

关注结构端改善的可持续性

2023年2月金融数据点评

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆事件：2023年3月10日，中国人民银行公布2023年2月份金融数据显示：2月份人民币贷款增加1.81万亿元，同比多增5928亿元，前值为4.9万亿元；2023年2月社会融资规模增量为3.16万亿元，同比多增1.95万亿元，前值为5.98万亿元；2月末社会融资规模存量为353.97万亿元，同比增长9.9%，前值为350.93万亿元；2月末，M2同比增长12.9%，前值12.6%；M1同比增长5.8%，前值6.7%。

◆对此，我们点评如下：总的来看，2月金融数据延续上月开门红的走势。由于财政政策的前置发力，加上稳增长政策的驱动以及经济内生动能的修复，拉动企业及居民端信贷的扩张，共同形成合力支撑2月社融数据的走强。

站在当前时点，经济复苏的大方向是明确的，但是仍需关注社融结构改善的可持续性，关注居民部门和民营企业投融资的恢复，从而进一步确认经济修复的斜率和高度。

向后看，今年的政府工作报告延续“稳健的货币政策要精准有力”的总基调，表明今年货币政策更注重结构调整，后续社融增速或主要由实体部门复苏中产生的实际融资需求来推动，总量端的政策助推可能将逐步淡化。

◆风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断

事件：

2023年3月10日，中国人民银行公布2023年2月份金融数据显示：

2月份人民币贷款增加1.81万亿元，同比多增5928亿元，前值为4.9万亿元；

2023年2月社会融资规模增量为3.16万亿元，同比多增1.95万亿元，前值为5.98万亿元；

2月末社会融资规模存量为353.97万亿元，同比增长9.9%，前值为350.93万亿元；

2月末，M2同比增长12.9%，前值12.6%；M1同比增长5.8%，前值6.7%。

对此，我们的点评如下：

1. 居民信贷边际改善，企业信贷持续扩张

2月新增人民币信贷1.8万亿元，同比多增5800亿元，显著好于季节性（近三年均值为1.17万亿元）。结构上，企业端中长期贷款的扩张为主要贡献。除了企业融资延续火热，2月居民端信贷迎来边际改善，后续重点关注居民信贷的可持续性。

分部门来看，**企业中长期贷款继续走强驱动企业信贷持续扩张**。2月企业部门新增人民币贷款1.61万亿元，同比多增3700亿元，其中新增中长期贷款占比接近7成。企业中长期贷款新增1.11万亿元，同比多增6048亿元；企业短期贷款新增5785亿元，同比多增1674亿元。

企业部门延续扩张趋势。一方面，受益于稳增长政策的驱动力依然较强。年初以来基建相关投资发力持续带动相关配套融资需求。据Mysteel不完全统计，2月，全国多地积极启动新一轮重大项目开工活动。2月，全国各地共开工15381个项目，环比增长32.2%，总投资额约90990.8亿元。叠加之前的保交楼、政策性金融工具相关的配套融资对企业中长贷也仍有支撑。另一方面，**经济复苏预期持续回升，企业对日常生产经营相关短期资金需求也有所上行**。2月PMI新订单、生产等分项连续走高，企业预期回升，且当前贷款利率处于低位，融资环境较为友好，制造业及民间融资需求也有所修复。

居民部门信用扩张边际改善。2月居民端新增人民币贷款2081亿元，同比多增5450亿元，其中新增短期贷款拉动较强。

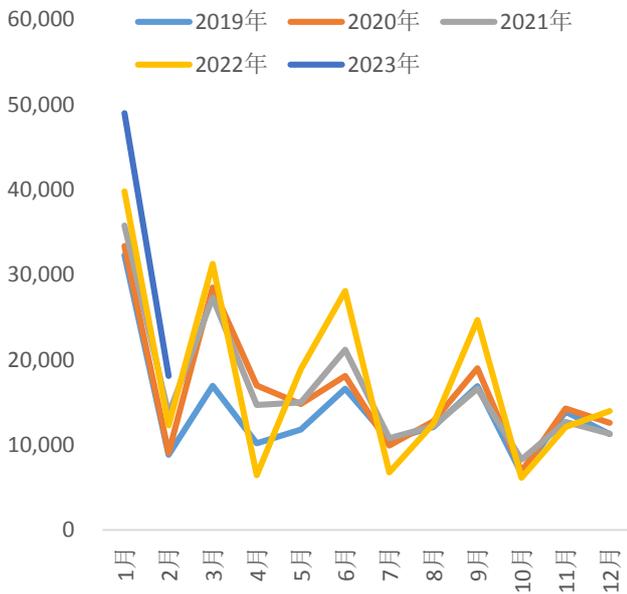
居民提前还贷潮或仍在延续。2月居民中长期贷款新增863亿元，同比多增1322亿元。一方面，由于去年2月基数走低，出现了有统计以来居民中长期贷款单月首次压降；另一方面，也与2月房地产销售的边际回温相关。但是，我们通过对比新增按揭贷款和地产销售数据发现，居民“提前还贷潮”或依然延续，**新增按揭贷款与地产销售数据边际回暖产生了明显背离**。2月，30大中城市商品房成交面积已经回归到2021年同期水平，但新增按揭贷款远低于21年同期水平。未来，重点关注房地产市场边际回暖的可持续性。

