信贷需求旺盛，社融反弹预期难以延续

——2 月金融数据点评

日期：2021 年 3 月 10 日

- **事件：**2021 年 2 月，新增社融 1.71 万亿元（前值 5.17 万亿元），社融存量同比增速 13.3%，前值 13%，新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比多增 4543 亿元，上月为 3.58 万亿元，M2 同比增速继续上行 0.7 个百分点至 10.1%，M1 同比大幅下行 7.3 个百分点至 7.4%。
- **信贷同比大幅上行，企业端贷款结构继续转好，当前信贷需求保持旺盛。企业中长期融资需求依然较为旺盛，制造业融资需求仍在继续改善。**短贷受银行信贷额度收紧影响，承压回落。债券发行成本边际上行，债权融资对信贷的替代效应减弱。企业表内票据融资大幅走弱，票据转贴利率有所回升，叠加稳杠杆的需求，商业银行的短端信贷额度相对偏紧。
- **居民端信贷同比大幅多增，中长期贷款为主要拉升项，除去低基数效应，房地产市场的旺盛也部分拉动了中长期贷款的上行。**商品房成交 2 月明显好于去年同期，个人住房按揭贷款需求依然旺盛。近期监管严查贷款违规流入股市和楼市，2 月首套房贷利率上调 4 个基点至 5.26%，房地产市场信贷调控政策预期延续，或对未来信贷增量有所影响。部分信用卡、消费贷不良率已显现上升苗头，消费贷也受到一定管控。
- **社融总量表现相对强劲。新增贷款和未贴现票据融资为主要拉动项。**非标融资有所反弹，信托贷款依然偏弱，“两压一降”的任务对后续非标下行压力仍存。信贷额度偏紧，但信贷需求依然旺盛，银行 2 月并未明显压降票据融资，实体融资需求拉动票据融资上行，企业生产贸易活动仍保持旺盛，与出口数据相互印证。**当月企业债券融资同环比均转弱，部分受去年高基数的影响，数据仍好于年底和 2019 年同期，信用风险事件逐渐缓和。**企业融资需求依然较强，股票融资同比继续上行。
- **社融 M2 差额收窄，M2 随贷款回升，M1 波动加大。**央行 2 月流动性小幅净回笼，财政存款本月回落，财政支出进度有所加快，资金面受财政拨款影响，依然偏宽松。工资发放时间的错位，存款在企业和居民部门间的转移，金融市场也形成一定分流。随着信用边际收紧和社融少增，叠加同期高基数的影响，预期 3 月 M2 增速将小幅回落。
- **信用收缩进程已经开启，社融下行趋势仍将延续。**政策调节将回归常态化，稳杠杆需求增强。居民贷款端也面临一定压力。去年同期再贷款、再贴现等逆周期政策调控下，企业债融资同比承压，但 3 月政府债发行进程将逐步开启，社融仍将保持在稳步小幅回落区间。
- **风险因素：**市场流动性投放超预期收紧，房地产融资收紧超预期，贷款端利率上行超预期。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：021-60883499

邮箱：yutianxu@wlzq.com.cn

万联证券

目录

事件.....3
1、信贷需求保持旺盛，整体结构向好.....3
2、社融增速小幅反弹，信贷为主要拉力.....5
3、春节错位效应，M1 今年以来大幅波动.....6
4、风险提示.....7

图表目录

图表 1:新增人民币贷款走势（亿元）.....3
图表 2:新增人民币贷款当月值分项走势（亿元）.....3
图表 3:30 大中城市商品房成交面积（%，万平方米）.....4
图表 4:100 大中城市土地成交面积（万平方米，%）.....4
图表 5:新增人民币存款当月值（万亿元）.....5
图表 6:新增人民币存款分项同比(万亿元).....5
图表 7:社融当月值与同比增速（亿元，%）.....6
图表 8:社融分项占比走势（%）.....6
图表 9:非标融资规模走势（%，亿元）.....6
图表 10:未贴现银行承兑汇票同比（%，亿元）.....6
图表 11:M1-M2 剪刀差走势（%）.....7
图表 12:社融与 M2 走势（%）.....7

万联证券

事件

2021年2月，新增社融1.71万亿元（前值5.17万亿元），社融存量同比增速13.3%，前值13%，新增人民币贷款1.36万亿元，同比多增4543亿元，上月为3.58万亿元，M2同比增速继续上行0.7个百分点至10.1%，M1同比大幅下行7.3个百分点至7.4%。

