2021 年 03 月 10 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

预期超在哪里？

——2 月社融数据点评

摘要

- **社融超预期，全面助力经济复苏。**社融存量增速超预期回升，同比增长 13.3%，结束连续 3 个月同比增速放缓态势。从社融增量来看，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；其中，1 月金融机构对实体经济发放的人民币贷款同比多增 6211 亿元，金融机构对实体经济支持力度较大，货币政策“稳”字当头，没有“急转弯”，前期市场担心的“紧信用”只是结构性的。3 月 10 日，陈雨露表示 2021 年宏观金融政策将会保持连续性、稳定性和可持续性，强调对金融机构对中小企业的支持，同时，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，守护好老百姓的“钱袋子”，预计后续信用边际将有所收缩，社融存量增速将稳中有降。

- **企业融资需求较强，股票融资贡献加大。**从社融结构看，直接融资和表外融资占比都有所下降。2 月新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的 78%，贷款活跃，企业信心持续兑现；2 月新增直接融资在新增社融中占比减少，一方面由于是新增政府债券限额下发较前两年延后，融资有所推迟；另一方面是企业债券融资新增减少。2021 年积极的财政政策要提质增效、更可持续，新增地方政府专项债 3.65 万亿左右，预计后续政府债券融资将有回升。从表外融资看，未贴现银行承兑汇票继续增多，信托贷款减少，新增未贴现银行承兑汇票新增维持上月大涨态势，企业融资需求旺盛，复工复产情况稳定。

- **企（事）业单位融资需求强，本轮房地产调控作用初显。**监管政策影响居民短期贷款，基数效应叠加购房需求推高中长期贷款。2 月，人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比多增 4529 亿元。分部门看，住户部门中长期贷款增加 4113 亿元，较 1 月环比下降了一半以上，楼市调控举措对购房的降温作用已经显现。短期贷款环比下降幅度远超近年同期，加强消费贷监管的作用显现。企（事）业单位贷款增加 1.2 万亿元，同比多增 700 亿元。其中，中长期贷款延续较快增长势头，体现企业融资需求和景气程度维持在较高水平，银行也依然更加倾向于发放长期贷款；而去年企业短贷基数较高作用下，短期贷款同比少增。

- **M1 增速大幅下降，财政资金加速落地。**2 月末，广义货币(M2)余额 223.6 万亿元，同比增长 10.1%，市场预期 9.6%，增速分别比上月末和上年同期高 0.7 个和 1.3 个百分点，主要原因在于财政资金的加快使用和非银行业金融机构存款增加；狭义货币(M1)余额 59.35 万亿元，同比增长 7.4%，增速比上月末低 7.3 个百分点，主要原因仍为春节移位效应的影响。随着春节过后企业开工率的回升，M1 增速将开始回升，剪刀差也将缩小。

- 风险提示：国内需求不及预期，金融监管趋严。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 全球的“水”来到东方了吗？(2021-03-10)
2. 贸易“开门红”会维持多久？(2021-03-08)
3. “6%”的目标之后——2021“两会”政府工作报告解读 (2021-03-07)
4. 地产调控再收紧，美债又掀波澜 (2021-03-05)
5. 回落与分化不改预期向好——2021 年 2 月 PMI 数据点评 (2021-03-01)
6. 绿色经济顶层布局，欧美债券利率承压 (2021-02-26)
7. 走向“正常化”，2021 如何出招？——全国“两会”前瞻 (2021-02-24)
8. 大宗商品一路高歌，房产成交未有惊喜 (2021-02-19)
9. 货运数据开门红，比特币波动大 (2021-02-18)
10. 核心 CPI 转负、PPI 转正，风向如何转？(2021-02-10)

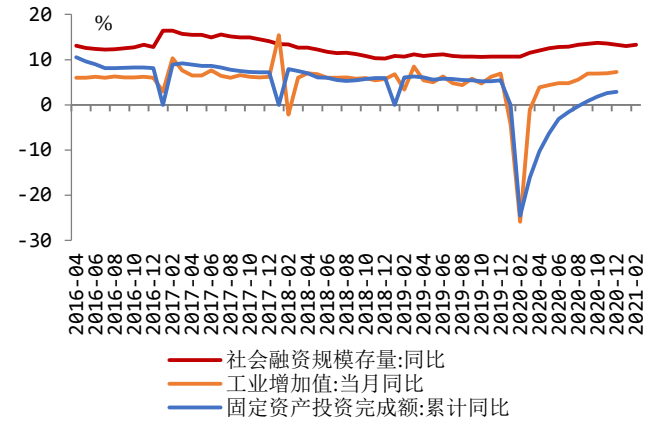
社融存量同比增速超预期回升，实体经济持续修复，企业融资需求旺盛，货币政策稳健适度，但后续信用边际或将有所收缩，社融增速将稳中趋降。

