东兴证券 DONGXING SECURITIES

比想象中乐观，转弯不急，预计会继续回落

——2月金融数据点评

2021 年 3 月 11 日

固定收益 | 点评报告

分析师	杨若木 电话：010-66554032 邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
研究助理	贾清琳 电话：010-66554042 邮箱：jiaql@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070058

事件：

2021 年 3 月 10 日，央行发布中国 2 月金融数据：

新增人民币贷款 1.36 万亿元，前值 35800 亿元，同比多增 4529 亿元；社融规模存量为 291.36 万亿元，同比增 13.3%；社融规模增量 1.71 万亿元，前值 51742 亿元，同比多增 8392 亿元；2 月 M2 同比 10.1%，前值 9.4%，M1 货币供应同比 7.4%，前值 14.7%，M0 货币供应同比 4.2%，前值-3.9%。

观点：

一、居民、企业部门中长期贷款高增助力信贷超预期，后续信贷结构或将继续优化

2 月新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比多增 4529 亿元，好于预期。2 月末人民币贷款余额 177.68 万亿元，同比增长 12.9%，增速比上月末增加 0.2%，比上年同期高 0.8%。

居民部门增加 1421 亿元，同比多增 5554 亿元。其中，短期贷款减少 2691 亿元，同比少减 1813 亿元；中长期贷款增加 4113 亿元，同比多增 3742 亿元。一方面，受到疫情和“就地过年”因素的影响，今年春节黄金周消费增速不及预期，所以居民部门短期贷款减少，但去年同期居民短期消费受疫情影响更大，所以呈现居民短期贷款同比少减；另一方面，去年同期疫情期间购房需求停滞，且近期地产领域房贷收紧的政策影响尚未体现，我们可以看到 1-2 月房地产销售表现依然较强，而，因此呈现的是居民中长期贷款同比高增。后续消费恢复情况尚不明朗短端贷款存在变数，地产集中管理制度等收紧政策或影响居民中长贷少增。

企业部门贷款增加 1.2 万亿元，去年同期是增加了 11300 亿元，同比多增 700 亿元。其中，短期贷款增加 2497 亿元，同比少增 4052 亿元，目前企业盈利修复进度良好，流动性相对充足，相对于去年同期资金周转压力好很多，所以企业短贷同比大幅少减；中长期贷款增加 1.1 万亿元，同比多增 6843 亿元；票据融资减少 1855 亿元，同比多减 2489 亿元，从需求端来看目前企业中长期信贷需求旺盛，说明对未来的经济状况态度还是比较乐观的，从供给端来看企业部门贷款高增表明金融对实体经济的支持继续增加，现当前银行信贷政策需向倾向制造业倾斜已纳入了考核。预计未来信贷结构会继续优化，在国家政策支持的领域中长期信贷投放会继续增加。

二、社会融资规模高于预期，信贷及未贴现票据大幅高增是造成 2 月预期差的主要原因

2 月社会融资规模增量为 1.71 万亿元，比上年同期多 8392 亿元，超出万德一致预期 7000 多亿。2 月末社会融资规模存量为 291.36 万亿元，同比增长 13.3%，增速环比提升 0.3%。

非标融资小幅减少 396 亿元，同比少减 4461 亿元，主要由未贴现的银行承兑汇票超预期导致，未贴现的银行承兑汇票增加 640 亿元，同比多增 4601 亿元，另外信托贷款减少 936 亿元，同比多减 396 亿元，委托贷款减少 100 亿元，同比少减 256 亿元。目前经济活力向好，节后企业复产进度较快，融资需求较去年同期增加，且表内信贷额度紧张，而利率上行导致企业贴现意愿不足，因此表外融资同比高增。

政府债券净融资、企业债券净融资同比下降幅度基本符合预期。2 月政府债券净融资 1017 亿元，同比少 807 亿元。由于今年地方专项债额度未提前下达，政府债净发行较慢，后续可能会出现一段集中供给压力。企业债券净融资 1306 亿元，同比少 2588 亿元，但好于 2019 年同期，说明目前信用债市场修复进度良好且