居民短贷大幅多增，但可能存在高估。2月居民短贷新增1218亿元，同比多增4129亿元，明显超季节性。居民短期贷款的大幅多增，或部分受到居民通过低利率的经营贷置换房贷的扰动。去年以来，个人住房按揭贷款利率快速下行，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套利空间。另外一方面，从2月份低迷的通胀数据来看，可能也意味着**需求复苏不及预期**，大幅多增的短期贷款可能存在一定高估的风险，不能充分体现出是消费需求的释放。

综合下来，2月份居民贷款改善的幅度表现依然不能算强劲，后续重点关注居民端信贷

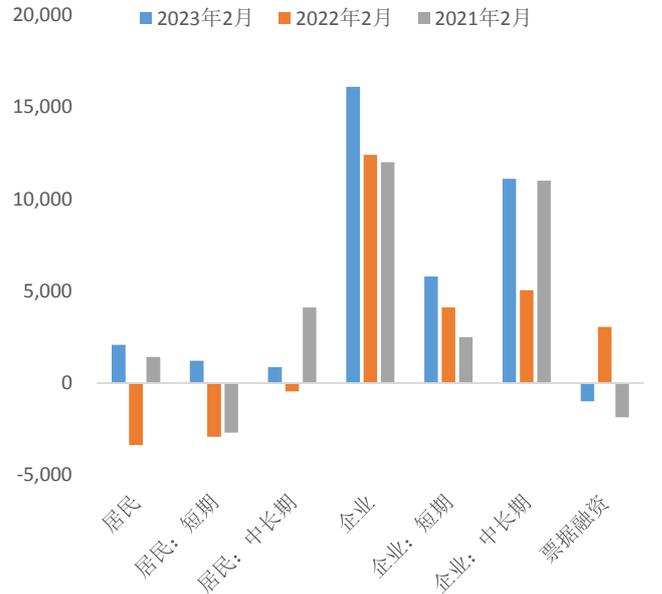
改善的可持续性。

图 1：2 月新增信贷显著高于季节性（亿元）



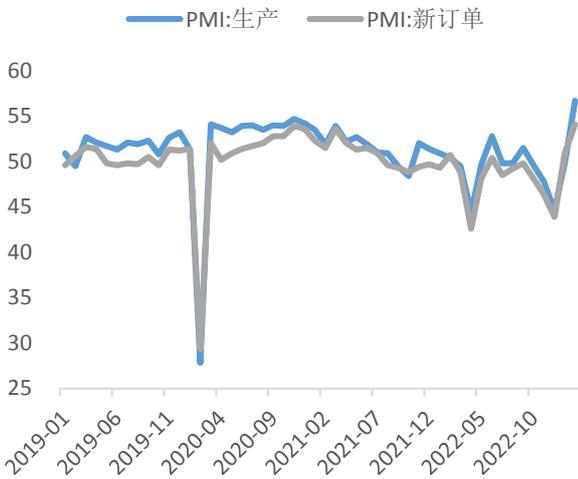
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 2：2 月新增信贷分项情况（亿元）



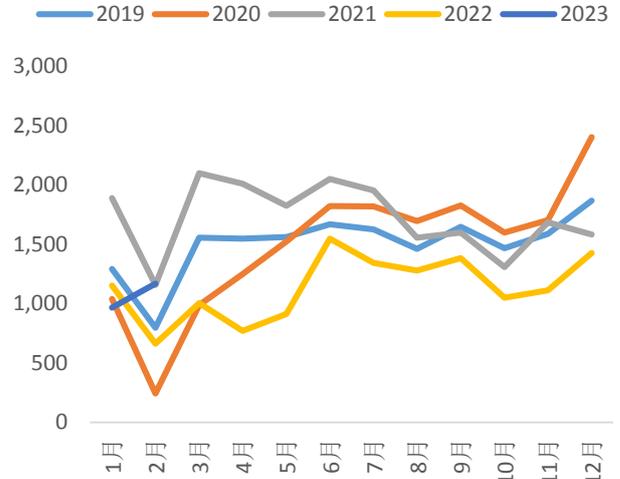
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 3：制造业 PMI 延续改善（%）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 4：2 月 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

2. 社融结构更均衡

2 月新增社融 3.16 万亿元，大幅超出市场预期，延续了开门红的势头。加上去年 2 月基数较低，今年同比多增规模达 1.9 万亿元。分项看，投向实体的人民币信贷、政府债券融资以及表外融资表现均不错，共同推动了社融的高增。存量社融增速较上月抬升 0.5 个百分点至 9.9%

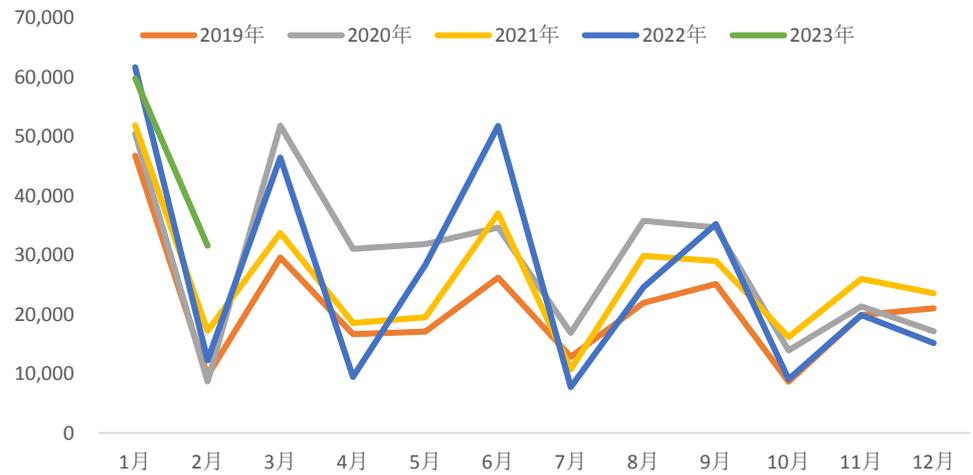
政府债券融资加速发力。2 月政府债券净融资 8138 亿元，同比多增 5416 亿元。一方面，受到春节时间“错位”的影响，春节假期对政府发债形成了一定客观限制，发债或有延迟。

另一方面，也反映出今年财政继续“前置”发力，1-2月政府债累计融资1.23万亿元，规模较去年同期多3530亿元。今年政府债仍将前置发行，积极财政政策加力提效正在兑现，接下来或继续对社融形成支撑。

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，同比多增34亿元，同比规模由收缩转为小幅扩张。从去年11月开始，受到理财赎回、债市调整的影响，企业债融资持续对社融形成拖累。而2月企业债融资明显回暖，或意味着去年11月开始的理财赎回的冲击或接近尾声。

票据冲量意愿减弱，表外融资规模少减。2月表外三项融资减少81亿元，同比少减4972亿元。新增委托贷款77亿元，同比略多减3亿元；信托贷款新增66亿元，较去年同期多增817亿元，信托贷款更多面向房地产市场，或主因信托参与保交楼项目的带动有关。表外融资好转主要推动来自未贴现银行承兑汇票同比大幅少减。2月表外票据减少70亿元，同比少减4158亿元，企业融资需求好转的背景下，用票据冲信贷的意愿减弱。

图5：社融增量大幅超预期（亿元）



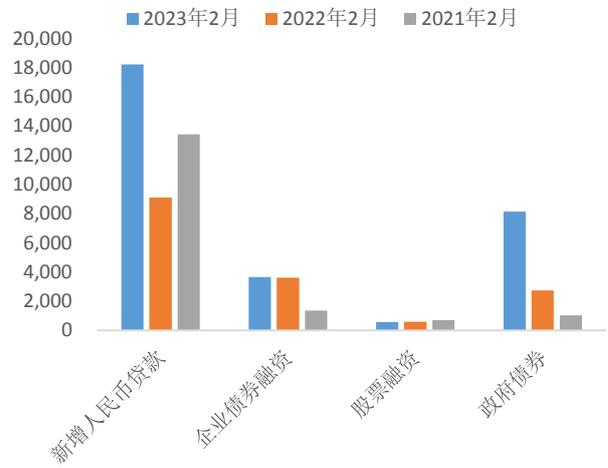
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图6：社融存量规模情况（%）



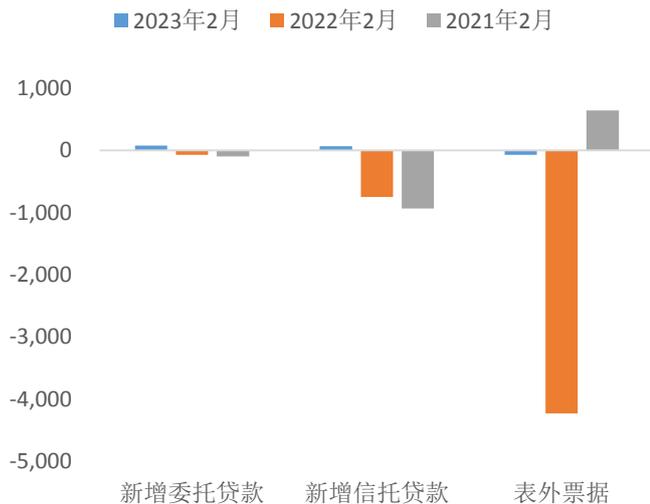
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图7：社融结构情况（亿元）



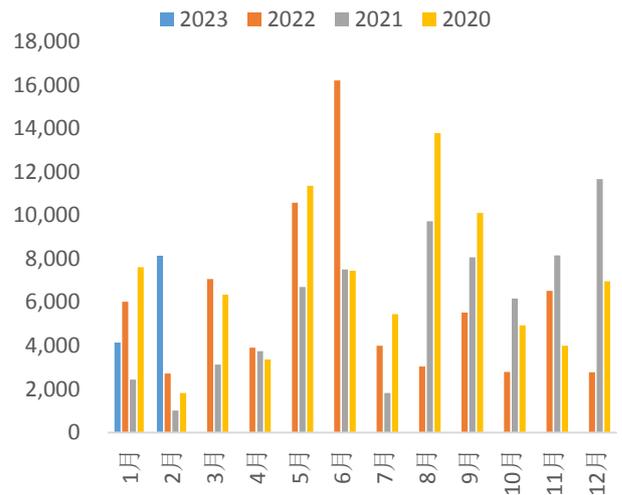
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 8：社融结构情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 9：政府债券延续前置发力（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

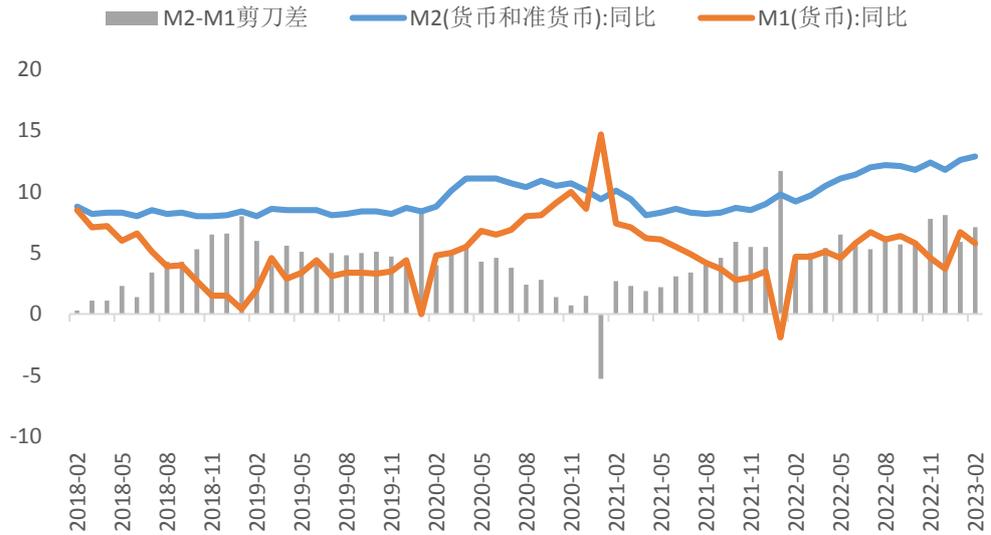
3. M2-M1 剪刀差重新走阔

2 月末，M2 同比增速为 12.9%，较 1 月上行 0.3 个百分点，续创近 7 年新高。存款端，2 月新增存款 2.81 万亿元，同比多增 2700 亿。其中，财政存款增加 4558 亿元，同比少增 1444 亿元，或反映财政支出正在加快。住户存款增加 7926 亿元，同比多增 1.08 万亿元。非金融企业存款增加 1.29 万亿元，同比多增 1.15 万亿元。

