

预期稳步改善，融资持续修复

——2月金融数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

政府及企业扩表，社融同比高增。2月社融新增规模大幅超出市场预期，创2002年以来的历史同期新高，主要拉动分项在于信贷及政府债券，一方面积极财政政策加力提效正在兑现，地方政府延续前置的发债节奏以尽早形成实物工作量；另一方面企业预期稳步改善，中长期贷款同比提升明显。就结构而言，2月社融及信贷数据呈以下特点：**政府发债贡献显著。**今年财政支出发力节奏依旧相对靠前，政府尽早谋划的意愿在今年专项债的提前下达及预算安排中可得到印证，加快专项债发行并尽早形成实物工作量的要求表明政府靠前发力以稳定经济增长的迫切。**企业发债逐渐回归常态。**2月企业债券融资环比与同比的双双改善或表明去年底11月开启的理财赎回潮几近尾声。**信贷支撑作用仍强。**2月新增人民币贷款同样超出市场估计。其中中长期贷款同比规模的多增，尤其是企业部门中长期贷款的扩张为主要贡献。**居民部门信用扩张同比明显回升**，其中短期贷款拉动较强，或印证居民消费正处于向上修复的过程中，此前相对谨慎的扩表态度有所缓和。值得注意的是，2月居民部门新增中长期贷款环比有所缩量，而这与2月地产销售数据边际回暖产生了背离，我们理解这主要受到了居民“提前还贷潮”的影响。**企业信贷同比持续扩张。**中长期贷款的同比多增是主要驱动。企业部门信贷的同比扩张一则反映出随生产活跃度的上升，企业对日常生产经营相关短期资金需求也有所上行；二则体现了企业进行资本开支的意愿相比去年同期大幅改善，这背后是企业预期的稳步回升。

流动性同比加快扩张。2月M2同比超出市场预期。从存款来看，2月住户存款及非金融企业存款同比多增均超1万亿元，或反映出内生融资需求修复及融资优惠政策带动派生存款增加，从而抬升M2同比增速。财政存款同比少增，或因本月财政加大支出力度，资金从政府部门向居民、企业部门的转移也是本月M2同比多增的贡献之一。M1同比受春节错位的影响小幅放缓。不过，M2与M1增速的剪刀差走阔，可能也反映出资金存在一定“空转”情况。在信贷供给端的大力推动下，一些优质企业能以极低的利率拿到银行的长期贷款，存在金融套利的空间。即企业贷款中可能存有一定“水分”。但瑕不掩瑜，总体来看这份金融数据仍是令人满意的。

预期稳步改善，融资需求不断修复。2月金融数据依旧全面超出市场一致预期，政府部门及私人部门信贷的同比扩张形成合力支撑本月社融的大幅改善，也符合我们在1月金融数据点评中所提出的“信贷改善的趋势确定性较强”的观点，类似1月的社融高增持续性不强，所以在1月信贷快速扩张后，本月信贷增长不可避免边际放缓，但相比去年同期社融的明显改善也不容忽视。这既有低息贷款等稳增长政策扶持，也离不开居民及企业内生融资需求修复的驱动，这可在2月PMI产需指数及汽车、地产相关的高频数据中得到一定印证。向后看，考虑到大规模低息贷款将加大银行净息差压力，长时间以低利率刺激借贷需求将引发一定风险，后续社融增速或主要由实体经济修复中产生的有效融资需求来驱动，政策的助推可能将逐步淡化，央行可能会有一定的“挤水分”的动力。政府工作报告指出“稳健的货币政策要精准有力”，2022年第四季度中国货币政策执行报告同样强调了这点，表明相比总量，今年货币政策或许更重结构调整。

风险提示：政策不及预期。

目录

1. 数据	5
2. 政府及企业扩表，社融同比高增	5
3. 流动性同比加快扩张	7
4. 预期稳步改善，融资需求不断修复	8

图表目录

图表 1: 2 月新增社融大幅超出市场预期.....	5
图表 2: 政府发债规模扩张.....	6
图表 3: 企业债券同比、环比双双改善.....	6
图表 4: 2 月信贷新增规模超出市场预期.....	6
图表 5: 居民部门信贷同比明显回升.....	7
图表 6: 企业部门信贷同比持续扩张.....	7
图表 7: 2 月 M2 同比加快扩张.....	8

1. 数据

2月社会融资规模新增3.16万亿元，市场预期（Wind，下同）2.08万亿元，前值5.98万亿元。

2月人民币贷款新增1.81万亿元，市场预期1.43万亿元，前值4.9万亿元。

2月M2同比增长12.9%，市场预期12.3%，前值12.6%。

2. 政府及企业扩表，社融同比高增

2月社融新增规模大幅超出市场预期，创2002年以来的历史同期新高，同比多增1.94万亿元。主要拉动分项在于信贷及政府债券，一方面积极财政政策加力提效正在兑现，地方政府延续前置的发债节奏以尽早形成实物工作量；另一方面企业预期稳步改善，中长期贷款同比提升明显。

图表1：2月新增社融大幅超出市场预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

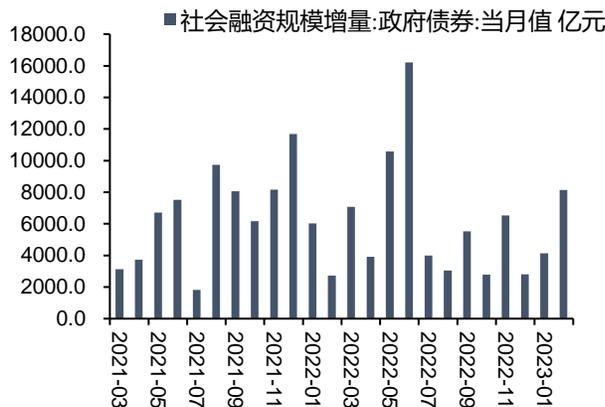
就结构而言，2月社融及信贷数据呈以下特点：

政府发债贡献显著。2月政府债券融资规模达8138亿元，相比上月融资规模扩大了3998亿元，主因在于1月春节假期对政府发债形成了一定客观限制，发债或有延迟。本月政府发债同比多增5416亿元，反映出今年财政支出发力节奏依旧相对靠前，政府尽早谋划的意愿在今年专项债的提前下达及预算安排中可得到印证。2023年财政预算草案安排专项债新增额度为3.8万亿元，提前批规模达2.19万亿元，占去年新增专项债额度(3.65万亿元)比重为60%，达全国人大授权提前下达占比(40%-60%)的上限，加快发行并尽早形成实物工作量的要求表明政府靠前发力以稳定经济增长的迫切。

企业发债逐渐回归常态。2月企业债券融资3644亿元，环比持续改善，多增2158亿元；同比多增34亿元，同比规模由收缩转为小幅扩张，成为除信贷及政府发债外，拉动本月社融同比

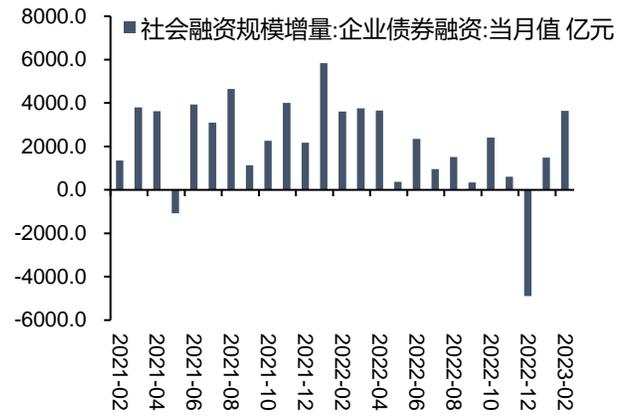
多增的一大力量。本月企业债券融资环比与同比的双双改善或表明去年底11月开启的理财赎回潮几近尾声。

