

居民信贷显著改善

——2023 年 2 月金融数据点评

2 月我国新增社融 3.16 万亿（预期 2.08 万亿），较去年同期多增 1.95 万亿；新增人民币贷款 1.82 万亿（预期 1.43 万亿），较去年同期多增 9,241 亿；M2 同比增长 12.9%（预期 12.3%）。

一、信贷：企业贷款延续强劲势头，居民贷款显著改善

2 月新增信贷超预期大增，企业端延续强劲势头，居民端需求初见改善。新增人民币贷款同比多增 9,241 亿，其中中长期贷款同比多增 7,370 亿，短期贷款同比多增 5,803 亿，票据融资同比多减 4,041 亿。

企业中长贷再创历史同期新高，短贷超预期增长，票据融资下降，反映信贷融资供需两旺。2 月非金融企业贷款新增 1.61 万亿，同比多增 3,700 亿，环比少增 3.07 万亿。其中，中长贷当月新增 1.11 万亿，同比多增 6,048 亿；短贷新增 5,785 亿，同比多增 1,674 亿。企业信贷扩张的挤出效应推升票据利率，票据贴现减少 989 亿，同比多减 4,041 亿。

居民贷款显著改善，2 月居民贷款新增 2,081 亿，同比大幅多增 5,450 亿。中长贷方面，30 大中城市房地产成交面积同比增速自 2021 年 5 月以来首次转正，带动中长贷同比多增 1,322 亿，逆转了此前连续 14 个月的同比少增。短贷方面，消费场景恢复叠加居民部门信心改善，居民短贷新增 1,218 亿，同比大幅多增 4,129 亿。

二、社融：增速提高，结构改善

2 月新增社融 3.16 万亿，高于市场预期（2.08 万亿），环比少增 2.82 万亿，同比多增 1.95 万亿，社融存量同比增速上升 0.5pct 至 9.9%。从结构上看，表内信贷是社融的支撑项，除外币贷款、委托贷款和股票融资外，其他分项均实现同比多增。

一是信托贷款持续同比改善，资本市场表现尚佳导致投向金融领域的资金规模明显上升，节后生产生活加速正常化带来未贴现票据需求的扩张。非标融资当月减少 81 亿，同比少减 4,972 亿。其中，未贴现银行承兑汇票减少 70 亿，同比少减 4,158 亿；信托贷款增加 66 亿，同比多增 817 亿；委托贷款减少 77 亿，同比多减 3 亿。

二是专项债前置发行，同比大幅多增，以支持基础设施建设。2 月新增政府债融资 8,138 亿，同比多增 5,416 亿，环比多增 3,998 亿。

三是去年底债市调整影响逐步消退使得信用债风险溢价下降，叠加企业融资需求修复，企业债券融资由连续三个月同比少增转为同比多增。2 月企业债券融资新增 3,644 亿，同比小幅多增 34 亿，环比大幅多增 2,158 亿。

四是美国通胀数据超市场预期，导致市场对美联储转鹰的担忧上升，人民币汇率迅速调整，拖累外币贷款。2 月新增外币贷款融资新增 310 亿，同比少增 170 亿，环比多增 441 亿。

三、货币：M2 再创新高

2 月 M2 同比增速上升 0.3pct 至 12.9%，再创新高。居民消费和购房意愿缓慢修复，使得居民存款居高不下；企业贷款需求旺盛派生存款，支撑企业存款同比多增。居民存款新增 7,926 亿，同比多增 1.08 万亿；企业存款新增 1.29 万亿，同比多增 1.15 万亿；非银金融机构存款减少

5,163 亿，同比多减 1.91 万亿。此外，在财政支出前置和项目加速落地的背景下，当月财政存款新增 4,558 亿，同比少增 1,444 亿。

2 月广义流动性和狭义流动性延续背离趋势。一方面，M2 同比增速继续超过社融，广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）小幅收窄 0.2pct 至 3.0pct，商业银行“资产荒”格局延续。另一方面，由于贷款需求回升带来存款高增，银行缴准压力加大，狭义流动性收紧，资金利率中枢均有所抬升。受春节前置影响，货币活化度有所下降，但企业经营活动加快使得 M1 仍处于高位，M1 同比增速下降 0.9pct 至 5.8%，“M2-M1”增速剪刀差大幅走阔 1.2pct 至 7.1%。

四、债市影响：债券收益率小幅上行

2 月社融数据发布后，市场反应较为平静，债券收益率整体横向震荡。3 月初以来，两会 GDP 增长目标偏稳、资金面紧张边际有所缓解两者带动了收益率曲线的陡峭化下行，与 3 月初高点对比，5 年期和 10 年期国开债分别下行 10bp 和 5bp 收于 2.86% 和 3.06%。

从流动性看，2 月资金价格持续走高，市场对规模较大的逆回购到期后的资金面变动较为谨慎。DR007 中枢回到 2021 年的 2.10% 附近位置，并带动收益率曲线短端上行；1 年期和 3 年期国开债收益率较 1 月初低点上行 17bp 和 8bp 至 2 月底的 2.52% 和 2.80%。这一趋势随着 3 月财政投放等因素有所逆转，但市场仍在评估其可持续性以及对存单价格的传导。

从市场预期看，3 月初前，主导 1-2 月收益率曲线上行的资金面偏紧叠加复苏叙事已经充分定价。展望未来，存单收益率上行趋势是

否逆转主导着收益率曲线短端走势，长端则取决于经济金融数据改善的可持续性与稳增长措施的出台、风险资产价格的变动等。

五、前瞻：关注居民部门预期修复斜率和可持续性

总体而言，2 月企业部门融资延续强改善，居民部门融资显著修复。一方面，强劲的社融为企业部门注入充足资金，PMI 大超预期反映经济动能增强和企业信心改善；另一方面，居民部门融资收缩走势初现逆转，但考虑到 CPI 通胀不及预期以及居民存款持续高企，修复可持续性仍待观察。

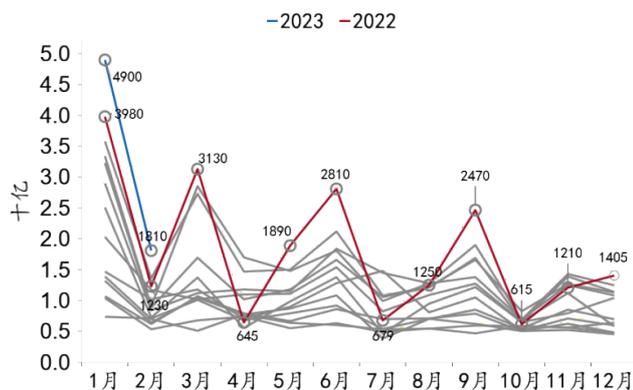
前瞻地看，居民预期修复的斜率与可持续性¹是决定我国经济和金融内生企稳的关键所在。随着企业部门强信心向现实传导，进而对居民收入和预期产生实质性影响，叠加基数效应，下半年广义流动性有望从盈余转向缺口（社融增速高于 M2）。

