

2023年2月金融数据点评

内生融资需求有待续力支持

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2023年2月新增社融3.16万亿元，新增人民币贷款1.81万亿元，M2货币供应量同比增长12.9%。

平安观点：

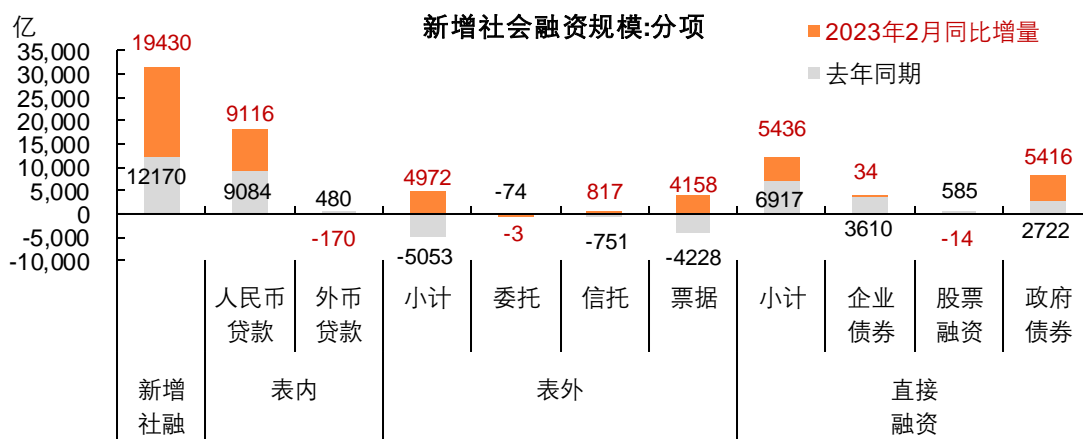
- **社融同比大幅多增，大类结构相对均衡。**1) 人民币贷款投放强劲，创历史新高。2) 政府债券融资发力，地方政府专项债提前批较快发行。3) 表外融资规模少减，一方面，银行表内融资需求较强，票据冲量规模不大；另一方面，金融监管有所松动，信托参与房地产“保交楼”项目纾困。4) 企业直接融资有所恢复，股债增量基本持平于去年。理财赎回风波暂缓，且机构债券配置需求较强，企业债融资明显回暖，未进一步拖累社融。
- **人民币贷款投放强劲，主要受到企业中长期贷款、居民短期贷款和企业短期贷款驱动。**1) 居民贷款同比多增，但短贷中可能不乏“水分”。居民中长期贷款同比贡献增量，主因去年2月同期基数走低，但房地产销售边际回暖也有助推。2月居民短期贷款“异动”，出现2016年同期以来的首次正增长，或受到居民套利置换贷款的套利影响。2) 企业短期和中长期贷款表现均强，受稳增长政策落地和经济疫后修复的共同推动。一方面，政策驱动力量较强，年初以来基建投资发力带动配套融资，房地产融资政策逐步落实推升开发贷投放。另一方面，经济疫后“重启”的环比修复力度不弱，企业信心有所改善，且贷款利率处于低位，融资环境较为友好，制造业及民间融资需求或有所修复。
- **M2同比增速进一步提升。**在经济疫后修复和政策加力的支持下，2月信贷投放强劲，推动M2、社融和人民币贷款的增速同步提升。不过，M2回升的幅度并不及社融，“M2-社融”差值下行。银行对非银的资金投放仅计入M2、不计入社融。因融资需求回暖，银行信贷投放消耗超储，市场开始“缺长钱”；2月银行间市场利率环比较快上行，同业拆借规模下滑，非银存款也同比大幅少增；金融体系资金空转现象有所缓解，因而“M2-社融”差值也有收敛。M1增速数值回落，但企业部门实际现金流可能有一定改善。为剔除春节错位的影响，可将1-2月数值合并考虑：1) 2023年1-2月M1同比增长6.28%，仍处于较高水平。2) 1-2月企业存款增加5745亿元，同比多增1.8万亿，相比20-22年同期均值多增1.9万亿。
- 2月社融总量和结构均有改善，虽受到政策发力的助推，但也从侧面体现出经济疫后环比修复力度不弱，企业的信贷和现金流存在一定好转迹象。我们认为，货币金融政策有必要畅通融资渠道，激发企业和居民部门的生活力，以巩固经济回稳向上势头。一方面，稳定企业融资成本，维持合理充裕流动性，必要时或可“降准”提供长期资金；另一方面，加快推进全面注册制、扩展民企债券融资支持工具适用范围，提升直接融资占比。