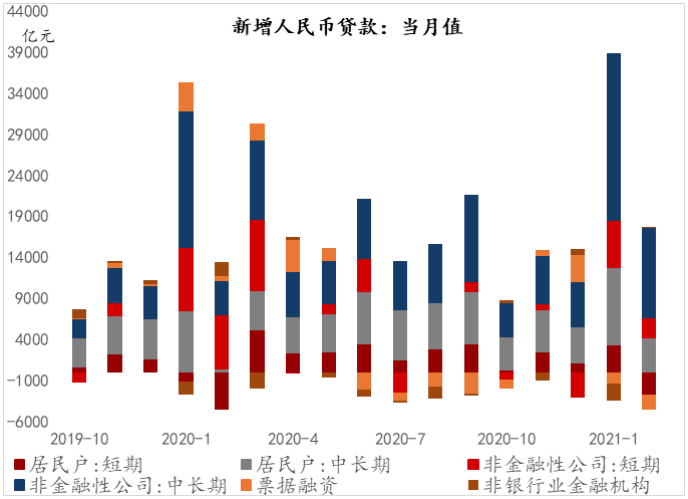
1、信贷需求保持旺盛，整体结构向好

信贷同比大幅上行，企业端贷款结构继续转好，当前信贷需求保持旺盛。2月新增人民币贷款1.36万亿元，同比多增4543亿元，前值3.58万亿元。当月信贷增长上行主要由居民端拉动，企业端结构继续转好。

企业中长期融资需求依然较为旺盛，制造业融资需求仍在继续改善。短贷受银行信贷额度收紧影响，承压回落。当前房企受到三道红线和房贷集中度约束，基建贷款需求较弱，主要拉动仍为制造业；债券发行成本边际上行，债权融资对信贷的替代效应减弱，当前信贷需求仍然旺盛。企业中长期贷款季节性回落，同比大幅上行，短期贷款同环比均有所回落，票据融资继续走弱。从企业端来看，2月新增中长期贷款1.1万亿元，同比多增6843亿元。短期贷款同比增速有所回落，本月短期贷款2497亿元，同比回落4052亿元，上月值为5755亿元。2月份企业表内票据融资大幅走弱，企业表内票据融资缩减-1855亿元，同比多减2489亿元。2月票据转贴利率有所回升，叠加稳杠杆的需求，商业银行的短端信贷额度相对偏紧。

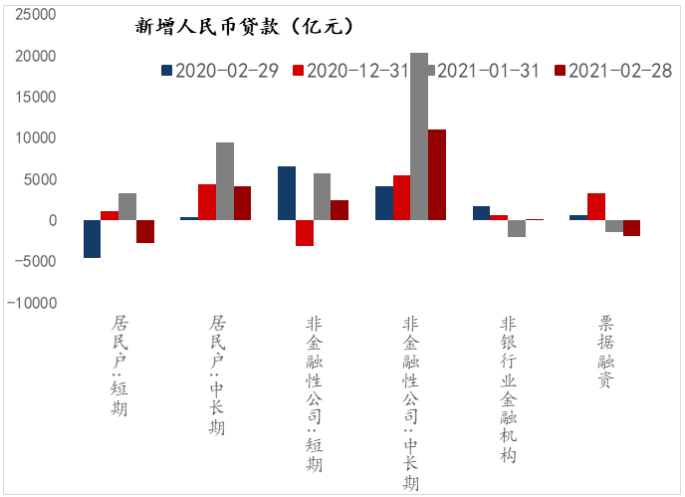
居民端信贷同比大幅多增，中长期贷款继续多增，部分受疫情期间低基数的影响。2月居民部门贷款新增1421亿元，同比多增5554亿元。其中短期、中长期贷款分别新增-2691和4113亿元，同比分别多增1813和3742亿元。短贷部分受低基数影响，中长期贷款相比2019年也增长1887亿元，房地产市场的旺盛也部分拉动了中长期贷款的上行。当前房企和居民户的杠杆率已经攀升至历史高位，国家对房企的杠杆风险加以关注和调控。两会首次提及“解决大城市住房突出问题”，注重稳地价、稳房价、稳预期，且近期监管严查贷款违规流入股市和楼市，或对未来信贷增量有所影响。部分信用卡、消费贷不良率已经显现上升苗头，不应依赖消费金融扩大消费，消费贷受到一定管控。