（作者：谭卓 张巧栩 牛梦琦 林颖颖）

附录

图 1: 2 月信贷增量超预期

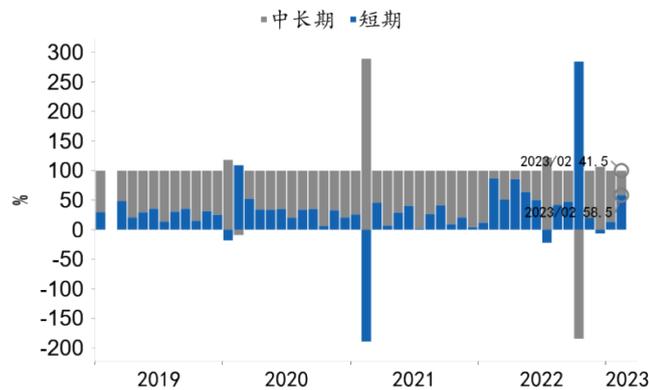
信贷的季节性



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比

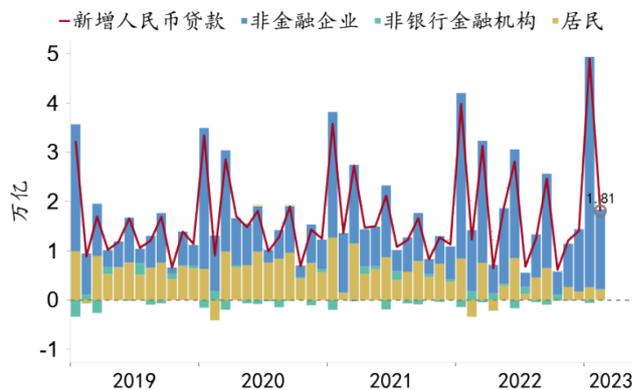
新增居民部门贷款构成



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 2: 非金融企业贷款大幅多增

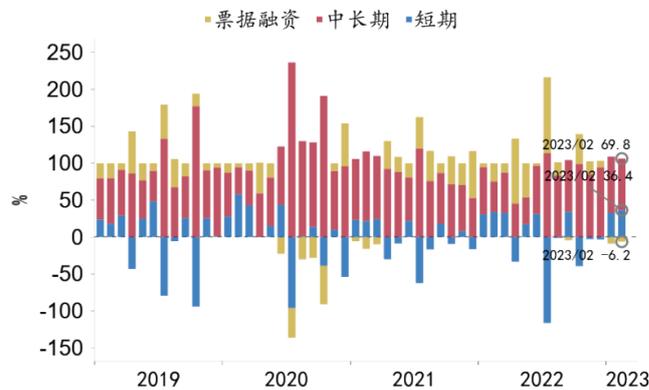
新增人民币贷款及构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比

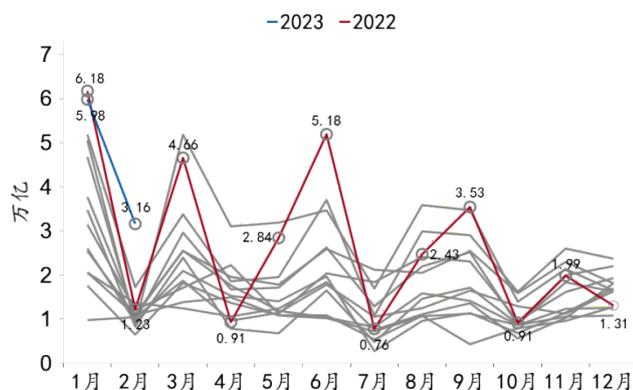
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 2 月新增社融大幅超预期

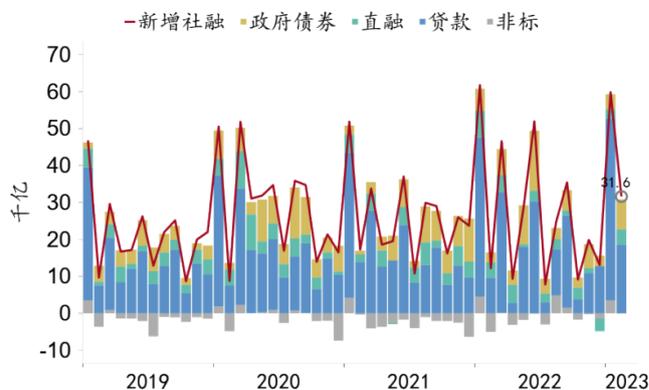
新增社融的季节性



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 社融结构改善

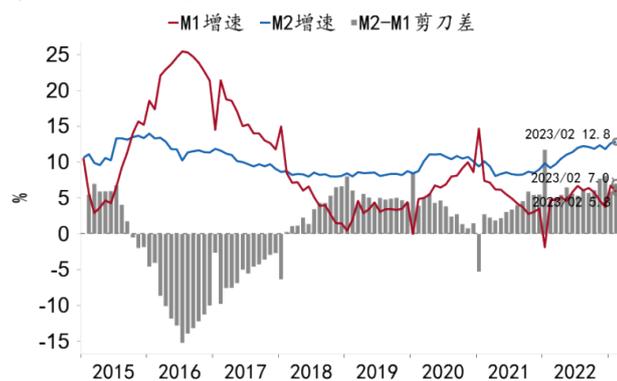
新增社融及构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 2 月 M2-M1 剪刀差大幅走阔

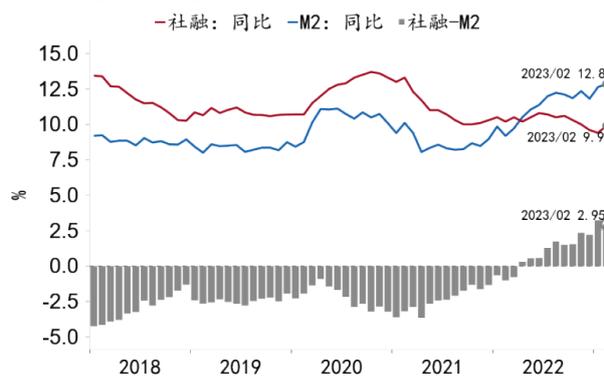
中国 M2-M1 剪刀差



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 广义流动性盈余小幅收窄 0.2pct 至 3.0pct

社融存量与 M2 存量增速



资料来源: Macrobond、招商银行研究院