一、新增社融结构均衡

2023年2月社融同比大幅多增，超市场预期。2月新增社会融资规模为31600亿元，同比多增19430亿元。社融存量同比较上月上行0.5个百分点至9.9%。**社融增长的大类结构相对均衡，信贷融资、政府债融资、表外融资分别同比多增8946亿、5416亿、4972亿**，各分项中，仅外币贷款、委托贷款和非金融企业股票融资三个分项同比小幅减少。**2月社融数据的强劲表现主要得益于：**

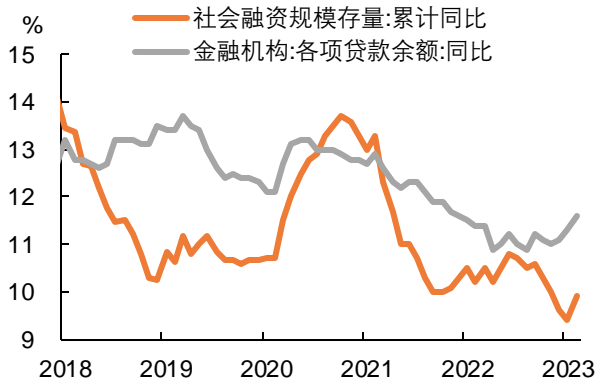
- **一是，人民币信贷投放强劲。**2月人民币贷款表现强劲，同比多增9116亿元，创社融口径人民币贷款2月同期的历史新高。**外币贷款折合人民币新增310亿元**，同比少增170亿元，但结束连续了10个月的净偿还。
- **二是，政府债券融资发力。**2月政府债券净融资8138亿元，同比多增5416亿元。一方面，政府债融资规模通常在春节月走低，同比多增一定程度上受到春节时间“错位”的影响。另一方面，今年财政继续“前置”发力，地方政府专项债的提前批较快发行，1-2月政府债累计融资1.23万亿，规模较去年同期多3530亿元。
- **三是，表外融资规模少减。**其中，**1) 表外未贴现银行承兑汇票规模减少70亿元**，同比少减4158亿元，相比18年-22年同期均值也少减2040亿元。表外票据规模少减，原因可能是银行表内融资需求较强，票据冲量规模不大。一方面，2月国股半年期票据利率走势稳定在2.4%-2.5%的较高位置，月末并无下行异动；另一方面，将表内外票据合并看，二者共缩量1059亿元，相比过去5年同期均值仅多增500亿元。**2) 信托贷款新增66亿元**，系2020年5月以来首次正增长，较去年同期多增817亿元，或因信托参与房地产“保交楼”项目纾困；**3) 委托贷款同比略多减3亿元。**
- **此外，企业直接融资有所恢复，股债增量基本持平于去年，未进一步拖累社融。**2月企业直接融资同比多增20亿元，较1月同比少增4550亿元的状况明显改善。**1) 企业债净融资3644亿元**，同比多增34亿元，相比18年-22年同期均值多增1550亿元。因理财赎回风波暂缓，且机构债券配置需求较强，2月末3年期AA级中票信用利差较1月末下行28bp至99bp，企业债融资明显回暖。**2) 非金融企业境内股票融资571亿元**，同比少增14亿元，相比18年-22年同期多增126亿元。

图表1 2023年2月新增社融的同比增量



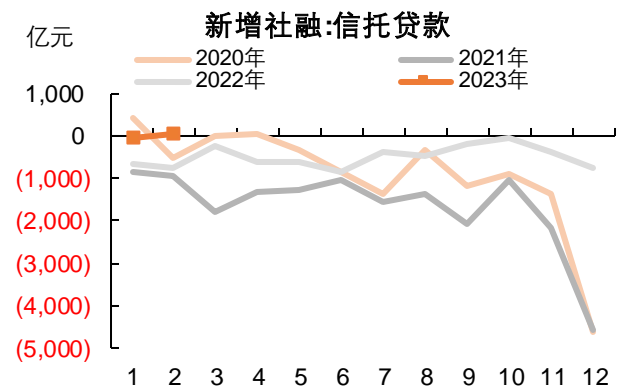
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 2月社融存量同比较上月上行0.5个百分点至9.9%



