实体经济融资需求强劲
——2 月金融数据点评

作者
潘宇昕 分析师
SAC 执业证书：S0380521010004
联系电话：0755-82830333
邮箱：panyx@wanhesec.com

相关报告

◆ **事件：** 2021 年 3 月 10 日央行公布 2 月金融数据。2 月 M2 同比 10.1%，前值 9.4%；M1 同比 7.3%，前值 14.7%。社会融资规模 1.71 万亿元，前值 5.17 万亿元。新增人民币贷款 1.36 万亿元，前值增 3.58 万亿元。

◆ **核心观点：**

新增社融规模超预期。2 月新增社融 1.71 万亿元，环比 1 月受季节性因素显著回落，同比多增 8000 多亿，显著强于季节性因素，其中中长期贷款和未贴现银行承兑汇票贡献了主要增量，考虑主要受“就地过年”和复苏预期影响。存量社融止跌回升至 13.3%。

实体经济中长期贷款继续占优，居民房贷仍然旺盛。非金融性公司新增 1.2 万亿人民币贷款，其中中长期贷款增加 1.1 万亿元，占比超 90%，反映出制造业的融资需求较强，或由于经济复苏和原材料价格上涨导致企业提前融资备货导致。居民中长期贷款增加 4100 亿元，同比多增 3700 亿，反映出房贷需求仍然旺盛。

实体短贷承压，票据融资边际回暖。非金融性公司短期贷款同比少增 4000 亿，由于延迟还本付息政策将退出和银行对中长期贷款的偏爱，短贷预计延续承压。票据融资同比少增 2500 亿，较 1 月明显好转。2 月短期利率明显回落而票据融资利率波动上行，票据边际回暖或反映了融资利率趋向新的平衡，侧面反映出融资需求的强劲。

未贴现银行承兑汇票连续多增。表外融资中未贴现银行承兑汇票 2 月同比多增 4600 亿元，延续 1 月同比多增的趋势。我们认为是由于表内信贷额度有限的情况下，未满足的融资需求转向表外。

政府债券融资仍偏低。2 月政府债券净融资 1017 亿元，同比少增 5983 亿元，延续缩量的态势，并且发行的均为再融资债券，体现财政力度边际收缩。后续随着地方债额度的下达、地方债发行放量，财政融资预计将快速回升。

M1 增速大幅回落， M2 回升。M1 同比增长 7.4%，较前值大幅回落 7.3 个百分点，M2 同比增长 10.1%，较前值提升 0.7 个百分点，主要是由于春节错位下的基数效应和财政存款变化。

◆ **流动性判断：**

融资活动反映经济预期良好，M2 和社融增速不改缓慢掉头的趋势。年初以来社融连续高增长显示出实体经济对未来的较好预期，但今年货币政策主线仍是“稳杠杆”，13%以上的社融增速明显偏高，后续信贷政策可能偏严，因此我们仍然维持社融缓慢掉头的判断，2 月社融增速上行只是这个掉头过程中的小波折。

资金面保持紧平衡，资金利率难下行，紧信用或导致资本市场博弈加剧。2021 年国内经济整体延续复苏态势，通常对应资金利率上行，利率产品难有趋势性行情，在社融增速偏高的情况下，央行短期进行动态调整的概率有所提升，货币和债券市场的流动性短期或边际收紧。经济整体呈现“紧信用”格局，资本市场在流动性和经济基本面上的博弈加剧，A 股市场波动或加大。

风险提示：经济增长不及预期、货币政策收紧过快

请阅读正文之后的信息披露和重要声明

正文目录

一、新增社融规模超预期 3
二、中长期贷款继续占优 4
三、未贴现银行承兑汇票连续多增 5
四、政府债券融资仍偏低 6
五、M1 增速大幅回落， M2 回升 6
六、流动性判断 7
七、风险提示 7

图表目录

图 1 社会融资规模存量:同比（%） 3
图 2 社会融资规模:当月值（亿元） 3
图 3 社会融资规模:当月值：同比多增（亿元） 3
图 4 新增人民币贷款:当月值（亿元） 4
图 5 新增人民币贷款:当月值：同比多增（亿元） 4
图 6 资金价格（%） 5
图 6 表外融资规模：同比多增（亿元） 5
图 7 新增非标融资规模（亿元） 6
图 8 新增人民币贷款:当月值：同比多增（亿元） 6
图 10 货币增速（%） 6
图 11 金融机构新增人民币存款（亿元） 6

