



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

2 月社融超预期，信贷开门红势头延续

银行

2023 年 03 月 13 日

证券研究报告

行业研究

行业事项点评

银行

投资评级

上次评级

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

廖紫苑 银行业分析师

执业编号: S1500522110005

联系电话: 16621184984

邮箱: liaoziyuan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

2月社融超预期，信贷开门红势头延续

2023年03月13日

本期内容提要:

➤ **2月新增社融大幅超预期。**2023年2月社融新增3.16万亿元，大幅超出市场预期（万得一致预测2.08万亿元），为历史同期最高水平。社融存量353.97万亿元，同比增长9.9%，增速较上月提升0.5pct。2月社融同比多增1.95万亿元，主要得益于人民币贷款、政府债券和未贴现银行承兑汇票的共同支撑，三项分别同比多增9241亿元、同比多增5416亿元和同比少减4158亿元。

➤ **信贷开门红势头延续，结构持续改善。**2023年2月对实体经济发放的人民币贷款增加1.82万亿元，已经连续第三个月超出市场预期（万得一致预测1.43万亿元），处于历史同期最高水平。信贷投放节奏前置，“开门红”势头延续。与此同时，信贷结构持续改善：

1) 企业贷款延续同比多增态势，中长期贷款仍为主力。2月企业贷款同比多增3700亿元，其中，企业短贷和中长期贷款分别同比多增1674亿元和6048亿元，票据融资同比少增4041亿元，表明企业信贷需求仍然旺盛。一方面，得益于政策持续发力，政策性开发性金融工具、专项再贷款、财政贴息等措施陆续落地，预计带动基建和制造业等领域信贷投放；另一方面，PMI已连续两个月站在50%“荣枯线”以上，景气度提升预计带动企业信贷需求上行。未来随着财政政策发力、两会后传统开工旺季到来、企业信心修复，实体企业融资需求有望继续改善。

2) 居民信贷出现回暖迹象，低基数效应与实际改善并存。2月居民贷款同比多增5450亿元，结束了连续15个月的同比负增，是2月信贷数据的新亮点。其中，居民短贷同比多增4129亿元，除了低基数效应外，预计还得益于疫情影响消退后居民消费需求回升，此外，不排除有一些以短贷置换房贷的现象存在。居民中长期贷款新增863亿元，同比多增1322亿元，为近15个月以来首次同比改善，或与防疫优化后房地产销售回暖有关。克而瑞数据显示，今年2月百强房企销售操盘金额环比增长29.1%、同比增长14.9%；重点30城成交同环比涨超4成，3月局部小阳春可期。未来随着疫后复苏提振消费需求、稳地产政策落地促进房地产销售逐步回暖，居民信贷需求有望继续改善。

➤ **政府债券和未贴现银行承兑汇票贡献增量。**2月表外融资合计减少81亿元，较上年同期少减4972亿元，主要源自低基数效应下未贴现银行承兑汇票同比少减4158亿元。直接融资同比多增5436亿元，主要得益于政府债券同比多增5416亿元，或表明财政前置发力效果明显，当前政策仍是促进宽信用、实体融资需求回暖的重要力量。

➤ **存款继续高增，M2-M1剪刀差走阔。**2月末，人民币存款余额同比增长12.4%，增速位居2017年以来的第二名，而且已经连续第4个月高于贷款增速水平。从结构来看：2月居民存款新增7926亿元，同比多增

1.08 万亿元，一定程度上表明居民防御性储蓄需求仍然存在。未来随着疫后复苏推进、居民就业和收入预期改善、信心提升，消费支出意愿有望增强。非金融企业存款新增高达 1.29 万亿元，同比多增 1.15 万亿元，或在一定程度上源于信贷投放后的存款沉淀。新增非银行业金融机构存款明显回落，可能与 2 月资本市场较为疲软相关。

M1 同比增长 5.8%，增速较上月末下降 0.9pct；M2 同比增长 12.9%，增速较上月末提升 0.3pct；M2-M1 剪刀差-7.1%，较上月末扩大 1.2pct。

- **投资建议：**2 月新增社融和信贷投放超预期，宽信用进程在持续推进，信贷结构明显改善，不仅企业贷款继续保持高增，居民贷款需求也出现好转，经济回暖的信号正在逐步得到验证。我们认为，随着财政政策继续发力、两会后传统开工旺季到来以及疫后消费复苏，经济逐渐向好值得期待，利好银行基本面改善。当前银行板块估值处于洼地，与其坚韧的基本面形成较大反差，具有估值修复空间。银行高分红特征鲜明、股息率较高，备受机构投资者的青睐，未来随着养老金等长线资金入市，板块有望迎来更多增量资金。此外，我们认为“中国特色估值体系”的建设有望加强投资者对上市银行的价值发现，促进价值回归。建议关注三条投资主线：

一是率先受益于中国特色估值体系建设的国有大行，如邮储银行、农业银行；

二是享受优势区域红利的优质个股，如宁波银行、常熟银行、成都银行、杭州银行；

三是基本面扎实但前期受疫情和地产风险压制较多的龙头标的，如招商银行、平安银行。

- **风险因素：**宏观经济超预期下行；政策出台不及预期；风险集中爆发。

目 录

一、2月社融超预期，信贷开门红势头延续.....	5
1.1、2月新增社融大幅超预期.....	5
1.2、企业贷款延续多增，居民贷款有所回暖.....	5
1.3、政府债券和未贴现银行承兑汇票贡献增量.....	6
1.4、存款继续高增，M2-M1剪刀差走阔.....	7
二、投资建议：重点关注三条主线.....	8
三、风险因素.....	8

表 目 录

表 1：新增社会融资规模结构.....	5
表 2：新增贷款结构.....	6
表 3：表外融资和直接融资结构.....	7

图 目 录

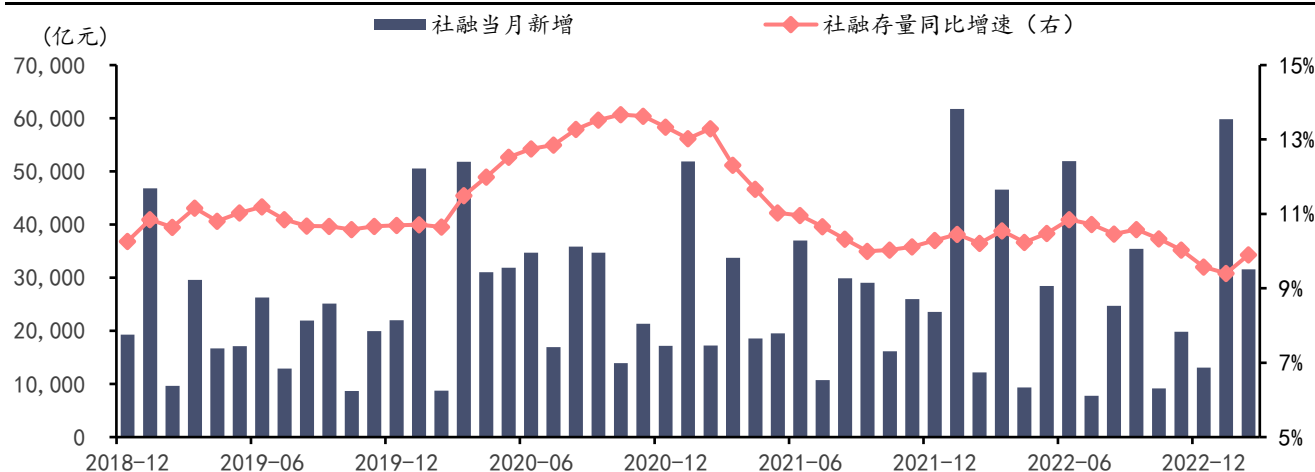
图 1：社融当月新增和社融存量同比增速.....	5
图 2：M1 和 M2 同比增速.....	7

一、2月社融超预期，信贷开门红势头延续

1.1、2月新增社融大幅超预期

2023年2月社融新增3.16万亿元，大幅超出市场预期（万得一致预测2.08万亿元），为历史同期最高水平。社融存量353.97万亿元，同比增长9.9%，增速较上月提升0.5pct。2月社融同比多增1.95万亿元，主要得益于人民币贷款、政府债券和未贴现银行承兑汇票的共同支撑，三项分别同比多增9241亿元、同比多增5416亿元和同比少减4158亿元。

图1：社融当月新增和社融存量同比增速



资料来源：WIND、信达证券研发中心

表1：新增社会融资规模结构

当月值（亿元）	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02
社会融资规模	35411	9134	19837	13058	59840	31600
人民币贷款	25686	4431	11448	14401	49314	18200
外币贷款	(713)	(724)	(648)	(1665)	(131)	310
表外融资	1449	(1747)	(262)	(1419)	3485	(81)
直接融资	6900	5992	7912	(635)	6590	12353
其他融资	2089	1182	1387	2376	582	818
同比多增（亿元）	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02
社会融资规模	6385	(7042)	(6146)	(10522)	(1959)	19500
人民币贷款	7931	(3321)	(1573)	4051	7308	9241
外币贷款	(694)	(691)	(514)	(1016)	(1162)	(170)
表外融资	3555	373	2276	4969	(996)	4972
直接融资	(3075)	(3282)	(5546)	(16327)	(6713)	5436
其他融资	(1332)	(121)	(789)	(2199)	(374)	76

资料来源：WIND、信达证券研发中心

1.2、企业贷款延续多增，居民贷款有所回暖

2023年2月对实体经济发放的人民币贷款增加1.82万亿元，已经连续第三个月超出市场预期（万得一致预测1.43万亿元），处于历史同期最高水平，同比多增9241亿元。信贷投放节奏前置，“开门红”势头延续。与此同时，信贷结构持续改善：

1) 企业贷款保持同比多增态势，中长期贷款仍为主力。2月企业贷款同比多增3700亿元，其中，企业短贷和中长期贷款分别同比多增1674亿元和6048亿元，票据融资同比少增4041亿元，表明企业信贷（尤其是中长期贷款）需求仍然旺盛。一方面，得益于政策持续发力，政策性开发性金融工具、专项再贷款、财政贴息等措施陆续落地预计带动基建和制造业等领域信贷投放；另一方面，PMI已连续两个月站在50%“荣枯线”以上，景气度提升预计也带动企业信贷需求上行。未来随着财政政策发力、两会后传统开工旺季到来、企业信心修复，实体企业融资需求有望继续改善。

2) 居民信贷出现回暖迹象，低基数效应与实际改善并存。2月居民贷款同比多增5450亿元，结束了连续15个月的同比负增，是2月信贷数据的新亮点。其中，居民短贷同比多增4129亿元，除了低基数效应外，预计还得益于疫情影响消退后居民消费需求回升，此外，不排除有一些以短贷置换房贷的现象存在。居民中长期贷款新增863亿元，同比多增1322亿元，为近15个月以来首次同比改善，或与防疫优化后房地产销售回暖有关。克而瑞数据显示，今年2月百强房企销售操盘金额环比增长29.1%、同比增长14.9%；重点30城成交同环比涨超4成，3月局部小阳春可期。未来随着疫后复苏提振消费需求、稳地产政策落地促进房地产销售逐步回暖，居民信贷需求有望继续改善。

表2：新增贷款结构

当月值(亿元)	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02
居民户贷款	6503	(180)	2627	1753	2572	2081
短期贷款	3038	(512)	525	(113)	341	1218
中长期贷款	3456	332	2103	1865	2231	863
非金融企业及机关团体贷款	19173	4626	8837	12637	46800	16100
短期贷款	6567	(1843)	(241)	(416)	15100	5785
票据融资	(827)	1905	1549	1146	(4127)	(989)
中长期贷款	13488	4623	7367	12110	35000	11100
其他贷款	(55)	(59)	162	(203)	827	204
同比多增(亿元)	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02
居民户贷款	(1383)	(4827)	(4710)	(1963)	(5858)	5450
短期贷款	(181)	(938)	(992)	(270)	(665)	4129
中长期贷款	(1211)	(3889)	(3718)	(1693)	(5193)	1322
非金融企业及机关团体贷款	9370	1525	3158	6017	13200	3700
短期贷款	4741	(1555)	(651)	638	5000	1674
票据融资	(2180)	745	(56)	(2941)	(5915)	(4041)
中长期贷款	6540	2433	3950	8717	14000	6048
其他贷款	269	(98)	(85)	(397)	115	19

资料来源：WIND、信达证券研发中心

1.3、政府债券和未贴现银行承兑汇票贡献增量

2023年2月表外融资（委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票）合计减少81亿元，较上年同期少减4972亿元，主要源自低基数效应下未贴现银行承兑汇票同比少减4158亿元。委托贷款和信托贷款合计减少11亿元，同比少减814亿元，或表明非标整改压力减轻。

2月直接融资同比多增5436亿元，主要得益于政府债券同比多增5416亿元，或能表明财政前置发力效果明显，当前政策仍是促进宽信用、实体融资需求回暖的重要力量。自2022年11月以来的企业债融资拖累明显减轻，或表明此前理财赎回、债市调整的冲击已基本得到消化。

表 3：表外融资和直接融资结构

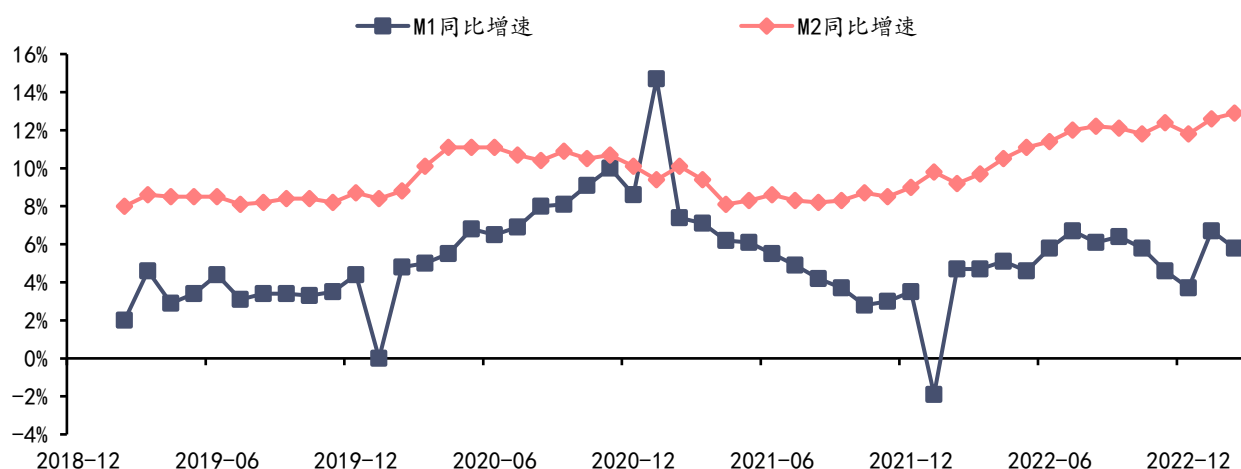
当月值（亿元）	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02
表外融资	1449	(1747)	(262)	(1419)	3485	(81)
委托贷款	1508	470	(88)	(101)	584	(77)
信托贷款	(191)	(61)	(365)	(764)	(62)	66
未贴现银行承兑汇票	132	(2156)	191	(554)	2963	(70)
直接融资	6900	5992	7912	(635)	6590	12353
企业债券融资	345	2413	604	(4887)	1486	3644
非金融企业境内股票融资	1022	788	788	1443	964	571
政府债券	5533	2791	6520	2809	4140	8138
同比多增（亿元）	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02
表外融资	3555	373	2276	4969	(996)	4972
委托贷款	1530	643	(123)	315	156	(3)
信托贷款	1907	1000	1825	3789	618	817
未贴现银行承兑汇票	118	(1270)	574	865	(1770)	4158
直接融资	(3075)	(3282)	(5546)	(16327)	(6713)	5436
企业债券融资	(792)	152	(3402)	(7054)	(4352)	34
非金融企业境内股票融资	250	(58)	(506)	(408)	(475)	(14)
政府债券	(2533)	(3376)	(1638)	(8865)	(1886)	5416

资料来源：WIND、信达证券研发中心

1.4、存款继续高增，M2-M1 剪刀差走阔

2023 年 2 月末，人民币存款余额同比增长 12.4%，增速位居 2017 年以来的第二名，而且已经连续第 4 个月高于贷款增速水平。从结构来看：2 月居民存款新增 7926 亿元，同比多增 1.08 万亿元，一定程度上表明居民防御性储蓄需求仍然存在。未来随着疫后复苏推进、居民就业和收入预期改善、信心提升，消费支出意愿有望增强。非金融企业存款新增高达 1.29 万亿元，同比多增 1.15 万亿元，或在一定程度上源于信贷投放后的存款沉淀；而新增非银行业金融机构存款明显回落，可能与 2 月资本市场较为疲软相关。

M1 同比增长 5.8%，增速较上月末下降 0.9pct；M2 同比增长 12.9%，增速较上月末提升 0.3pct；M2-M1 剪刀差-7.1%，较上月末扩大 1.2pct。

图 2：M1 和 M2 同比增速


资料来源：WIND、信达证券研发中心

二、投资建议：重点关注三条主线

2月新增社融和信贷投放超预期，宽信用进程在持续推进，信贷结构明显改善，不仅企业贷款继续保持高增，居民贷款需求也出现好转，经济回暖的信号正在逐步得到验证。我们认为，随着财政政策继续发力、两会后传统开工旺季到来以及疫后消费复苏，经济逐渐向好值得期待，利好银行基本面改善。当前银行板块估值处于洼地，与其坚韧的基本面形成较大反差，具有估值修复空间。银行高分红特征鲜明、股息率较高，备受机构投资者的青睐，未来随着养老金等长线资金入市，银行板块有望迎来更多增量资金。此外，我们认为“中国特色估值体系”的建设有望加强投资者对上市银行的价值发现，促进价值回归。建议关注三条投资主线：

一是率先受益于中国特色估值体系建设的国有大行，如邮储银行、农业银行；

二是享受优势区域红利的优质个股，如宁波银行、常熟银行、成都银行、杭州银行；

三是基本面扎实但前期受疫情和地产风险压制较多的龙头标的，如招商银行、平安银行。

三、风险因素

宏观经济超预期下行；政策出台不及预期；风险集中爆发

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

机构销售联系

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成成分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。