M2 增速再创新高。一方面，居民存款继续多增，连续 12 个月同比多增，暂未出现存款释放的迹象。另一方面，在 2 月信贷高增背景下或派生大量存款，叠加去年同期低基数影响，共同推动 M2 上行。M2 再创新高，且居民部门存款仍在同比多增，“超额储蓄”现象依然存在。显示出居民风险偏好依然较低，居民储蓄向消费转化的动能有待观察。

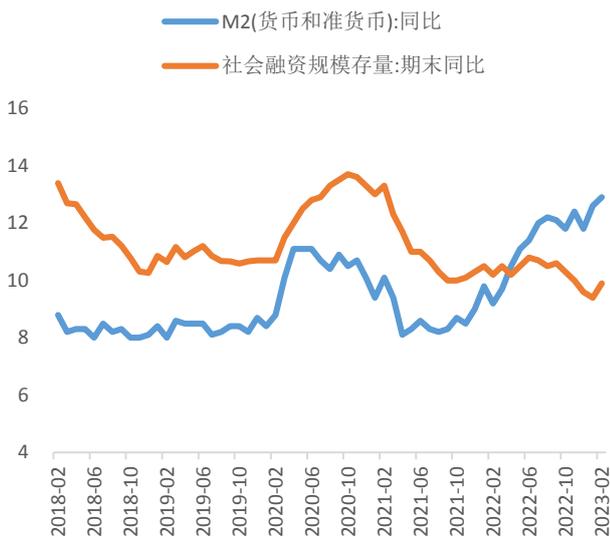
M1 增速下行。M1 增速放缓至 5.8%，前值 6.7%。M1 构成的主要部分是企业活期存款，显示企业现金流紧张程度。2 月 M1 资金总量仅比上月增加 2686 亿元，M1 总量增加明显低于往年（2022 年为 7753 亿元）。一方面，反映出春节过后居民的资金并未大幅回落企业，说明居民消费仍然偏弱；另一方面，企业资金较少用于活期形式的经营和投资储备，反映出企业经营活力仍不充足。

图 10: M2-M1 剪刀差再度走阔 (%)



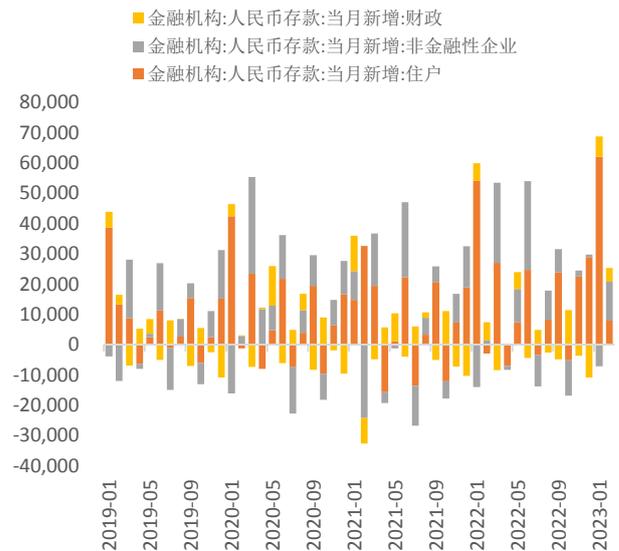
资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 11: M2 与社融存量增速情况 (%)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 12: 非银、企业和居民部门存款情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

4. 总结

总的来看, 2 月金融数据延续上月开门红的走势。由于财政政策的前置发力, 加上稳增长政策的驱动以及经济内生动能的修复, 拉动企业及居民端信贷的扩张, 共同形成合力支撑 2 月社融数据的走强。

站在当前时点, 经济复苏的大方向是明确的, 但是仍需关注社融结构改善的可持续性, 关注居民部门和民营企业投融资的恢复, 从而进一步确认经济修复的斜率和高度。

向后看, 今年的政府工作报告延续“稳健的货币政策要精准有力”的总基调, 表明今年货币政策更注重结构调节, 后续社融增速或主要由实体部门复苏中产生的实际融资需求来推动, 总量端的政策助推可能将逐步淡化。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。