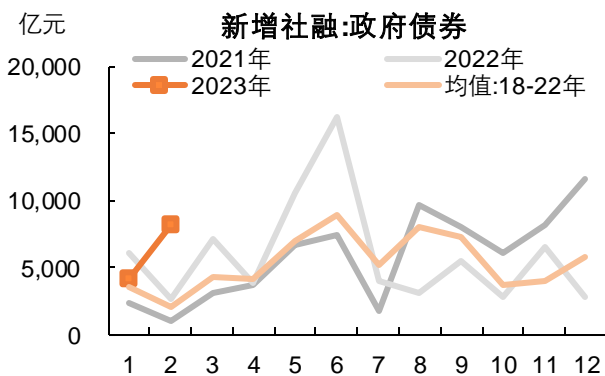
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2月信托贷款融资规模由负转正



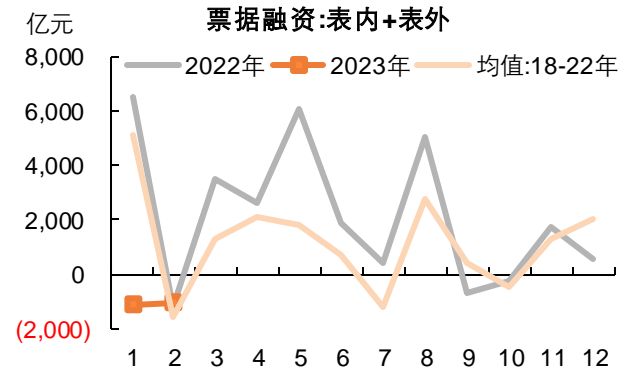
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 2月政府债券发行提速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2月表内外票据合计规模符合季节性



资料来源: wind, 平安证券研究所

二、企业信贷需求回暖

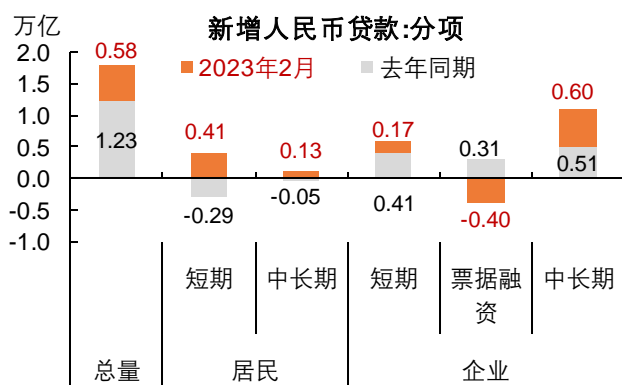
2023年2月人民币贷款投放较强。2月新增人民币贷款18100亿元，相比18年-22年同期均值多增7658亿元；贷款存量同比增长11.6%，较上月提升0.3个百分点。除票据融资以外，人民币贷款各分项均同比多增，但其中不乏去年2月信贷基数偏弱的扰动。与18年-22年同期均值相比，人民币贷款增量源于企业中长期贷款、居民短期贷款和企业短期贷款，分别贡献4716亿元、3919亿元和2576亿元多增；居民中长期贷款和票据融资则构成一定拖累。**具体地：**

一方面，居民贷款同比多增，但短贷中可能不乏“水分”。1)居民中长期贷款同比多增1322亿元，相比18年-22年同期均值少增1031亿元。一方面，去年2月基数走低，出现了“有统计以来居民中长期贷款单月首次压降”；另一方面，也与房地产销售的边际回温相关，克而瑞统计的百强房企销售金额2月单月同比增长14.9%，累计同比降幅也自1月的-32.5%收窄至-11.6%。2)居民短期贷款新增1218亿元，系2016年同期以来首次正增长；单月同比多增4129亿元，相比18年-22年同期均值也多增3919亿元。2月居民短期贷款“异动”，或受到居民套利置换贷款的影响。去年以来，个人住房按揭贷款利率较快下行，存量和增量贷款投放的利差可达1-2个百分点，“消费贷”、“经营贷”等短期贷款利率也同步下行，以低利率的短期贷款偿还高利率存量房贷变得“有利可图”。据澎湃新闻3月9日报道，目前银保监会办公厅已下发《关于开展不法贷款中介专项治理行动的通知》，落实经营贷款用途，打击中介套利行为。