图表1： 新增人民币贷款走势（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

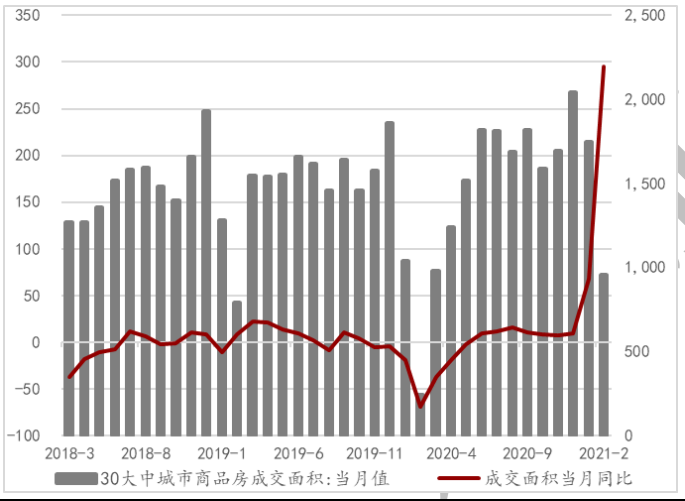
图表2： 新增人民币贷款当月值分项走势（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

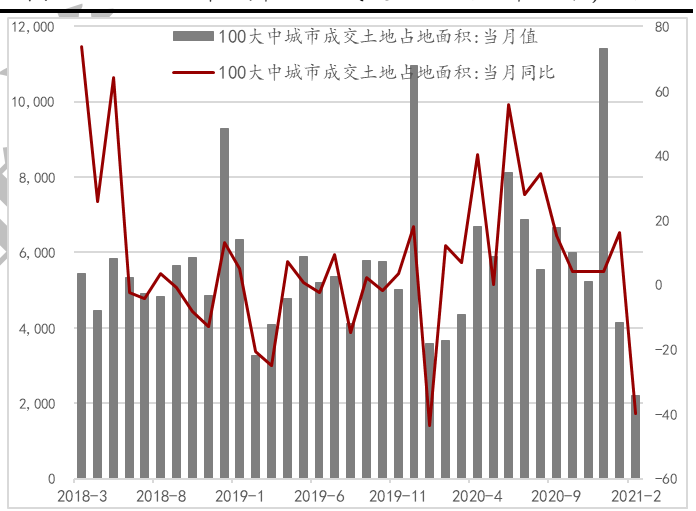
商品房成交2月明显好于去年同期，个人住房按揭贷款需求依然旺盛。年初房地产的信贷集中度政策的出台，上海、北京、深圳、杭州等多各个城市房地产相关的限购政策接连出台，主要是为了平抑近期房价的过快上涨，并非大幅压降按揭，且政策完全落地仍需一段时间，对2月房市影响较小，一线城市的刚需依然保持坚挺。2月首套房贷贷款利率上调4个基点至5.26%，针对房地产市场的信贷调控政策预期延续。30大中城市商品房成交面积2月同比增速接近翻3倍，主要受低基数的影响，从绝对值来看，除去季节性因素，仍高于2019年同期水平。2月成交面积958万平方米，去年同期243万平方米。2月成交面积通常为全年的低点，一季度通常受农历新年的影响，为商品房成交淡季，除去去年同期低基数效应，2月商品房成交面积绝对值仍处于高位。

图表3： 30大中城市商品房成交面积（%，万平方米）



资料来源：Wind，万联证券研究所

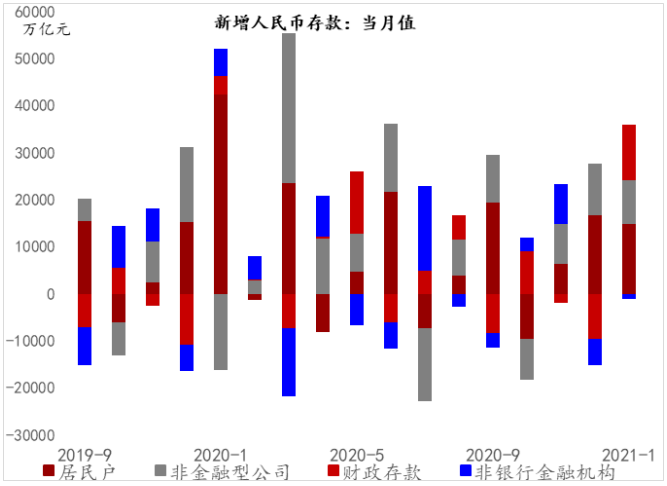
图表4： 100大中城市土地成交面积（万平方米，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

