍存政策主导性强、区域结构分化、信贷投放集中头部银行等因素，但总量和结构改善明显，债市再次引发对经济修复斜率的探讨——通胀数据、信贷数据、草根调研反映出的复苏趋势并不完全一致，基本面对债市的冲击尚未到达高峰。在信贷数据连续两个月超预期，叠加3月上旬信贷草根调研依然强势的背景下，市场应该更加关注信贷对银行间流动性的影响。考虑到地方债发行逐步放量、信用债到期续接高峰将至，市场对降准等货币宽松政策的预期博弈将更加激烈。

综上所述，我们认为当前各方面因素仍然难以推动10y国债突破2.9附近区间，后市关注基本面改善和资金面宽松的变化。

● 风险提示

疫情存在不确定性。

正文目录

| | | |
|-----|------------------------------------|---|
| 1 | 不宜低估经济修复的潜在韧性..... | 5 |
| 1.1 | 2月社融新增31,600亿元,人民币贷款新增1.81万亿元..... | 5 |
| 1.2 | 债市策略:强信贷后关注宽松预期..... | 8 |
| 2 | 风险提示:..... | 9 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1 社会融资规模当月新增 (单位: 亿元) | 5 |
| 图表 2 人民币贷款当月新增 (单位: 亿元) | 5 |
| 图表 3 企业债券当月融资 (单位: 亿元) | 6 |
| 图表 4 政府债券当月融资 (单位: 亿元) | 6 |
| 图表 5 表外三项当月融资 (单位: 亿元) | 6 |
| 图表 6 未贴现银行承兑汇票当月融资 (单位: 亿元) | 7 |
| 图表 7 票据融资当月值 (单位: 亿元) | 7 |
| 图表 8 新增居民短期贷款 (单位: 亿元) | 7 |
| 图表 9 居民中长期贷款当月新增 (单位: 亿元) | 8 |
| 图表 10 企业短期贷款当月新增 (单位: 亿元) | 8 |
| 图表 11 企业中长期贷款当月新增 (单位: 亿元) | 8 |

1 不宜低估经济修复的潜在韧性

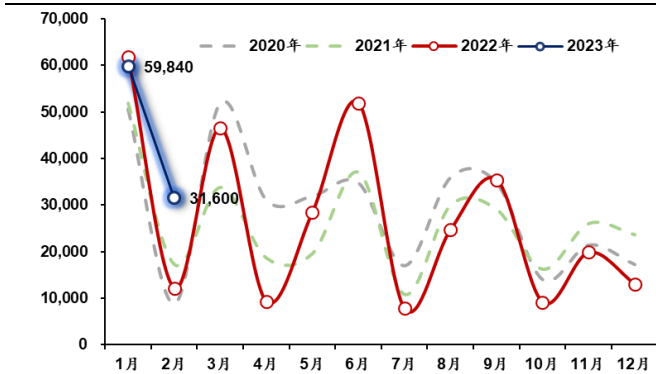
事件：2月社融新增31,600亿元，M2-社融同比倒挂3.0%。

1.1 2月社融新增31,600亿元，人民币贷款新增1.81万亿元

2月社融新增3.16万亿元，市场预期为2.08万亿元，同比多增1.94万亿元；2月人民币贷款新增1.81万亿元，同比多增5800亿元。

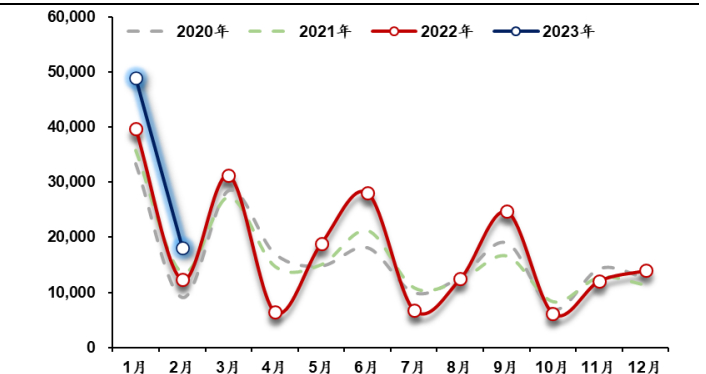
2月社融与信贷延续1月的高增趋势，一方面，1月信贷开门红投放虽然超预期，但债市早有预期，且市场关注点在于其是否可持续、对公贷款需求是否得到实际修复、上年信贷储备对1月社融增量贡献有多大，1月社融对于债市的影响偏中性；但结合2月社融信贷数据来看，实体融资需求的内生性修复逻辑再次验证，社融与信贷的总需求修复斜率抬升。另一方面虽然四季度货币政策执行报告再次提出“增强信贷总量的稳定性和持续性”，平滑银行的投放节奏成为一个重要主题，但从数据来看，信贷处于高位平滑轨道，从银行项目储备与信贷投放节奏来看，预计3月社融信贷数据或仍维持较高增长，但需关注信贷投放的结构型问题以及银行息差下行压力。

图表1 社会融资规模当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表2 人民币贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

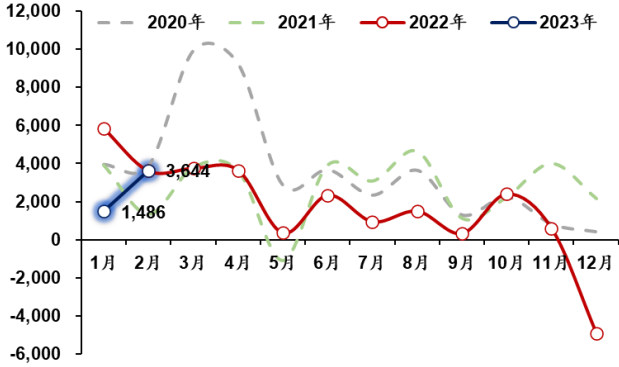
2月企业债券融资3644亿元，同比多增34亿元，环比多增2158亿元；政府债券当月融资8138亿元，同比多增5416亿元，环比多增3998亿元。

企业债券受去年11月以来的理财赎回潮影响较大，新发债券规模下滑导致企业债净融资规模缩减，部分主体以银行贷款替换企业债券融资渠道，但从2月数据来看，企业债融资已边际回暖，环比多增2158亿元，同比基本持平。根据我们测算的理财数据来看，2月末来看银行理财破净率为7.75%，较1月下降5.99%，新发理财1999只，环比多发39只，后续理财赎回对企业债融资的影响较有限。

政府债券方面，2月净融资8138亿元，同比多增5416亿元，环比多增3998亿元。拆分来看，国债净融资1358亿元，地方政府债5250亿元，一般来看，提前批额度下发后的2至3个月往往为地方债的发行高峰，根据统计结果，2023年新增专项债2.19万

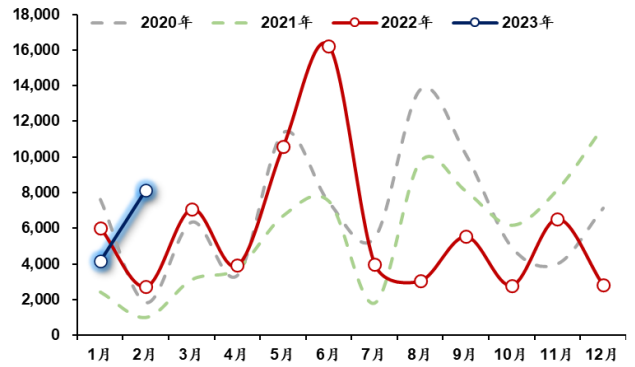
亿元，新增一般债 0.43 万亿元，较上年提前批分别增长 32%和 50%，预计 3 月政府债券融资继续维持高位。

图表 3 企业债券当月融资（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

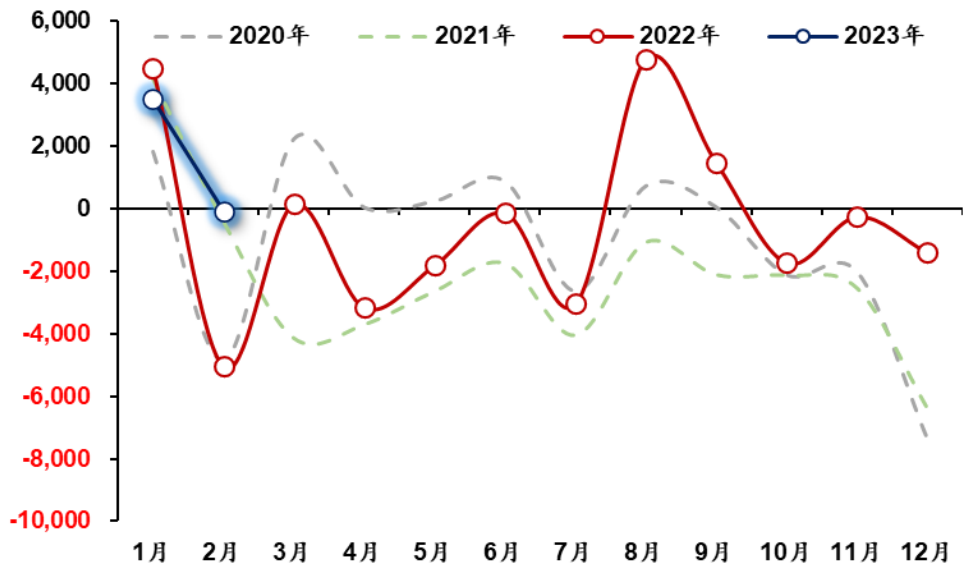
图表 4 政府债券当月融资（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2 月，表外三项新增-81 亿元，同比多增 4971 亿元，环比少增 3566 亿元。拆解来看，委托贷款当月新增-77 亿元，同比少增 3 亿元，环比少增 661 亿元，信托贷款当月新增 66 亿元，同比多增 817 亿元，环比多增 128 亿元，未贴现银行承兑汇票当月新增-70 亿元，同比多增 4158 亿元，环比少增 3033 亿元。

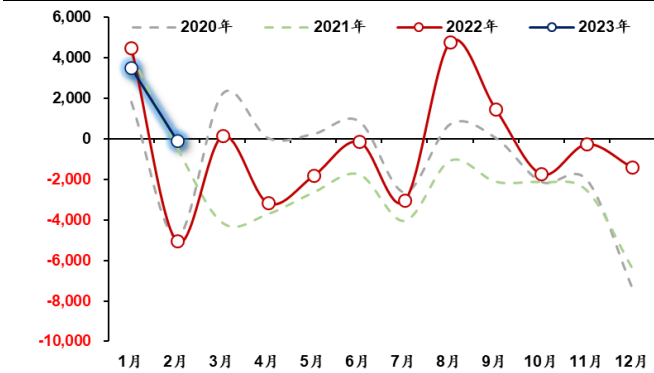
图表 5 表外三项当月融资（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

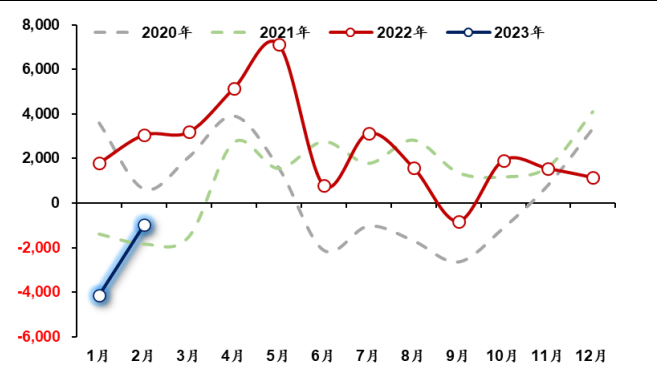
银行通过票据融资冲量规模明显下降，2 月票据融资规模-989 亿元，同比下降 4041 亿元。

图表 6 未贴现银行承兑汇票当月融资 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

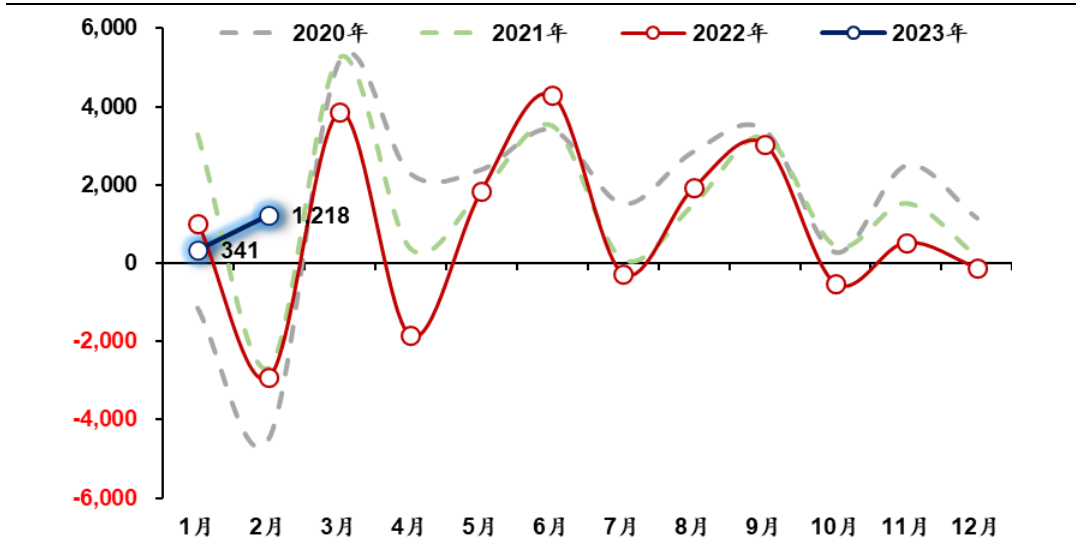
图表 7 票据融资当月值 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

居民端消费复苏确定性进一步增强。数据上看, 1月居民新增短期贷款 341 亿元, 低于上年同期的 1006 亿元, 2月新增 1218 亿元, 较上年同期提升多增 4129 亿元。首先, 一二月居民短期贷款修复斜率加速的一个主要原因是春节错位, 1月春节扰动压低了居民贷款的增长空间, 2月又面临同比的低基数。所以将一二月份的数据合并来看, 今年居民短期贷款较去年多增 3464 亿元, 虽然存在部分贷款置换的因素扰动, 但总体来看居民端消费修复的确定性在增强。

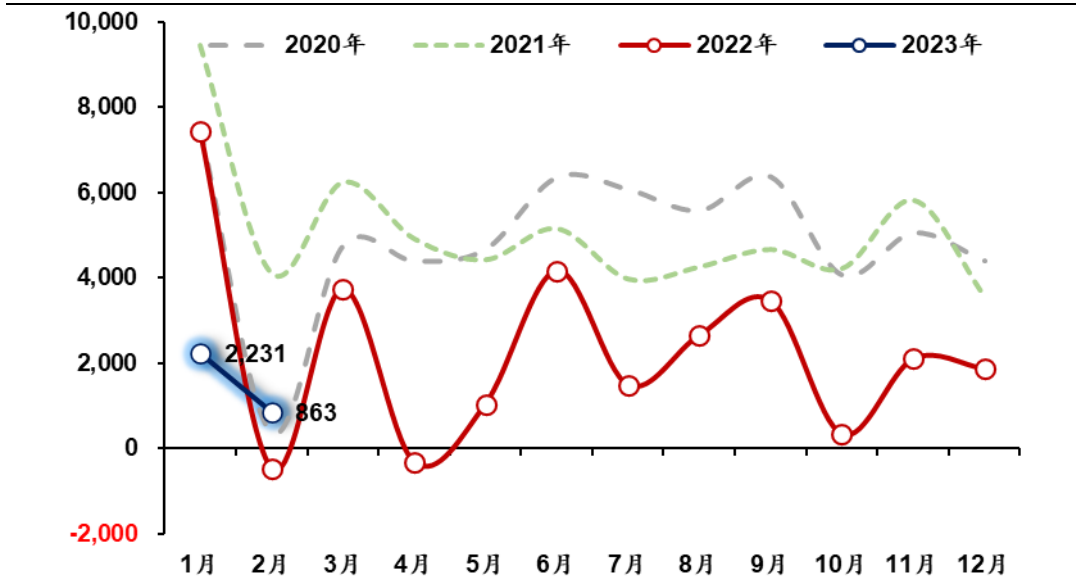
图表 8 新增居民短期贷款 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

居民中长贷边际回升。居民中长期贷款与地产需求端相挂钩, 2月居民中长贷款新增 863 亿元, 同比增加 1322 亿元, 地产需求端仍处于平稳回复期。

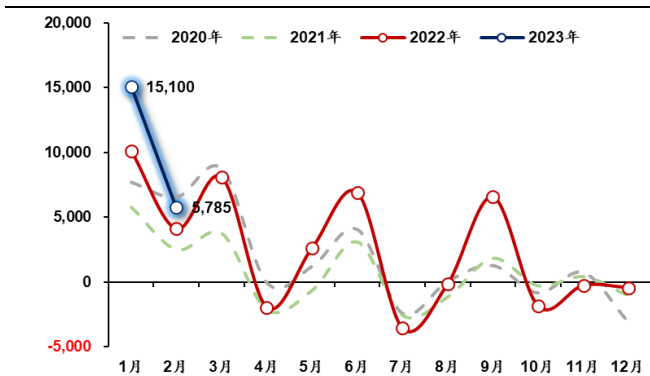
图表 9 居民中长期贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

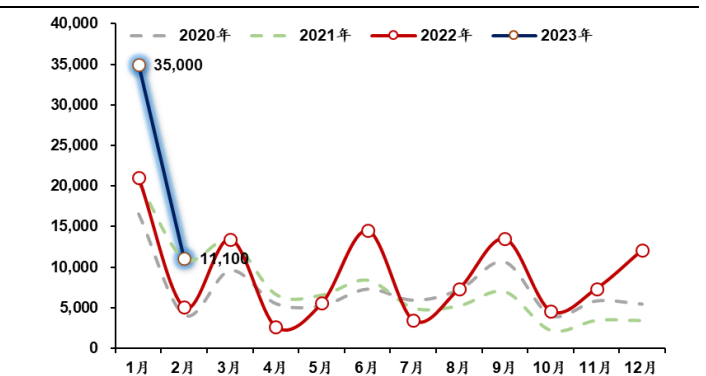
企业端融资来看，短期贷款当月新增 5785 亿元，同比多增 1674 亿元，中长期贷款当月新增 1.11 万亿元，同比多增 6048 亿元。企业融资需求中中长期贷款增速较好，节后开工企业资金需求旺盛。

图表 10 企业短期贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 企业中长期贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

1.2 债市策略：强信贷后关注宽松预期

2月社融与信贷数据总量与结构均呈现明显改善迹象。一方面，虽然货币政策执行报告提出“增强信贷总量的稳定性和持续性”，但现阶段来看银行信贷处于高位平滑，实体经济内生性融资需求修复斜率提升，信贷与社融可能进入趋势性回升轨道；但另一方面，结合一二月数据来看，银行开门红的背后仍存一些问题，一是大行低信贷定价挤压中小银行投放空间，银行息差收窄压力提升，二是前期政策性工具的配套融资集中落地也贡献了社融增量，三是信贷投放的区域性特征较显著，仍反映部分地区融资需求修复力度不足。

资金面再度收紧，债市对货币宽松预期升温。2月以来短端资金利率偏紧，资产端来看，大行信贷投放挤占融出资金额，DR007围绕政策利率波动，负债端来看，银行资产端的信贷投放需要负债支持，银行揽储压力加大，同业存单融资规模环比回升，资金面与理财配置需求或受影响。3月以来资金成本虽有所回落，但考虑到后续地方债发行规模提升、3月信贷数据或仍较强、大行融出资金规模有限等因素，资金利率或仍偏紧，债市对于货币宽松预期升温。

综上所述，2月社融与信贷虽然仍存政策主导性强、区域结构分化、信贷投放集中头部银行等因素，但总量和结构改善明显，债市再次引发对经济修复斜率的探讨——通胀数据、信贷数据、草根调研反映出的复苏趋势并不完全一致，基本面对债市的冲击尚未到达高峰。在信贷数据连续两个月超预期，叠加3月上旬信贷草根调研依然强势的背景下，市场应该更加关注信贷对银行间流动性的影响。考虑到地方债发行逐步放量、信用债到期续接高峰将至，市场对降准等货币宽松政策的预期博弈将更加激烈。

综上所述，我们认为当前各方面因素仍然难以推动10y国债突破2.9附近区间，后市关注基本面改善和资金面宽松的变化。

2 风险提示：

疫情存在不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。