一、新增社融规模超预期

2021 年 2 月新增社会融资规模 1.71 万亿元，环比 1 月受季节性因素显著回落，但比去年同期多增 8000 多亿，显著强于季节性因素，其中中长期贷款和未贴现银行承兑汇票贡献了主要增量，反映出实体融资需求强劲。考虑一方面主要是受“就地过年”的影响，企业复工快于往年，也带动相应的融资需求复苏，更多的则是经济复苏预期下，实体经济融资意愿提升。

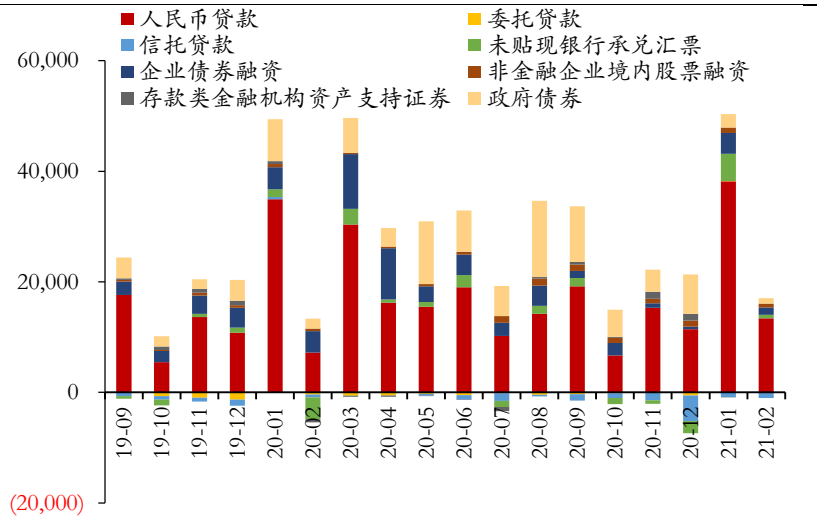
受此影响，存量社融止跌回升至 13.3%。但货币政策逐步退出，从央行以及政府工作报告的表述中都可以看出是大概率事件，因此我们仍然维持社融缓慢掉头的判断，2 月社融增速上行只是这个掉头过程中的小波折。

图 1　社会融资规模存量:同比（%）



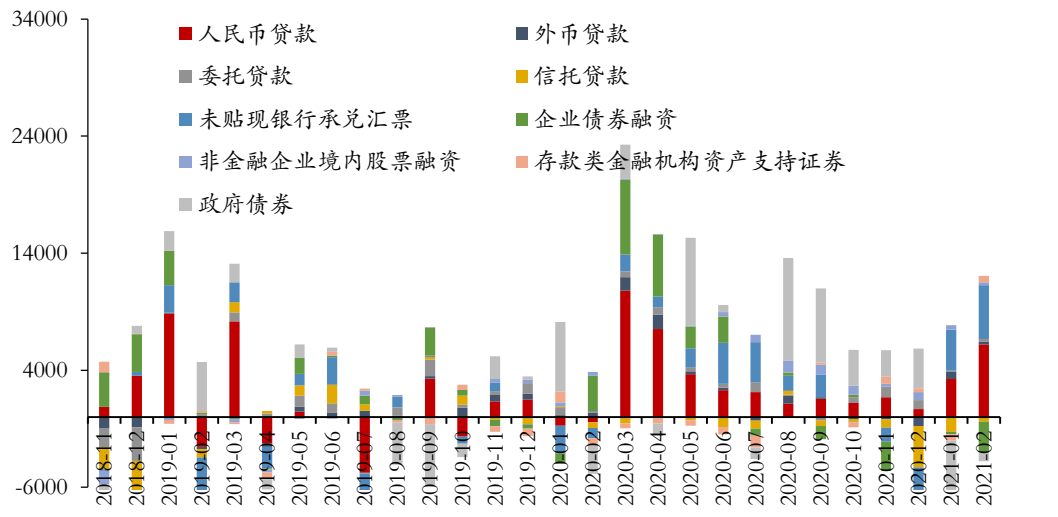
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 2　社会融资规模:当月值（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 3　社会融资规模:当月值：同比多增（亿元）