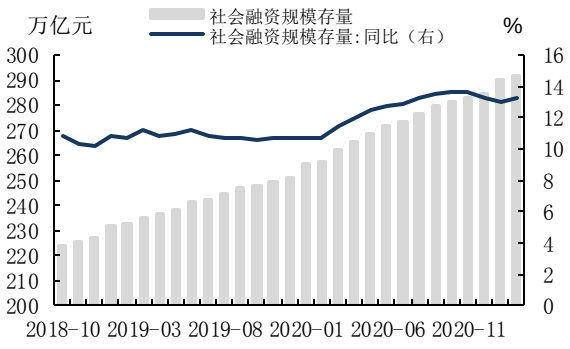
同样印证了企业有较强的融资需求。

三、财政投放是 M2 超预期主因，春节与企业年终奖与工资集中支付的时间错位导致 M1 少增

2 月份 M2 余额为 223.6 万亿元，同比增长 10.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.7%和 1.3% ，M1 则大幅回落至 7.4%。M2 增速回升原因：一是财政存款下放，2 月财政存款大幅减少 8479 亿元；二是信贷投放增量好于预期，2 月人民币贷款余额增速经过 8 个月的下行趋势后反弹至 12.9%；三是非银存款明显增加使存款规模扩大，2 月非银行业金融机构存款增加 1.61 万亿元，创历年同期新高，可能由于 1 月下旬以来 10 年国债利率及资金市场利率走高，部分资金从股市流向了一些其他类型的金融产品。春节错位效应使得对公或其存款想居民储蓄存款迁移，居民户存款同比多增 3.38 万亿，企业存款同比多减 2.7 万亿，居民存款高增的幅度更大，可能是由于财政资金释放的原因导致相应的派生存款有所增加。

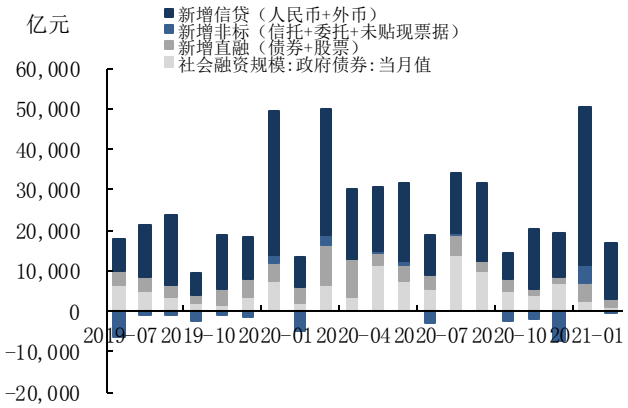
综上我们认为，这次社融向上的势头并不具有可持续性，去年5月货币转向常态调控、11月信用趋紧通过社融拐点基本得到确认，政策也恢复了保持社融、M2与名义GDP相匹配的表述，所以我们不改变全年信用边际收紧、社融向12%左右回落的趋势预期。目前实体部门对未来的经济形势比想象中乐观一些，政策又坚持稳字当头，所以社融回落的速度会偏慢，这也符合我们在年度报告中对于社融“温和回落”的表述。具体来看，未来旺盛的企业信贷需求使得银行表内信贷额度可能会受到一定的管控，结构调整也会继续；表外未贴现票据量大概率会延续增长，其余非标受到资管新规的影响预计会继续压降；信用债方面应该会显著回落，去年疫情期间发行大量SCP来度过困难时间，今年这部分需求会减少；今年地方政府转向债有所滞后但从量的方面来讲是会收缩。因此货币政策方面收紧流动性的可能性不大，会坚持稳健适度，把握好时度效，不急转弯，保持好正常货币政策空间的可持续性。未来的社融继续回落到合意区间应该会通过信贷政策的微调来实现。未来衍生出的信用风险需要关注，而长期来看经济稳中趋落的，建议密切跟踪利率债的高位转向。