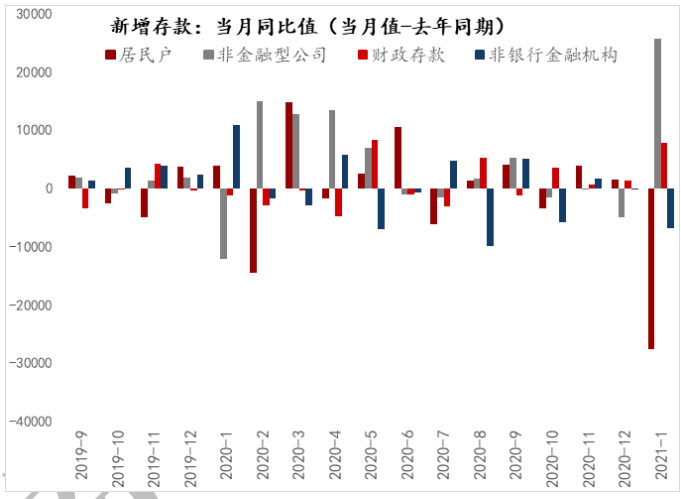
新增存款同比上行，存款端走势分化，企业端大幅回落，居民端存款同比明显上涨，财政存款同比下行，财政资金投放加速。受春节错位影响，年终奖大多于2月集中发放，存款由企业部门向居民部门转移。2月，新增人民币存款11500亿元，前值35700亿元，同比多增1300亿元。其中，居民户存款32600亿元，同比增加33800亿元；非金融企业存款-24200亿元，同比减少27040亿元；财政存款-8479亿元，同比减少-8687亿元。

图表5： 新增人民币存款当月值（万亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： 新增人民币存款分项同比(万亿元)



资料来源：Wind，万联证券研究所

2、社融增速小幅反弹，信贷为主要拉力

2月社融总量表现相对强劲，新口径下2月新增社会融资规模1.71万亿元，同比多增8363亿元，2月底社融存量同比增速13.3%，较上月小幅反弹0.3个百分点。新增贷款和未贴现票据融资为主要拉动项。扣除政府债券之后，旧口径社融增速反弹0.36个百分点至11.82%。具体来看：

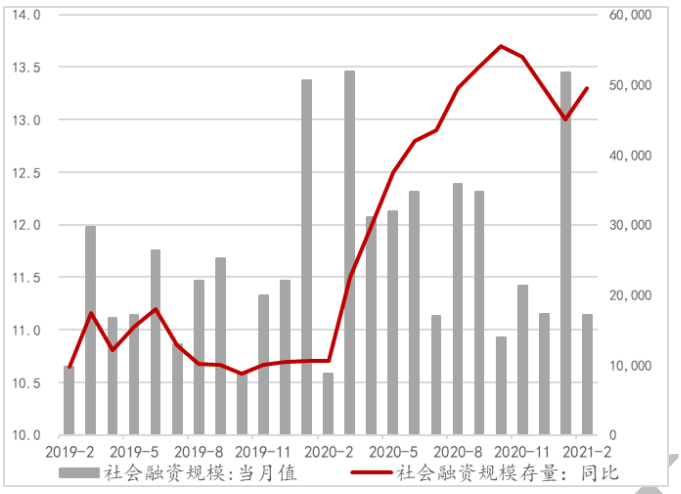
政府债券对社融拉动作用转弱后，政府债券净融资同比继续少增，占社融比重延续低位。2月份政府债券收缩至1017亿，同比减少807亿，占社融比重由上月的4.7%小幅上行至5.0%。今年地方政府专项债额度未提前下达，年初政府债券发行额度较少，成为社融主要负贡献项。两会后政府债或将出现集中供给压力。

非标融资有所反弹，票据融资同比大幅回升，信托贷款依然偏弱。1月非标融资-396亿元，同比增加4461亿元。其中，表外票据融资640亿，同比大幅上行4401亿。信托贷款融资-936亿，同比减少396亿元，信托贷款依然偏弱，“两压一降”的任务对后续非标下行压力仍存。信贷额度偏紧，但信贷需求依然旺盛，银行2月并未明显压降票据融资，实体融资需求拉动票据融资上行，企业生产贸易活动仍保持旺盛，与出口数据相互印证。