另一方面，企业短期和中长期贷款表现均强，票据贴现规模趋降。1) 企业短期贷款 5785 亿元，同比多增 1674 亿元。2) 企业中长期贷款 11100 亿元，同比多增 6048 亿元。3) 票据融资-989 亿元，同比多减 4041 亿元。

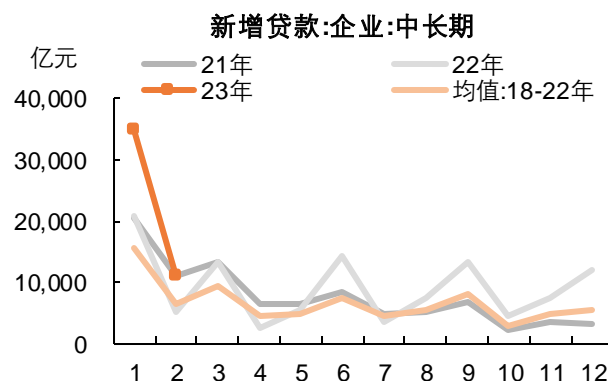
企业贷款表现优秀，受稳增长政策落地和经济疫后修复的共同推动。一方面，政策驱动力量较强，年初以来基建投资发力带动配套融资，房地产融资政策逐步落实推升开发贷投放。据 Mysteel 不完全统计，2023 年 1-2 月全国多地积极启动新一轮重大项目开工，共开工 27016 个项目，总投资额约 18.5 万亿，较去年同期增长 14.2%。据人民银行副行长潘功胜介绍，今年 1 月，房地产开发贷款新增超过 3700 亿元，同比多增 2200 亿元，房地产融资“第一支箭”正逐步落地见效。另一方面，经济疫后“重启”的环比修复力度不弱（1 月、2 月 PMI 新订单、生产等分项连续走高），企业信心有所改善（2 月 PMI 生产经营活动预期升至 2022 年 3 月以来高点），且贷款利率处于低位，融资环境较为友好（2 月 BCI 企业融资环境指数创疫情以来新高），制造业及民间融资需求或有所修复。

图表6 2023 年 2 月人民币贷款分项同比多增



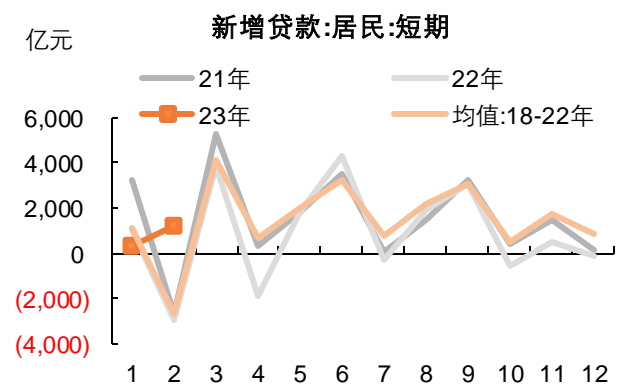
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 2023 年 2 月企业中长贷规模与 2021 年同期相当



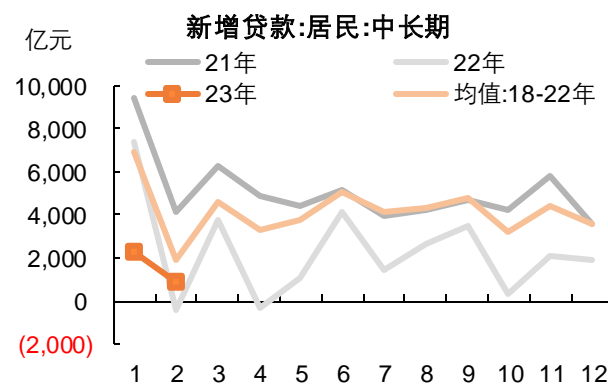
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2023 年 2 月居民短期贷款增量“异动”