1 社融超预期，全面助力经济复苏

社融存量增速超预期回升，新增人民币贷款同比多增较多。2 月末社会融资规模存量为 291.36 万亿元，同比增长 13.3%，较前值回升 0.3 个百分点，结束连续 3 个月同比增速放缓态势；其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 176.76 万亿元，同比增长 13.5%。从社融增量来看，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；其中，1 月金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 1.34 万亿元，同比多增 6211 亿元。社融增量及人民币贷款新增量的幅度均较大，表明金融机构对实体经济支持力度较大，且货币政策没有急转弯。

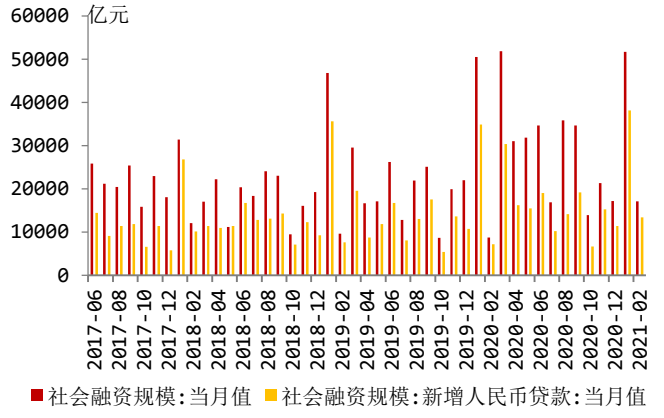
3 月 10 日，中国人民银行副行长陈雨露表示，2021 年宏观金融政策将会保持连续性、稳定性和可持续性，小微企业贷款延期还本付息的政策将会延续，大型商业银行普惠小微贷款将会增长 30%以上；在防控好金融风险的基础上，小微企业的无抵押信用贷款占比也将会继续上升。2021 年稳健的货币政策将灵活适度，在本次“两会”和 2021 年《政府工作报告》中，都着重强调对金融机构对中小企业的支持，预计今年对中小企业贷款支持力度将持续。同时，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，不搞大水漫灌，守护好老百姓的“钱袋子”，预计后续信用边际将有所收缩，社融存量增速将稳中趋降。

图 1：社融存量同比上涨



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增社会融资单月同比多增



数据来源：wind、西南证券整理

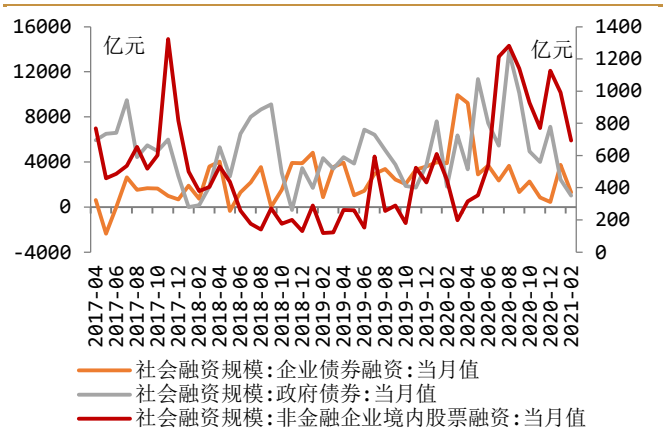
2 企业融资需求较强，股票融资贡献加大

从社融结构来看，非金融企业境内股票融资贡献加大，直接融资和表外融资占比都有所下降。2 月新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的 78%，虽然同比减少 4.07 个百分点，但较 1 月占比增多 4.57 个百分点，贷款活动活跃，市场情绪逐渐回暖；2 月新增直接融资同比多增 1450 亿元，在新增社融中占比减少 3.87 个百分点为 21.38%，一方面由于自 2021 年起政府债券作用减弱，2 月政府债净融资 1017 亿元，同比减少 807 亿元；另一方面由于企业债券融资新增减少，2 月企业债券净融资 1306 亿元，同比少 2588 亿元。2021 年积极的财政政策要提质增效、更可持续，将优化和落实减税降费政策、增加中央对地方转移支付