当月企业债券融资同环比均转弱，2月为传统发行淡季，数据仍好于年底和2019年同期，信用风险事件逐渐缓和，且城投平台融资环境改善，企业融资需求依然较强，股票融资同比继续上行。企业债融资同比转弱，部分受去年高基数的影响，再贷款、再贴现等逆周期政策调控下，企业债融资上行。随着企业杠杆率的上行，国家对宏观杠杆率的调控，而我国股权融资仍处于相对低位，且伴随着注册制在市场的全面推进，预期股票融资增速持续上行的趋势将延续。2月，企业债券融资1306亿，同比回落2588亿元，股票融资693亿，同比多增244亿。

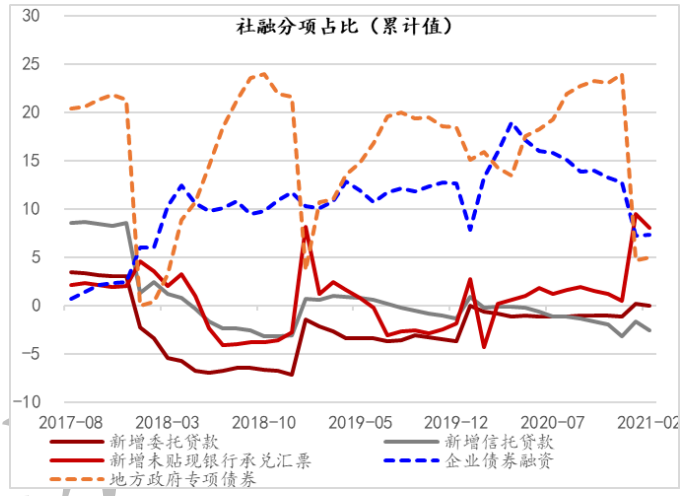
往后看，信用收缩进程已经开启。政府债券发行节奏扰动以及高基数的影响，预期3月社融增速将继续下行，社融增速仍处于下行通道当中。随着经济逐步修复，宏观逆周期调节诉求减弱，稳杠杆需求增强。

图表7： 社融当月值与同比增速（亿元，%）



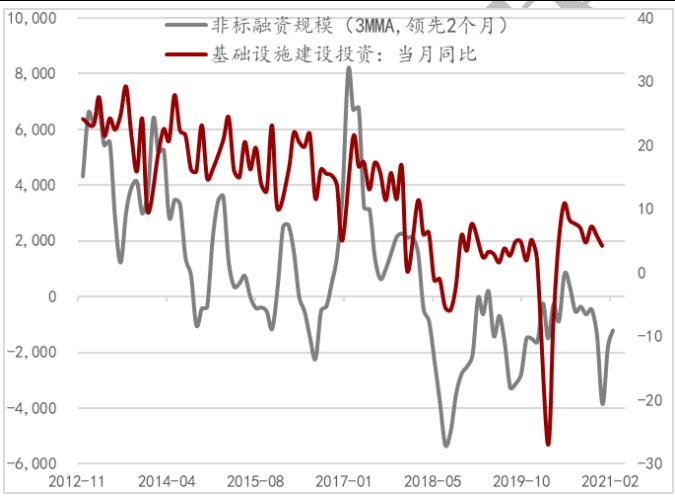
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8： 社融分项占比走势（%）



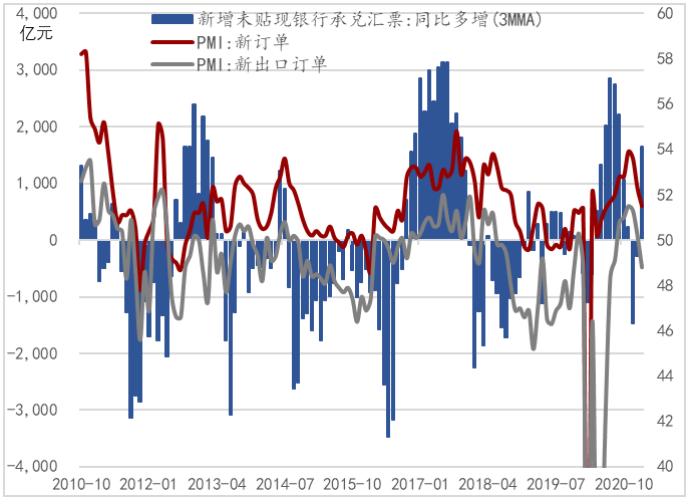
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表9： 非标融资规模走势（%，亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：未贴现银行承兑汇票同比（%，亿元）



