

2023年2月货币金融数据点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

经济修复的融资印证

事件：

3月10日，央行公布2月货币金融数据：2月，新增人民币贷款1.81万亿元、预期1.4万亿元，同比多增5928亿元；新增社融3.16万亿元、预期2.08万亿元，同比多增1.95亿元；社融存量增速9.9%、较上月回升0.5个百分点；M2同比增速12.9%、较上月回升0.3个百分点。

融资总量和结构、延续双双改善，经济可以乐观些

线索一：企业端融资总量、结构延续改善，或指向稳增长加力、项目落地加快等。2月，新增社融3.16万亿元、同比多增1.95万亿元，创历史同期新高；代表企业中长期资金来源的有效社融增速、较上月回升0.45个百分点至11.1%，创近两年新高。融资总量高增，信贷依然是主要支撑项，其中，企业端融资延续改善，新增企业中长贷1.1万亿元、居历史同期之首、同比增加超6000亿元，或与年初稳增长加力带动配套融资增长等有关，例如，广东、贵州等9地公布的2023年重大项目投资规模达4.2万亿元、同比增长13%。

线索二：居民贷款边际改善，短贷尤其亮眼、或与消费需求加快释放等有关。2月，新增居民贷款同比增加超5400亿元、占信贷同比增量的90%；虽有一定基数因素，但居民信贷同比结束了近22个月的负增、边际明显好转。拆分来看，居民短贷表现亮眼，单月新增超1200亿元、同比多增超4000亿元以上，近4年同期均值为-3260亿元左右，或映射前期积压的消费需求正在加速修复，也可能和部分个体户经营活动修复带来的需求释放有关。新增居民中长贷860亿元以上、去年同期为-459亿元，或与商品房销售边际好转等有关、持续性还待跟踪。

往后来看，高频数据显示，3月初信贷融资或延续向好，或映射疫后活动加速修复。3月上旬，6个月国股银票转贴利率延续上涨、较去年同期高出近56BP，或反映3月初信贷融资需求保持高增、与项目开工落地加快等有关。重申观点：经济可以更加乐观些，新时代“朱格拉周期”已然启动。政策靠前、疫后活动加快修复，有利于信用环境修复；政策支持下，融资向制造业等倾斜，助力新时代“朱格拉周期”（详情参见《新时代“朱格拉周期”：来自资金的线索》）。

常规跟踪：新增社融超预期，企业端融资延续改善、居民端明显好转

新增社融超预期，除贷款贡献外，政府债券和表外票据支撑作用也非常明显。分项中，新增人民币贷款1.82万亿元、同比多增超9000亿元；表外票据融资放量、同比多增4100亿元以上；政府债券融资节奏前移、同比多增5400亿元以上。其他分项变化不大，企业债融资与去年相差无几、或意味着理财赎回潮接近尾声等。

信贷分项中，企业端延续改善、居民端也明显好转。2月，新增信贷1.81万亿元、同比多增近6000亿元，其中，新增企业中长贷1.1万亿元、同比多增6000亿元以上，新增企业短贷超5700亿元、同比多增1600亿元以上，票据延续收缩。居民端信贷也明显改善，居民中长贷同比多增超1300亿元至860亿元，短贷大幅放量至1200亿元左右。

M1回落、M2回升。2月，M1同比较上月小幅回落0.9个百分点至5.8%，或与春节错峰等有关；M2同比较上月回升0.3个百分点至12.9%。存款分项中，企业和居民存款同比分别多增1.29万亿元和7900亿元左右，财政存款同比少增超1400亿元。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、经济修复的融资印证.....	3
2、常规跟踪：新增社融超预期，企业端融资延续改善、居民端明显好转.....	4
风险提示.....	6

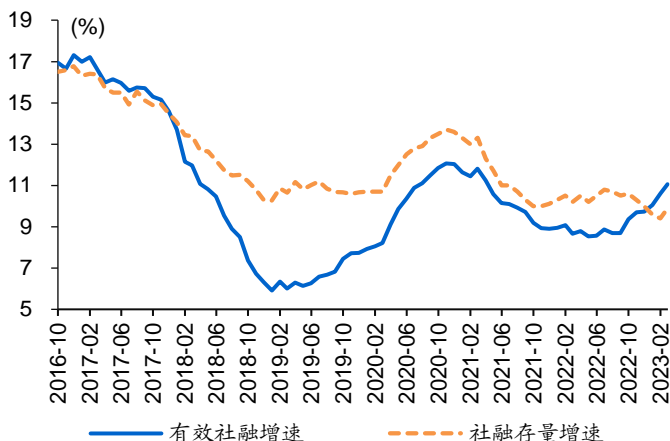
图表目录

图表 1：代表中长期资金来源的有效社融延续抬升.....	3
图表 2：新增企业中长贷居历史同期之首.....	3
图表 3：2023 年 7 省重大项目年度投资规模增长 12%.....	3
图表 4：黑龙江、贵州等地重大项目投资力度明显提升.....	3
图表 5：居民短贷大幅高增.....	4
图表 6：线下活动正在加速修复中.....	4
图表 7：6 个月国股银票转贴利率延续上涨.....	4
图表 8：制造业中长贷增速抬升至 2022 年底的 36.7%.....	4
图表 9：2 月，社融分项数据情况（亿元）.....	5
图表 10：2 月，信贷分项数据情况（亿元）.....	5
图表 11：2 月，M1 回落、M2 回升.....	6
图表 12：企业、居民存款高增，财政存款同比少增.....	6

1、经济修复的融资印证

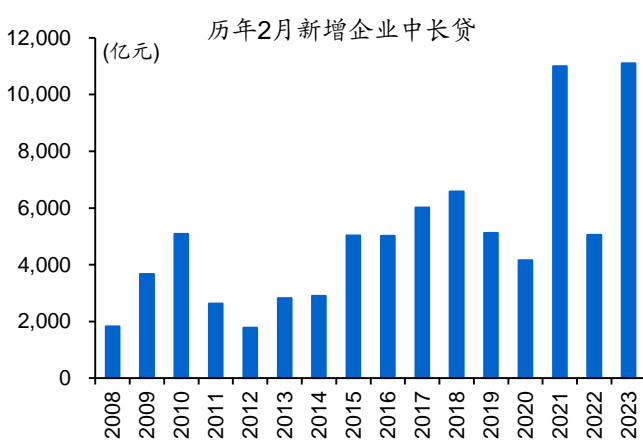
线索一：企业端融资总量、结构延续改善，或指向稳增长加力、项目落地加快等。2月，新增社融3.16万亿元、同比多增1.95万亿元，创历史同期新高；代表企业中长期资金来源的有效社融增速、较上月回升0.45个百分点至11.1%，创近两年新高。融资总量高增，信贷依然是主要支撑项，其中，企业端融资延续改善，新增企业中长贷1.1万亿元、居历史同期之首、同比增加超6000亿元，或与年初稳增长加力带动配套融资增长等有关，例如，广东、贵州等9地公布的2023年重大项目投资规模达4.2万亿元、同比增长13%。

图表1：代表中长期资金来源的有效社融延续抬升



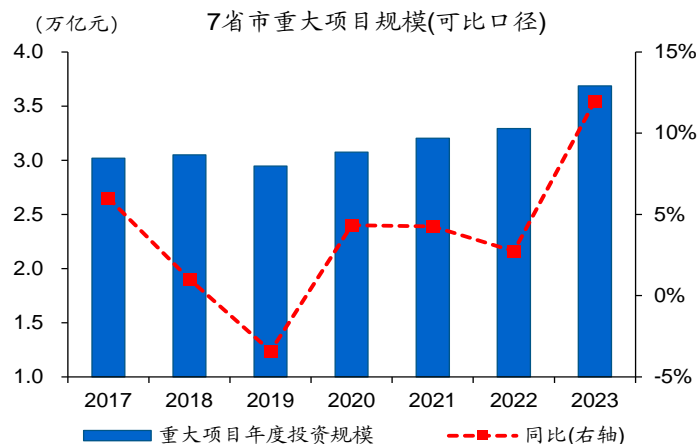
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：新增企业中长贷居历史同期之首



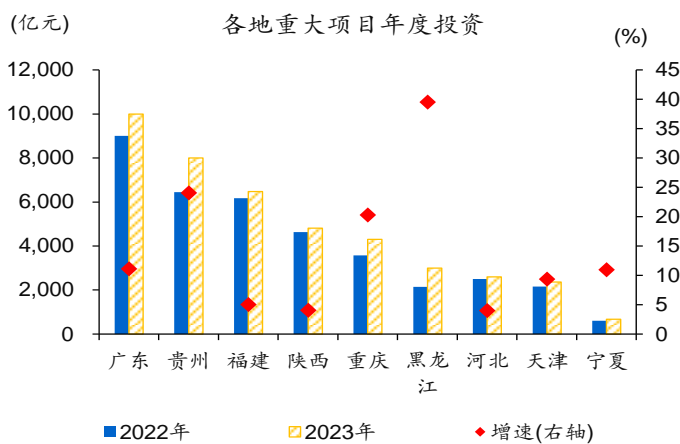
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：2023年7省重大项目年度投资规模增长12%



来源：政府网站，国金证券研究所

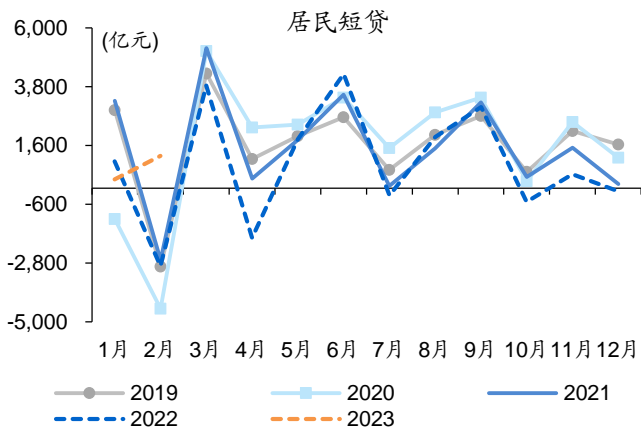
图表4：黑龙江、贵州等地重大项目投资力度明显提升



来源：政府网站，国金证券研究所

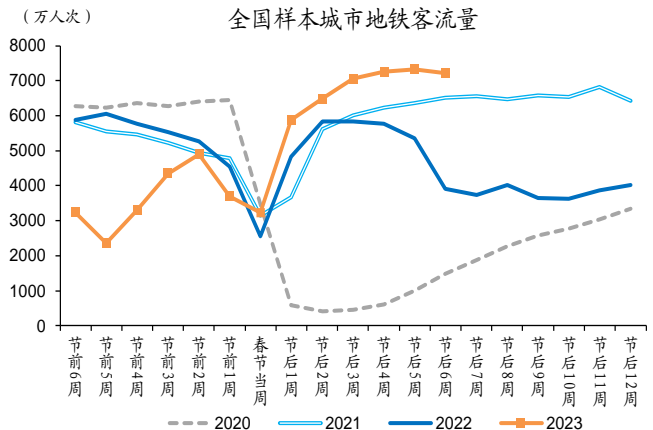
线索二：居民贷款边际改善，短贷尤其亮眼、或与消费需求加快释放等有关。2月，新增居民贷款同比增加超5400亿元、占信贷同比增量的90%；虽有一定基数因素，但居民信贷同比结束了近22个月的负增、边际明显好转。拆分来看，居民短贷表现亮眼，单月新增超1200亿元、同比多增超4000亿元以上，近4年同期均值为-3260亿元左右，或映射前期积压的消费需求正在加速修复，也可能和部分个体户经营活动修复带来的需求释放有关。新增居民中长贷860亿元以上、去年同期为-459亿元，或与商品房销售边际好转等有关、持续性还待跟踪。

图表5: 居民短贷大幅高增



来源: Wind、国金证券研究所

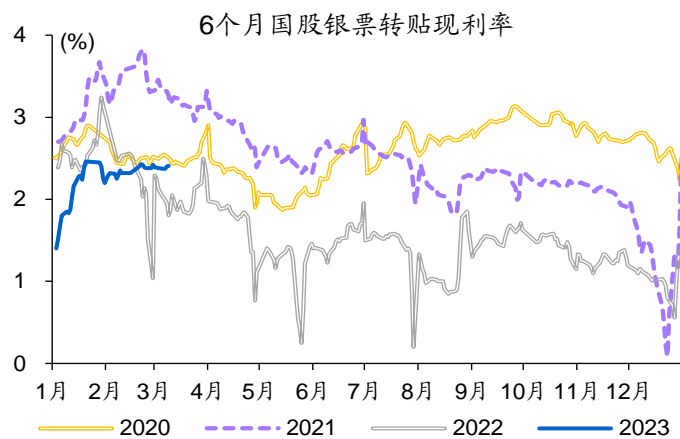
图表6: 线下活动正在加速修复中



来源: Wind、国金证券研究所

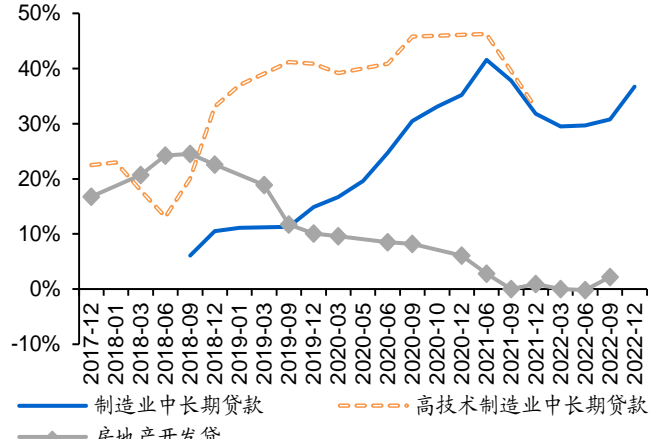
高频数据显示, 3月初信贷融资或延续向好, 或映射疫后活动加速修复。3月上旬, 6个月国股银票转贴利率延续上涨、较去年同期高出近56BP, 或反映3月初信贷融资需求保持高增、与项目开工落地加快等有关。重申观点: 经济可以更加乐观些, 新时代“朱格拉周期”已然启动。政策靠前、疫后活动加快修复, 有利于信用环境修复; 政策支持下, 融资向制造业等倾斜, 助力新时代“朱格拉周期”(详情参见《新时代“朱格拉周期”: 来自资金的线索》)。

图表7: 6个月国股银票转贴利率延续上涨



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 制造业中长贷增速抬升至2022年底的36.7%



来源: 中国人民银行、国金证券研究所

2、常规跟踪: 新增社融超预期, 企业端融资延续改善、居民端明显好转

新增社融超预期, 除贷款贡献外, 政府债券和表外票据支撑作用也非常明显。2月, 新增社融3.16万亿元、创历史同期新高, 高于预期的2.08万亿元; 社融存量增速较上月回升0.5个百分点至9.9%。分项中, 新增人民币贷款1.82万亿元、同比多增超9000亿元; 表外票据融资放量、同比多增4100亿元以上; 政府债券融资节奏前移、同比多增5400亿元以上。其他分项变化不大, 企业债融资与去年相差无几、或意味着理财赎回潮接近尾声等。

图表9: 2月, 社融分项数据情况(亿元)

月份	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票融资	政府债券
2022-02	12,170	9,084	480	-74	-751	-4,228	3,610	585	2,722
2022-03	46,565	32,291	239	107	-259	287	3,750	958	7,074
2022-04	9,327	3,616	-760	-2	-615	-2,557	3,652	1,166	3,912
2022-05	28,415	18,230	-240	-132	-619	-1,068	366	292	10,582
2022-06	51,926	30,540	-291	-380	-828	1,066	2,346	589	16,216
2022-07	7,785	4,088	-1,137	89	-398	-2,744	960	1,437	3,998
2022-08	24,712	13,344	-826	1,755	-472	3,486	1,512	1,251	3,045
2022-09	35,411	25,686	-713	1,508	-191	132	345	1,022	5,533
2022-10	9,134	4,431	-724	470	-61	-2,156	2,413	788	2,791
2022-11	19,837	11,448	-648	-88	-365	191	604	788	6,520
2022-12	13,058	14,401	-1,665	-101	-764	-554	-4,887	1,443	2,809
2023-01	59,840	49,314	-131	584	-62	2,963	1,486	964	4,140
2023-02	31,600	18,200	310	-77	66	-70	3,644	571	8,138
较上月	-28240	-31114	441	-661	128	-3033	2158	-393	3998
较去年同期	19430	9116	-170	-3	817	4158	34	-14	5416

来源: Wind、国金证券研究所

信贷分项中, 企业端延续改善、居民端也明显好转。2月, 新增信贷1.81万亿元、同比多增近6000亿元, 其中, 新增企业中长期贷1.1万亿元、同比多增6000亿元以上, 新增企业短贷超5700亿元、同比多增1600亿元以上, 票据延续收缩。居民端信贷也明显改善, 居民中长期贷同比多增超1300亿元至860亿元, 短贷大幅放量至1200亿元左右。

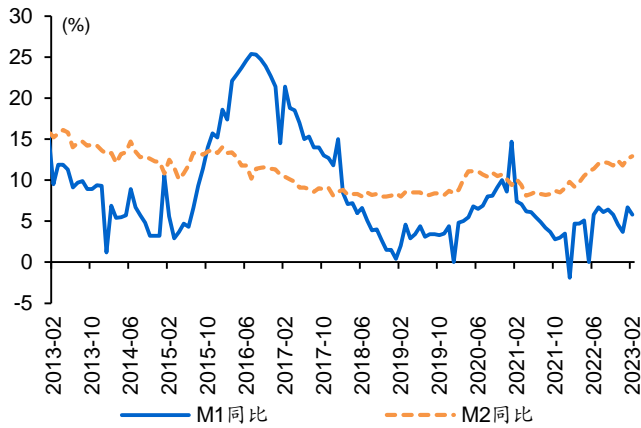
图表10: 2月, 信贷分项数据情况(亿元)

月份	新增信贷	短期信贷	票据融资	中长期信贷	企业中长期信贷	居民中长期信贷	企业短期信贷	居民短期信贷	非银贷款
2021-02	13,600	-194	-1,855	15,113	11,000	4,113	2,497	-2,691	180
2021-03	27,300	8,990	-1,525	19,539	13,300	6,239	3,748	5,242	-270
2021-04	14,700	-1,782	2,711	11,523	6,605	4,918	-2,147	365	1,532
2021-05	15,000	1,162	1,538	10,954	6,528	4,426	-644	1,806	624
2021-06	21,200	6,591	2,747	13,523	8,367	5,156	3,091	3,500	-1,906
2022-02	12,172	1,200	3,052	4,593	5,052	-459	4,111	-2,911	1,790
2022-03	31,300	11,937	3,187	17,183	13,448	3,735	8,089	3,848	-454
2022-04	6,454	-3,804	5,148	2,338	2,652	-314	-1,948	-1,856	1,379
2022-05	18,900	4,482	7,129	6,598	5,551	1,047	2,642	1,840	461
2022-06	28,100	11,188	796	18,664	14,497	4,167	6,906	4,282	-1,656
2022-07	6,790	-3,815	3,136	4,945	3,459	1,486	-3,546	-269	1,476
2022-08	12,500	1,801	1,591	10,011	7,353	2,658	-121	1,922	-425
2022-09	24,700	9,605	-827	16,944	13,488	3,456	6,567	3,038	-930
2022-10	6,152	-2,355	1,905	4,955	4,623	332	-1,843	-512	1,140
2022-11	12,100	284	1,549	9,470	7,367	2,103	-241	525	-99
2022-12	14,000	-529	1,146	13,975	12,110	1,865	-416	-113	-11
2023-01	49,000	15,441	-4,127	37,231	35,000	2,231	15,100	341	-585
2023-02	18,100	7,003	-989	11,963	11,100	863	5,785	1,218	173
较上月	-30900	-8438	3138	-25268	-23900	-1368	-9315	877	758
较去年同期	5928	5803	-4041	7370	6048	1322	1674	4129	-1617

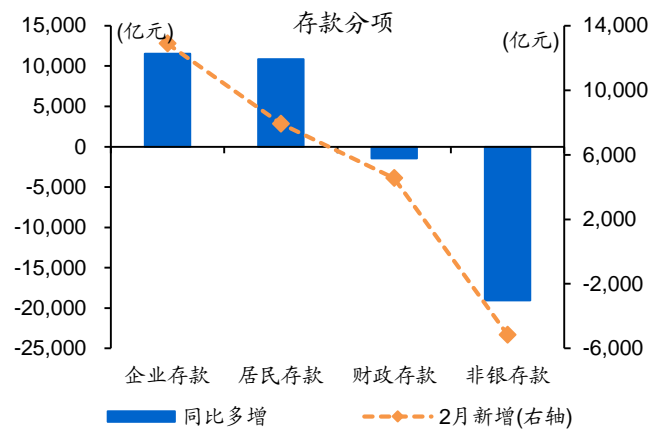
来源: Wind、国金证券研究所

M1 回落、M2 回升。2月，M1 同比较上月小幅回落0.9个百分点至5.8%，或与春节错峰等有关；M2 同比较上月回升0.3个百分点至12.9%。存款分项中，企业和居民存款同比分别多增1.29万亿元和7900亿元左右，财政存款同比少增超1400亿元。

图表11: 2月, M1 回落、M2 回升



图表12: 企业、居民存款高增, 财政存款同比少增



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402