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 2023 年 2 月居民中长期贷款增量仍低于历史均值



资料来源: wind, 平安证券研究所

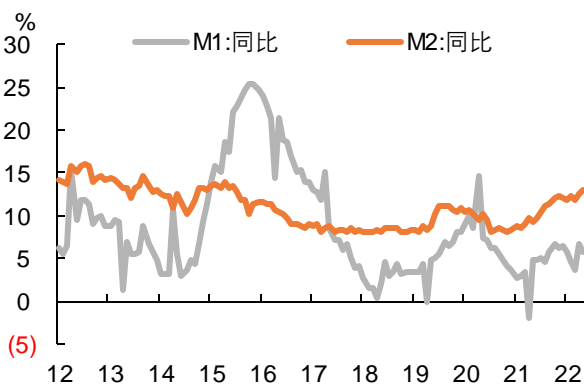
三、货币供应量进一步增长

2 月 M2 同比增速较上月提升 0.3 个百分点至 12.9%。在经济疫后修复和政策加力的支持下，2 月信贷投放强劲，推动 M2、社融和人民币贷款的增速同步提升。不过，M2 回升的幅度不及社融，二者增速差自历史高位收窄了 0.2 个百分点。

- 2022年4月，社融存量同比增速开始低于M2同比增速，背景是上海等地疫情防控形势严峻，实体经济融资需求走弱，社融信贷触“冰”；同时，央行以上缴利润的形式助力财政留抵退税，形成基础货币的大规模投放。尽管贷款利率较快下行，财政货币政策给予市场充裕的流动性支持，但实体经济融资需求的修复偏慢，流动性一度淤积在银行间市场，使得DR007利率持续低于政策利率，“加杠杆滚隔夜”的资金空转行为屡见不鲜。因银行对非银的资金投放仅计入M2、不计入社融，M2增速较快提升，“M2-社融”的差值也逐步扩大，至2023年1月达3.2个百分点。
- 随着实体经济融资需求的恢复，银行信贷投放较快，消耗超额存款准备金，市场开始“缺长钱”。**2023年2月，银行间市场利率环比较快上行**（2月银行间市场同业拆借月加权平均利率为1.92%，比上月高0.48个百分点），**同业拆借规模下滑**（2月份银行间市场同业拆借日均成交同比下降11.8%），**非银存款也同比大幅少增**（2月非银行业金融机构存款同比少增1.9万亿，相比20-22年同期均值也多减1.68万亿），**金融体系资金空转现象有所缓解，因而“M2-社融”差值也有收敛。**

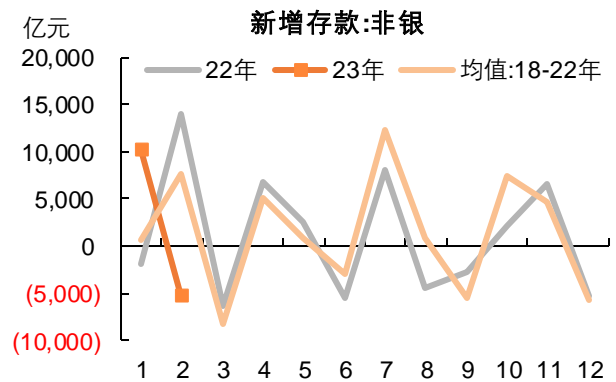
2月M1同比增长5.8%，较上月降低0.9个百分点。M1构成主要是企业活期存款，春节前企业支付薪资、奖金，往往会导致活期存款阶段性减少，春节后则有回流。历年春节时间不定，对M1增速的扰动较大。**尽管M1增速的数值回落，但企业部门实际现金流可能有一定改善。**为剔除春节错位的影响，可将1-2月数值合并考虑：**1）2023年1-2月M1同比增长6.28%，仍处于较高水平。2）1-2月企业存款增加5745亿元，同比多增1.8万亿，相比20-22年同期均值多增1.9万亿。**

图表10 2023年2月M2增速提升，M1增速下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 2023年2月非银行业金融机构存款同比大幅少增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033