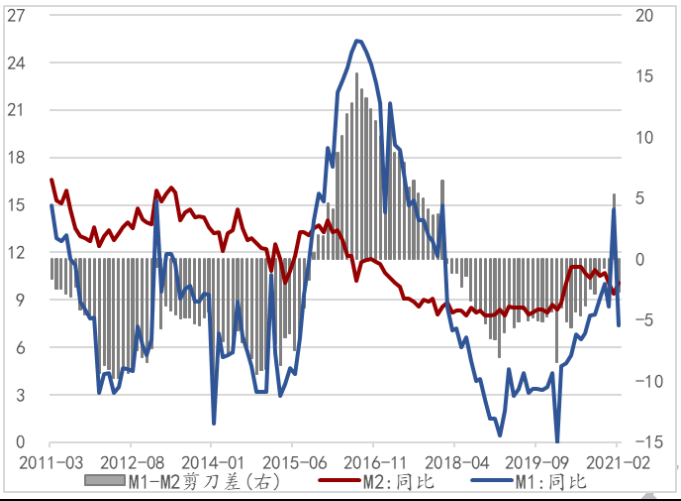
资料来源：Wind，万联证券研究所

3、春节错位效应，M1今年以来大幅波动

2月M2同比10.1%，较上月上行0.7个百分点，市场利率整体平稳，资金面偏宽松，社融与M2剪刀差小幅回落。M1同比7.4%，大幅回落7.3个百分点。春节期间的错位效应，导致M1波动加大，但经济仍保持修复动能不变。预期3月将逐步恢复正常。

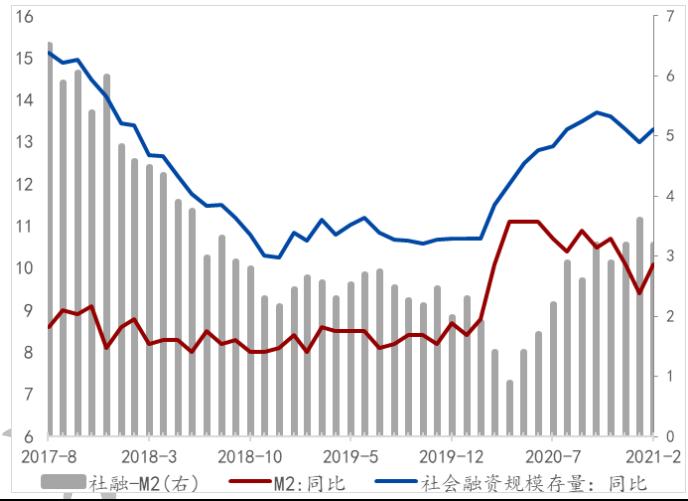
工资发放时间的错位，存款在企业和居民部门间的转移，导致M1同比增速1、2月大幅波动；财政存款本月回落，财政支出进度有所加快。尽管央行2月流动性小幅净回笼，但资金面受财政拨款影响，依然偏宽松。2020年春节在1月，和今年春节错位1个月，企业发放工资由1月转至2月，企业活期存款转为个人存款。居民1-2月对股市和基金产品购买规模较大，金融市场形成一定分流。随着信用边际收紧和社融少增，叠加同期高基数的影响，预期3月M2增速将小幅回落。

图表11：M1-M2剪刀差走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：社融与M2走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

信用收紧趋势预期延续，社融下行趋势仍将延续。随着经济的逐步修复，政策调节将回归常态化，信用投放预期逐步收紧。2021年要保持宏观杠杆的基本稳定，信用政策预期将逐步收紧。首先是房地产融资端的压力，房地产融资的“三条红线”以及房贷新规的约束，将调控房企和居民端的杠杆率，房地产信用扩张预期将受到限制。居民贷款端也面临一定压力，银行对消费贷的压降，监管对资金违规流入股市、债市的监控加强，居民端杠杆率或将逐步下行。其次，财政刺激力度将逐步回落，政府发债规模将有所缩减，但3月政府债发行进程将逐步开启，社融仍将保持在稳步小幅回落区间。货币政策强调“不急转弯”，居民消费仍未完全修复，经济主要拉力仍为投资，房地产仍为主要支撑，转至紧货币的可能性较低。预期2021年将进入紧信用宽货币的周期，在宽货币紧信用的周期下，可关注利率债的投资机会。

4、风险提示

市场流动性投放超预期收紧，房地产融资收紧超预期，贷款端利率上行超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场