图表 2：政府发债规模扩张



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

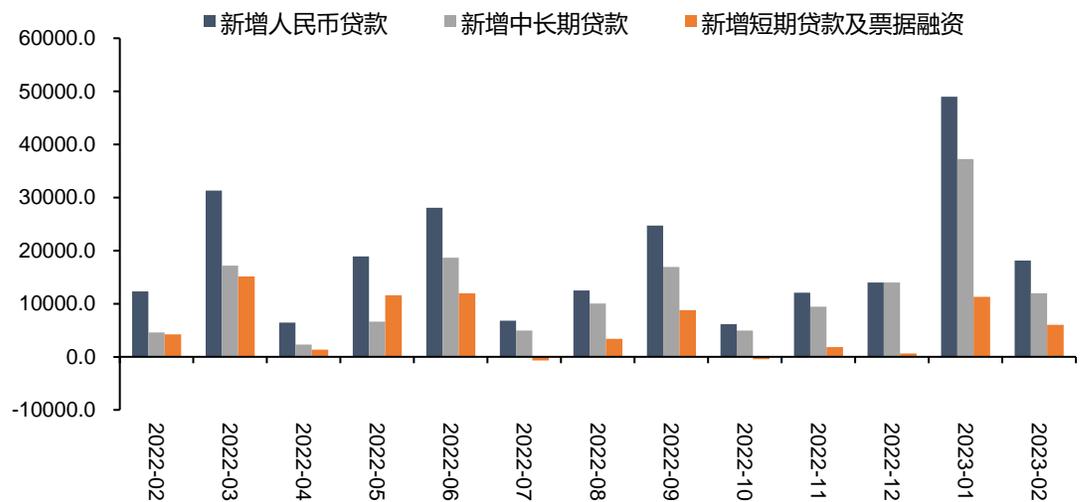
图表 3：企业债券同比、环比双双改善



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

信贷支撑作用仍强。2月新增人民币贷款1.81万亿元，同样超出市场估计。同比多增5800亿元，其中中长期贷款同比规模的多增，尤其是企业部门中长期贷款的扩张为主要贡献。居民部门信贷的同比扩张则在短期贷款方面更为明显。

图表 4：2月信贷新增规模超出市场预期



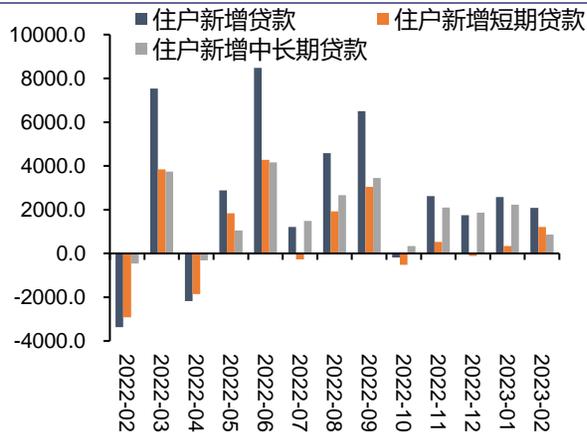
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

居民部门信用扩张同比明显回升。2月居民新增人民币贷款2081亿元，同比多增5450亿元，1月份则为同比少增5858亿元，相比而言，居民部门同比的边际扩张较为明显，其中短期贷款拉动较强，同比多增4129亿元，中长期贷款则同比多增1322亿元。考虑到居民短期借贷主要用于汽车等大宗商品消费，2月份该数据的改善也印证消费正处于向上修复的过程中，此前相对谨慎的扩表态度有所缓和。值得注意的是，2月居民部门贷款的绝对值并不算高，环比上月出现少增，主要在于新增中长期贷款相比上月有所缩量，而这与2月地产销售数据边际回暖产生了背离，我们理解这主要受到了居民“提前还贷潮”的影响。尽管从高频数据上来

看，2月地产销售情况边际有所改善，但理财产品收益不佳、近期房贷利率的调整都引发了居民提前还贷的动机，综合下来，2月份居民中长期贷款表现仍不算强劲。

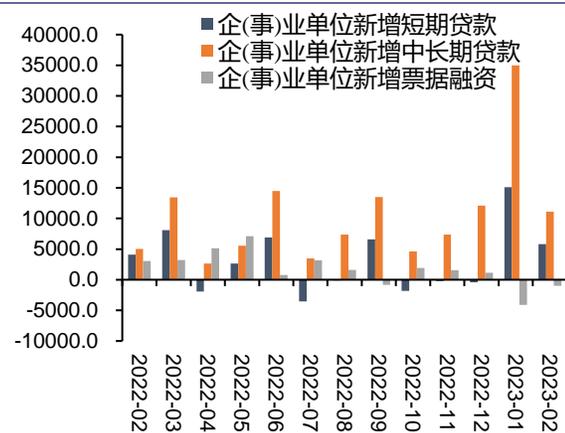
企业信贷同比持续扩张。2月企业部门新增人民币贷款1.61万亿元，其中新增中长期贷款占比68.9%。同比而言，本月企业部门延续扩张趋势，同比多增3700亿元，短期贷款多增1674亿元，中长期贷款同比多增规模达6048亿元，是本月信贷同比增量的主要驱动。企业部门信贷的同比扩张一则反映出随生产活跃度的上升，企业对日常生产经营相关短期资金需求也有所上行；二则体现了企业进行资本开支的意愿相比去年同期大幅改善，这背后是企业预期的稳步回升。

图表 5：居民部门信贷同比明显回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 6：企业部门信贷同比持续扩张



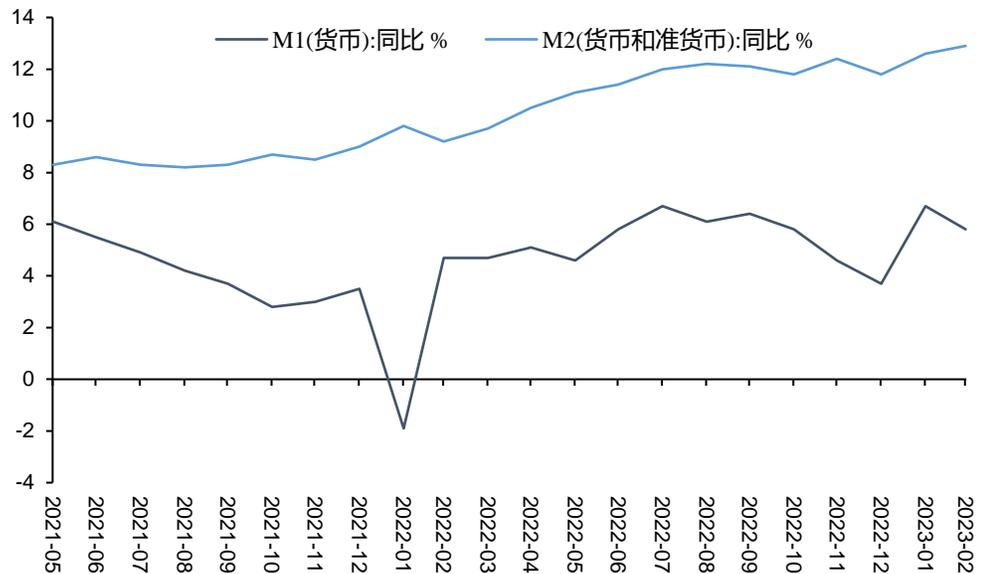
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 流动性同比加快扩张

2月M2同比增速为12.9%，较上月小幅上行0.3个百分点，超出市场预期。从存款来看，2月住户存款增加7926亿元，非金融企业存款增加1.29万亿元，分别同比多增1.08、1.15万亿元，或反映出内生融资需求修复及融资优惠政策带动派生存款增加，从而抬升M2同比增速。财政存款同比少增1444亿元，或因本月财政加大支出力度，资金从政府部门向居民、企业部门的转移也是本月M2同比多增的贡献之一。M1同比小幅放缓至5.8%，前值6.7%，或受春节错位的影响：去年春节在2月初，因此1月M1因企业集中发放薪酬、年终奖等，基数偏低，2月基数相对有所走高，这相应拉低了本月M1的同比增速。

不过，M2与M1增速的剪刀差走阔，可能也反映出资金存在一定“空转”情况。在信贷供给端的大力推动下，一些优质企业能以极低的利率拿到银行的长期贷款，存在金融套利的空间。即企业贷款中可能存有一定“水分”。但瑕不掩瑜，总体来看这份金融数据仍是令人满意的。

图表 7：2 月 M2 同比加快扩张



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 预期稳步改善，融资需求不断修复

2 月金融数据依旧全面超出市场一致预期，政府部门及私人部门信贷的同比扩张形成合力支撑本月社融的大幅改善，也符合我们在 1 月金融数据点评中所提出的“信贷改善的趋势确定性较强”的观点，类似 1 月的社融高增持续性不强，所以在 1 月信贷快速扩张后，本月信贷增长不可避免边际放缓，但相比去年同期社融的明显改善也不容忽视。这既有低息贷款等稳增长政策扶持，也离不开居民及企业内生融资需求修复的驱动，这可在 2 月 PMI 产需指数及汽车、地产相关的高频数据中得到一定印证。向后看，考虑到大规模低息贷款将加大银行净息差压力，长时间以低利率刺激借贷需求将引发一定风险，后续社融增速或主要由实体经济修复中产生的有效融资需求来驱动，政策的助推可能将逐步淡化，央行可能会有一定的“挤水分”的动力。政府工作报告指出“稳健的货币政策要精准有力”，2022 年第四季度中国货币政策执行报告同样强调了这点，表明相比总量，今年货币政策或许更重结构调整。

风险提示：政策不及预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。