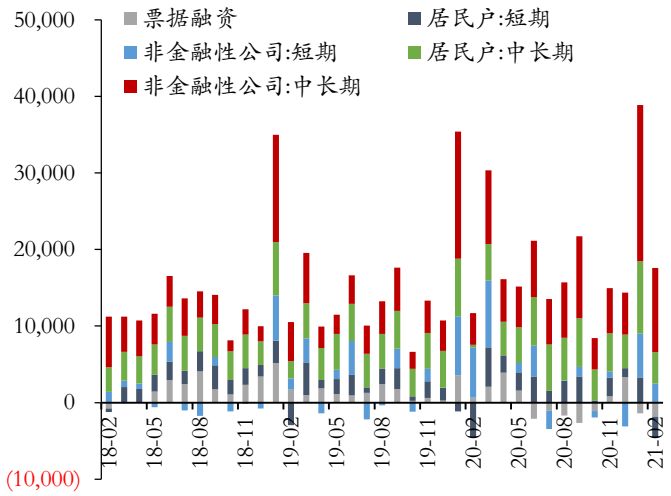
资料来源：Wind、万和证券研究所

二、中长期贷款继续占优

实体经济中长期贷款占比逾 9 成。2 月份金融机构新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比多增 4500 亿元，同样是显著强于季节性。分部门看， 实体经济新增 1.2 万亿人民币贷款，其中中长期贷款增加 1.1 万亿元，占比超过 90%，反映出制造业的融资需求较强，一方面由于海外逐步复苏，外需增强，企业经营预期变得更加乐观，加杠杆意愿提升，另一方面，近期大宗商品等原材料价格上涨较快，企业可能存在提前融资、提前备货的倾向。

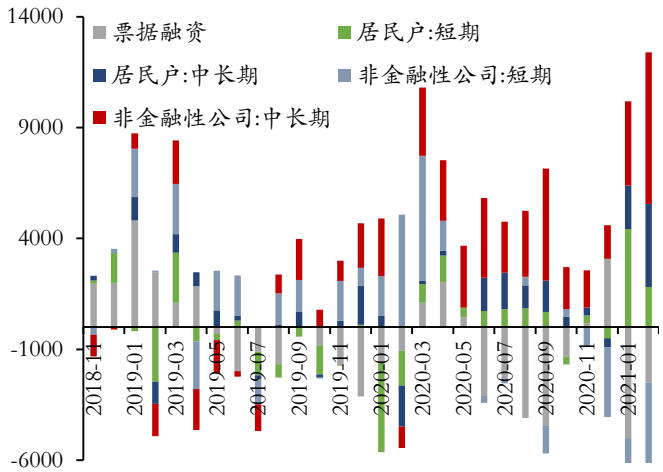
居民长贷仍然旺盛，反映购房需求仍高。居民贷款新增 1400 亿元，其中短期贷款减少 2700 亿元，中长期贷款增加 4100 亿元，短期贷款春节后回落基本符合季节性规律，中长期同比多增 3700 亿，反映出房贷需求仍然较为旺盛。

图 4　新增人民币贷款:当月值（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

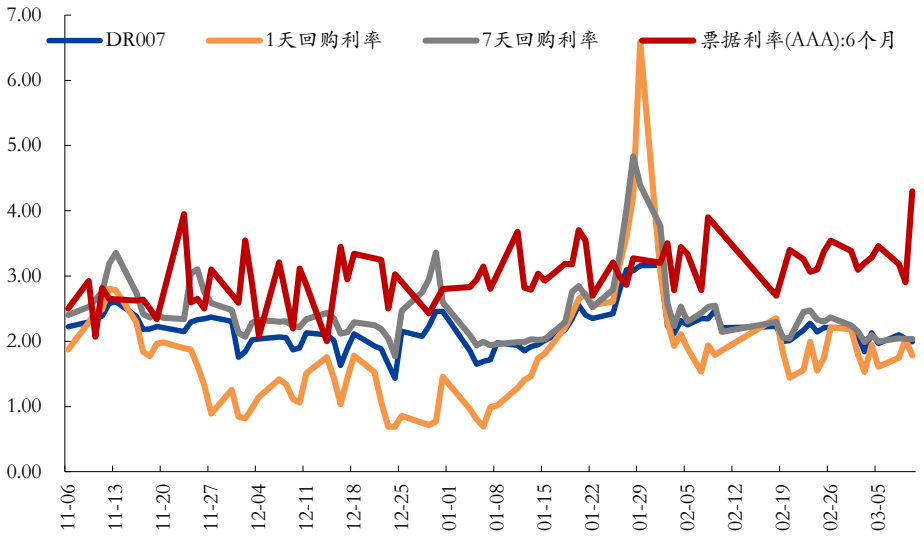
图 5　新增人民币贷款:当月值：同比多增（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

实体短贷承压，票据融资边际回暖。短期融资项中，实体经济短期贷款较去年同期减少 4000 亿，由于央行延迟还本付息的政策将于 1 季度末退出，并且银行更愿意将信贷额度分配给中长期贷款，短期贷款预计延续承压。票据融资同比少增 2500 亿，收缩程度较 1 月明显好转，主要是由于 1 月货币环境的明显收紧导致短端利率快速上行，利率的波动导致企业使用票据融资的意愿降低，进入 2 月后，短期资金利率明显回落，截至 2 月末，DR007、7 天回购利率分别较 2 月初下降 97bp、152bp，不过 6 个月票据融资利率整体呈波动上行的趋势，较 2 月初上行 18bp，票据边际回暖或反映了市场主体在资金面“紧平衡”的情况下趋向新的平衡，侧面反映出融资需求的强劲。