规模、合理确定赤字率、适度减少新增地方政府专项债券规模、不再发行抗疫特别国债、落实政府过紧日子要求，新增地方政府专项债 3.65 万亿左右，预计政府债券融资将保持平稳；而在 2021 年《政府工作报告》中，强调加强债券市场建设，公司债发行将更加规范。此外，非金融企业境内股票融资 693 亿元，同比多 244 亿元，预计 3 月这部分将有所减弱。

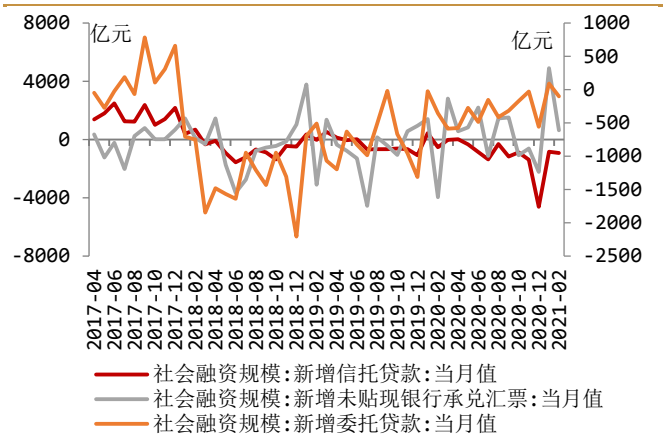
从表外融资看，未贴现银行承兑汇票继续增多，信托贷款减少。2 月，表外融资减少 396 亿元，其中信托贷款减少 936 亿元，同比多减 396 亿元，将信托纳入全口径监管范围的效应持续；委托贷款当月减少 100 亿元，同比少减 256 亿元。2021 年信托监管将继续开展“两压一降”，继续压降信托通道业务规模，逐步压缩违规融资类业务规模，加大对表内外风险资产的处置，预计后续信托贷款承压趋势不变。同时，新增未贴现银行承兑汇票新增维持上月大涨态势，同比大增 4601 亿元至 640 亿元，涨幅较上月有所扩大，企业融资需求旺盛，复工复产情况稳定。

图 3：2 月企业债券融资走弱



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：信托贷款下降趋势



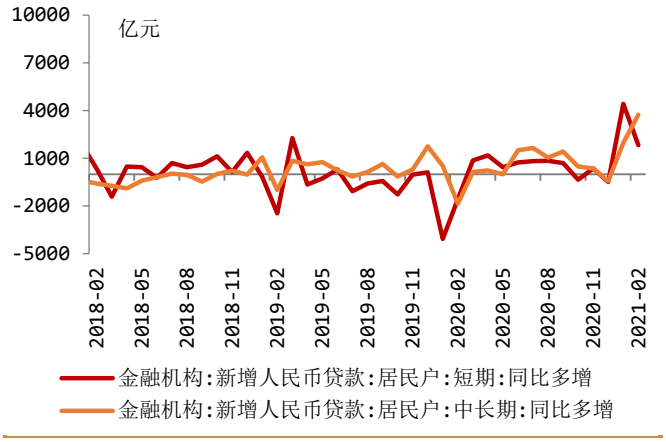
数据来源：wind、西南证券整理

3 企（事）业单位融资需求强，本轮房地产调控作用初显

监管政策影响居民贷款，楼市调控效果初显。2 月，人民币贷款增加 1.36 万亿元，大超预期 9200 亿元，同比多增 4529 亿元。分部门看，住户贷款增加 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，但环比下降 5969 亿元，幅度远超近年同期。短期贷款同比少减幅度不大主要受去年同期基数较低影响，但环比下降幅度较大，体现出消费贷监管加强的政策效应。2 月居民部门中长期贷款增加 4113 亿元，同比多增 3742 亿元，主因基数效应，及“就地过年”提前释放了部分居民的购房需求。环比来看，2 月居民部门中长期贷款较 1 月下降了一半以上。1 月以来，北京、上海、广东、杭州等地金融监管部门集体出击，严查涉房资金来源，加强个人信贷管理，并明确提出严防消费贷、经营贷等违规流入楼市。2 月，30 大中城市商品房成交面积环比 1 月下降 37.68%，本轮楼市密集调控对前期过热的房地产市场降温作用已经显现。