图 1：2 月社融增速超预期向上



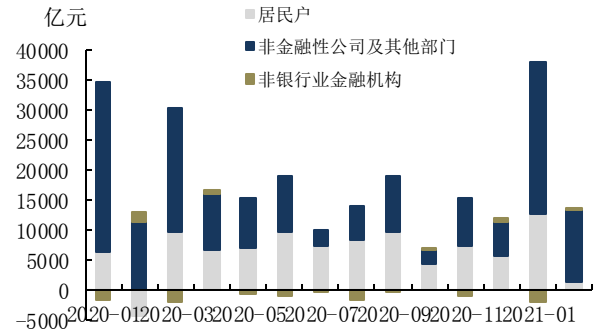
资料来源：东兴证券研究所，Wind 资讯

图 2：新增信贷及未贴现票据主要贡献社融高增



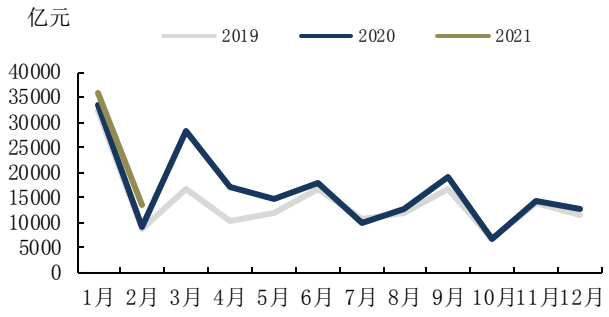
资料来源：东兴证券研究所，Wind 资讯

图 3：新增贷款居民户和企业户均超预期



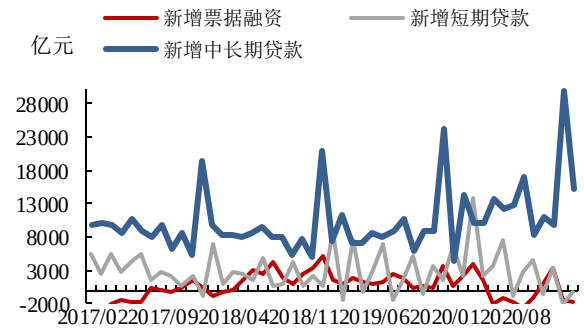
资料来源：东兴证券研究所，Wind 资讯

图 4：新增人民币贷款月度同比增量对比



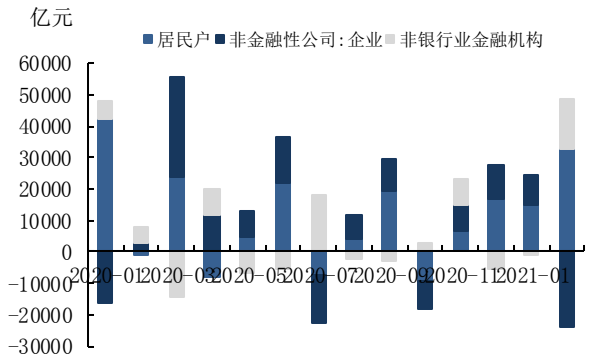
资料来源：东兴证券研究所，Wind 资讯

图 5：新增中长期贷款远高于短期贷款



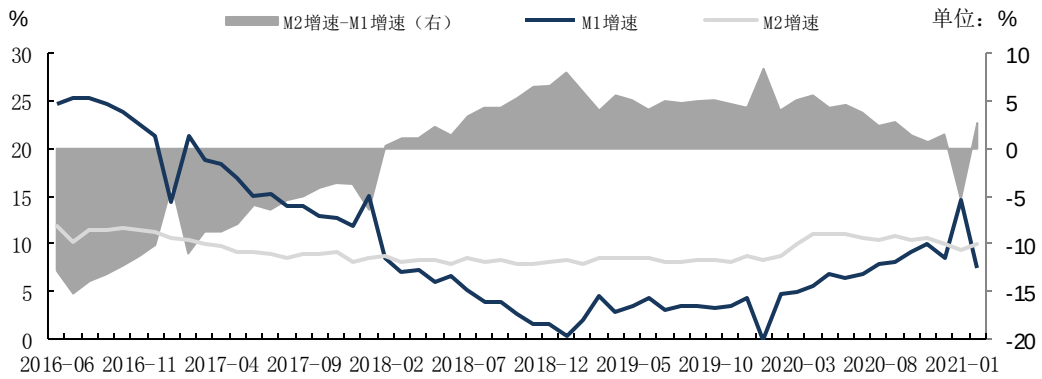
资料来源：东兴证券研究所，Wind 资讯

图 6：居民和非银存款均增加，企业减少



资料来源：东兴证券研究所，Wind 资讯

图 7：M1 与 M2 剪刀差回正



数据来源：东兴证券研究所，Wind 资讯

风险提示：经济超预期放松

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

研究助理：贾清琳

金融本硕，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究，侧重信用债策略及转债方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526