图 6　资金价格（%）



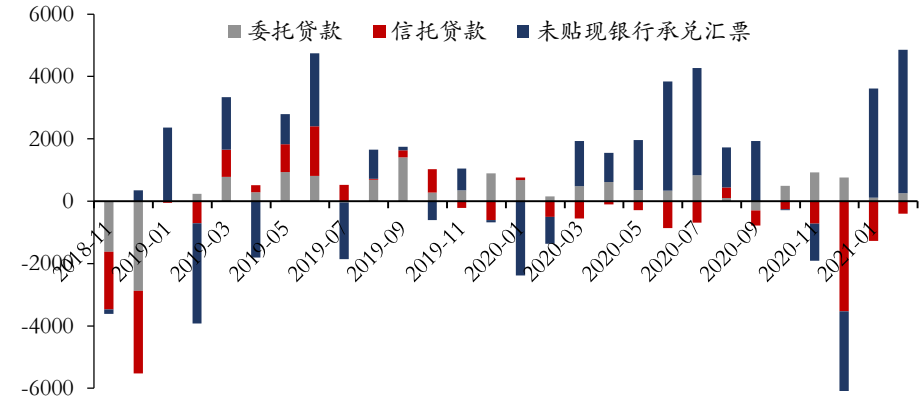
资料来源：Wind、万和证券研究所

三、未贴现银行承兑汇票连续多增

不仅表内融资保持高增长，表外融资中未贴现银行承兑汇票 2 月新增 640 亿元，同比去年多增 4600 亿元，延续 1 月同比多增的趋势。我们认为是由于表内信贷额度有限的情况下，未满足的融资需求转向表外。

2 月委托贷款减少 100 亿元，同比多增 256 亿，延续改善趋势，信托贷款减少 936 亿元，同比少增 396 亿元，从今年单一信托与集合信托到期规模来看，平均每月到期规模超过 3000 亿元，信托贷款融资预计持续承压。

图 7　表外融资规模：同比多增（亿元）

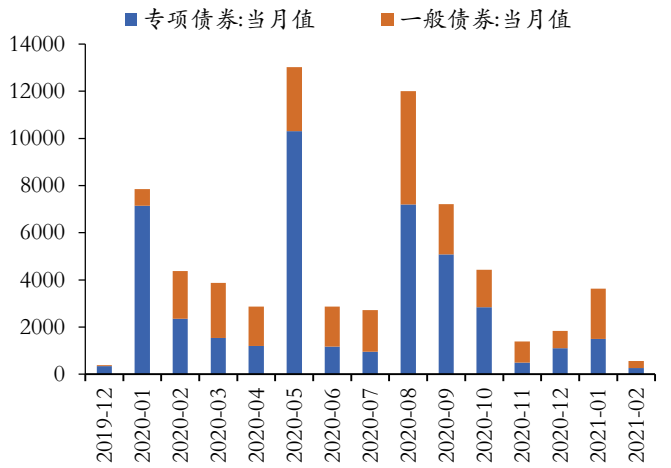


资料来源：Wind、万和证券研究所

四、政府债券融资仍偏低

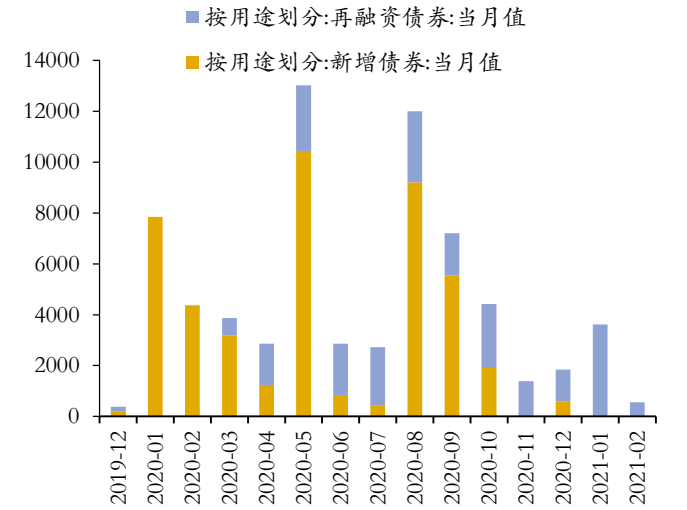
2 月政府债券净融资 1017 亿元，同比少增 5983 亿元，地方政府债发行延续 1 月显著缩量的态势，并且 1-2 月发行的均为再融资债券，体现财政发力的边际收缩。不过从政府工作报告来看，今年地方政府专项债限额几乎持平 2020 年，后续随着地方债额度的下达、地方债发行放量，财政融资预计将快速回升。