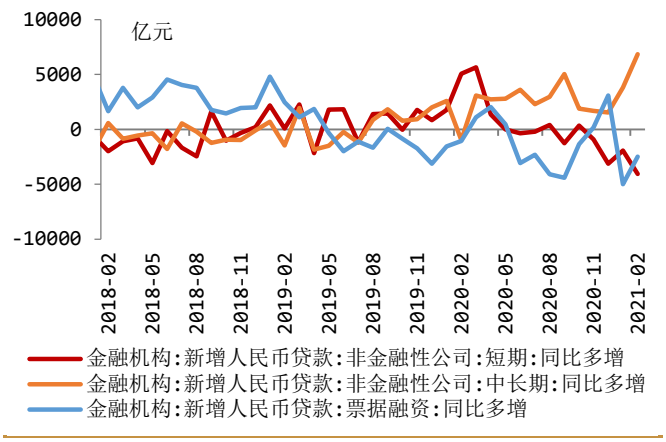
复苏尽头强劲，预期向好刺激企业贷款增长。企（事）业单位贷款增加 1.2 万亿元，同比多增 700 亿元。其中，中长期贷款延续较快增长势头，新增 1.1 万亿元，同比多增 6843 亿元，体现企业融资需求和景气程度维持在较高水平，银行也依然更加倾向于发放长期贷款；而去年企业短贷基数较高作用下，短期贷款增加 2497 亿元，同比少增 4052 亿元；票据融资减少 1855 亿元，同比多减 2489 亿元。

图 5：居民部门中长期贷款需求同比多增



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位长期贷款增长较多

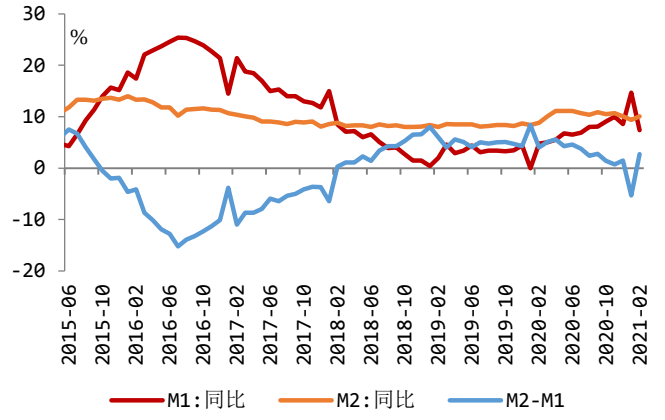


数据来源：wind、西南证券整理

4 M2 与 M1 剪刀差回正，财政资金加速落地

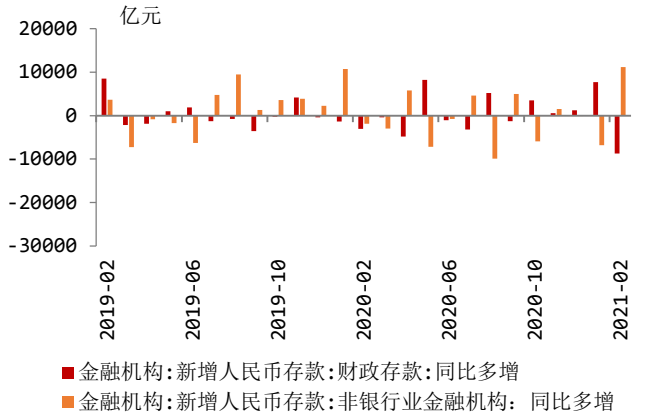
2 月末，广义货币（M2）余额 223.6 万亿元，同比增长 10.1%，超过市场预期 9.6%，增速分别比上月末和上年同期高 0.7 个和 1.3 个百分点。M2 增速回升与我们上月的判断一致，随着财政资金的加快使用，2 月财政存款减少 8479 亿元，同比多减 8687 亿元，此外非银行业金融机构存款增加 1.61 万亿元，同比多增 1.12 万亿元，也是助推 M2 走高的一大原因。狭义货币（M1）余额 59.35 万亿元，同比增长 7.4%，增速比上月末低 7.3 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点。主要原因在于春节移位效应的影响，由于今年春节在 2 月份，在此期间企业集中发放工资和年终奖金，1 月份预留的活期存款大幅降低并转移至居民部门，数据上体现为 2 月住户存款增加 3.26 万亿元，非金融企业存款减少 2.42 万亿元。在这样的背景下，今年 2 月 M1 增速仍高出去年同期 2.6 个百分点，一方面受益于经济的持续复苏，另一方面也说明了在“就地过年”的倡导下，企业春节期间的经营活力有所提高。总体来说，2 月 M2 和 M1 的剪刀差再次转正主要是因为春节效应导致 M1 增速大幅下滑，随着春节过后企业开工率的回升，M1 增速将开始回升，预计剪刀差将缩小。

图 7：2 月 M1 增速快速下行



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：财政资金加速使用，非银金融存款多增



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn