

宏观利率

新增社融超预期，长端利率难下行

——2023年2月金融数据点评兼论利率影响

2023年3月12日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

➢ **2月新增社融大幅超预期。**2月社融存量353.97万亿元，同比增长9.9%（前值9.4%）。2月社融新增3.16万亿元，明显高于wind一致预期，且高于去年同期1.98万亿元。2月M2增速为12.9%（前值12.6%），高于wind一致预期值12.3%。M2和社融增速差由上月的3.2%回落至3.0%，整体仍处于高位。M1和M2增速差缩小至-7.1%（前值-5.9%），显示企业经营活力有所反复。

➢ **2月社融主要分项均出现改善。**2月新增人民币贷款1.82万亿元，创历年新高。非标三项合计-81亿元，新增未贴现银行承兑汇票减少70亿元。企业债券新增融资3644亿元，创2018年以来同期最高值。主要原因是货币供给相对于融资需求仍处于高位，收益率本身不存在大幅上行的基础。随着经济强预期减弱，债券融资利率在2月有所下降，带动债券融资需求恢复。地方政府专项债新增8138亿元，创历年新高。由于今年要求重大项目投资工作和配套融资前置，因此一季度地方专项债对社融有重要支撑。

➢ **信贷高增依然得益于企业部门，居民贷款增速有所回升。**2月企业贷款增加1.61万亿元，明显好于历年同期，企业贷款存量增长15.01%，创2016年以来新高。住户贷款和存款表现均有所恢复。2月住户贷款增加2081亿元，存量增速6.46%，连续两个月回升。存款角度看，2月住户存款增速进一步增长至18.30%，当月增加7926亿元，同比多增1.08万亿元，显示居民就业和收入预期并未完全恢复，消费和支出意愿较弱。

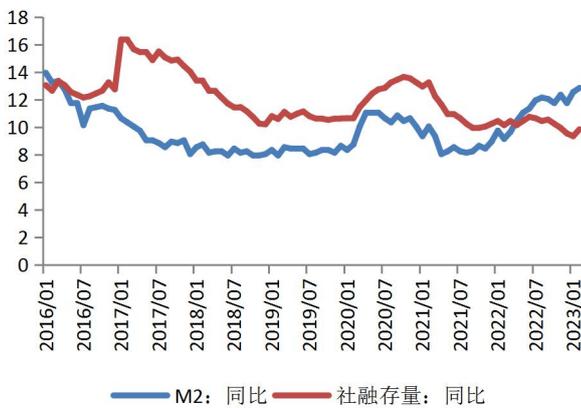
➢ **企业贷款结构延续改善，居民中长期微幅好转。**2月，企业中长期贷款增加1.11万亿元，同比多增6048亿元。企业中长期贷款存量增速去年8月以来持续增长，今年2月增速达到17.01%，类似于2017年8月、2021年2月的水平。居民中长期贷款存量增速回升至4.90%，2月新增863亿元，好于去年同期，主要和地产政策效应释放下房地产销售的好转有关。

➢ **市场启示：新增社融超预期，长端利率难下行。**2月社融总量大幅超预期，结构也出现了好转迹象，但隐忧仍存。主要表现为住户贷款恢复偏慢，企业和住户仍倾向于定期存款。金融数据整体和同期的PMI、通胀数据具有较高的配合度，显示经济复苏中存在波动，但复苏趋势不改。对于利率而言，2月以来，长端在经济复苏的分歧中表现出较强的韧性，两会定调偏稳之后，出现从均值回落的特征，后续不排除政策预期进一步带来扰动。我们认为国内经济二季度大概率延续疫后修复进程，经济自身动能的修复可能降低总需求政策压力，不能忽视收益率上行的风险，10年国债收益率或难明显低于2.85%。

➢ **风险提示：**疫后经济复苏超预期；美联储加息幅度超预期。

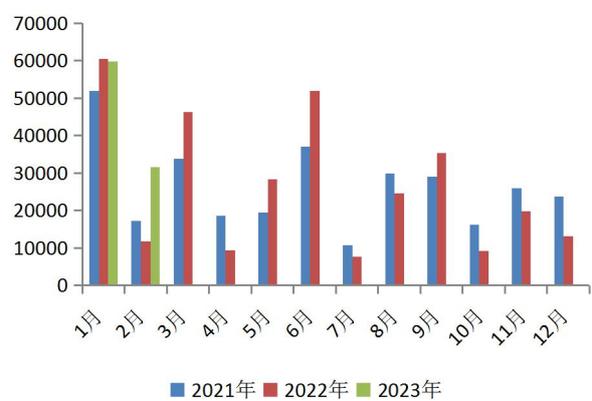


图 1: M2 及社融存量同比增速 (%)



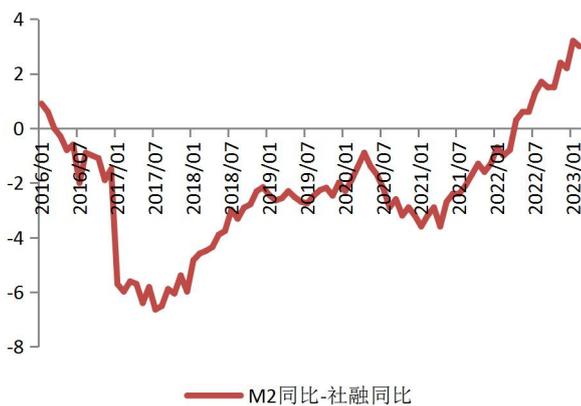
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 2: 新增社融当月值 (亿元)



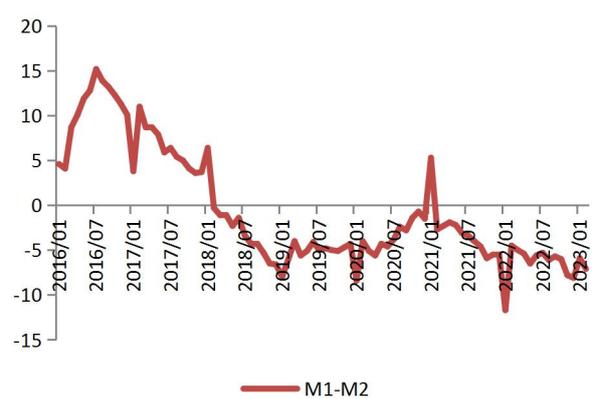
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 3: M2-社融 (%)



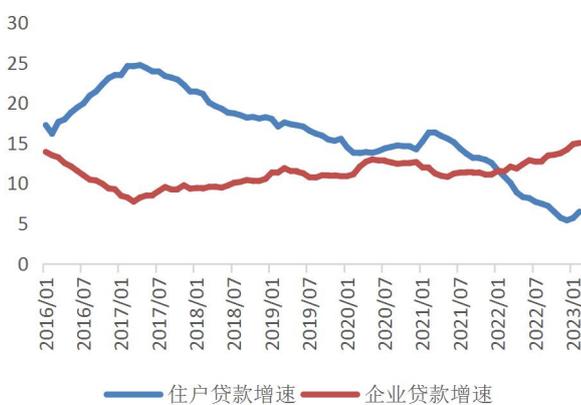
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 4: M1-M2 (%)



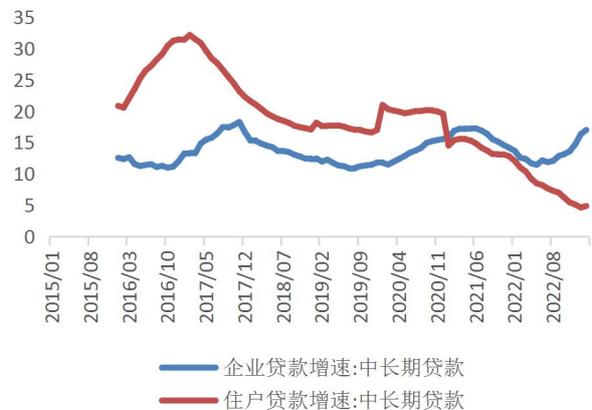
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 5: 企业贷款和住户贷款增速 (%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 6: 企业中长期贷款和住户中长期贷款增速 (%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：



#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336