图 8 新增非标融资规模（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 9 新增人民币贷款:当月值：同比多增（亿元）

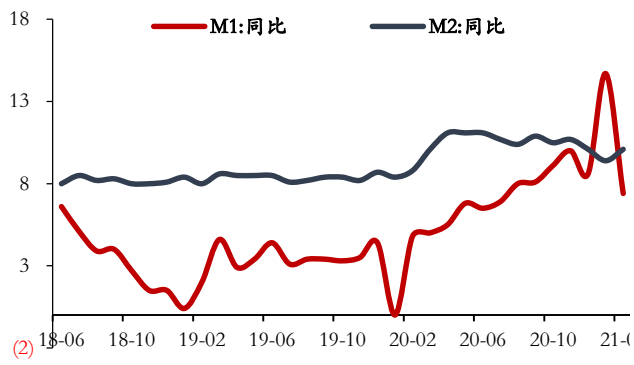


资料来源：Wind、万和证券研究所

五、M1 增速大幅回落， M2 回升

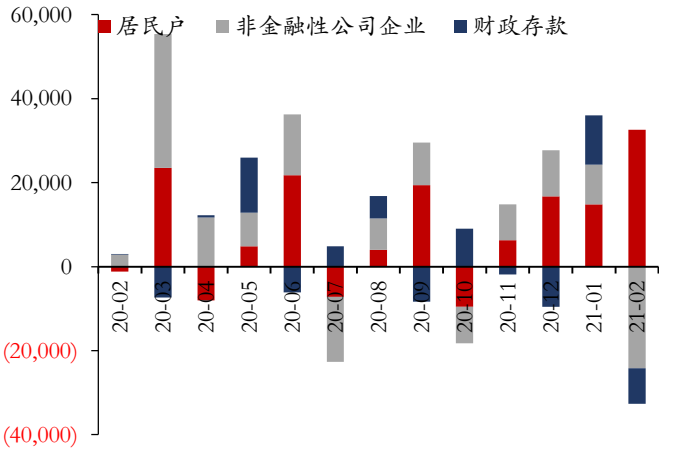
2 月 M1 同比增长 7.4%，较前值大幅回落 7.3 个百分点，M2 同比增长 10.1%，较前值提升 0.7 个百分点。M1 回落主要是由于春节错位下的基数效应，2020 年春节是 1 月下旬，2021 年是 2 月中旬，企业资金在 2 月集中以工资奖金的形式向居民转移，对应非金融企业存款同比显著少增，居民存款同比显著多增，体现为 M1 回落，M2 上涨。此外，财政存款 2 月减少 8500 亿元，同比多减 8700 亿元，反映财政投放力度提升，支撑 M2 增速。

图 10 货币增速（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 11 金融机构新增人民币存款（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

六、流动性判断

融资活动反映经济基本面前景良好。今年年初以来，社融保持连续高增长的状态，融资活动作为经济活动的前导指标，显示出市场主体对未来一段时间的经济预期较好，进一步夯实经济复苏的预期，对广义流动性有向上的支撑作用。

M2 和社融增速不改缓慢掉头的趋势。结合《四季度货币政策执行报告》、2020 年经济工作会议以及刚刚结束的两会《政府工作报告》的定调来看，今年的货币政策主线仍是“稳杠杆”，这要求社融增速与名义 GDP 增速大致相当，而 13%以上的社融增速明显偏高，后续信贷政策可能仍偏严。

资金面保持紧平衡，资金利率难下行。在经济复苏阶段，通常对应资金利率上行，对利率产品难有趋势性行情。此外，目前社融增速或高于今年的目标值，在促使广义流动性边际回落的过程中，银行间流动性仍然维持“紧平衡”，甚至短期来看，央行进行动态调整的概率有所提升，再加上后续地方债的发行放量，货币市场和债市的流动性可能在“紧平衡”的基础上短期边际收紧。

紧信用或导致资本市场博弈加剧。2021 年国内经济整体延续复苏态势，但是随着政策逐步退出，经济整体呈现“紧信用”格局，资本市场在流动性和经济基本面上的博弈加剧，A 股市场波动或加大。

七、风险提示

经济增长不及预期、金融政策收紧过快

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人 收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn