宏观研究

信贷超预期是政策驱动还是市场驱动？

——2 月金融数据点评

宏观事件点评　　2021 年 3 月 11 日

报告摘要：

- **一问，信贷数据为何超预期？**

2月新增人民币贷款13600亿元，市场预期为9200亿元。分结构看，企业中长期贷款新增11000亿元，相比去年同期多增6843亿元，中长期贷款放量体现实体企业较强融资需求。居民中长期贷款新增4113亿元，同比多增3742亿元，由于一线城市楼市较为火爆，对居民购房有提振效应，带动居民中长期贷款增长。居民短期贷款新减2691亿元，同比少减1813亿元，反映消费良好势头。企业短期贷款新增2497亿元，同比少增1813亿元，未来来看随着临时性货币政策工具退出，我们预计企业短期贷款将持续回落。票据融资新减1855亿元，同比减少2489亿元，延续下跌趋势。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新增536亿元，同比减少1314亿元。总体来看，2月信贷规模超出市场预期，反映出实体企业融资需求旺盛的态势。

- **二问，社融数据为何高于预期？**

2月社融新增17100亿元，高于市场预期的10700亿元。分结构来看，非标融资同比多增4461亿元，成为社融拉动项。具体来看，委托贷款减少100亿元，同比少减256亿元；信托贷款同比减少936亿元，同比多减396亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票多增640亿元，同比多增4601亿元，是社融最大拉动项。未贴现银行承兑汇票具有很强的季节性效应，而且跟信贷走势关联度较大，这从侧面反映实体企业融资需求较为。2月企业债新增1306亿元，同比减少2588亿元，企业债同比多减的一部分原因是去年同期基数较高。2月股权融资新增693亿元，同比多增244亿元，表现继续亮眼。政府债券新增1017亿元，同比减少807亿元，成为社融最大拖累项。今年两会制定的政府财政赤字率是3.2%，明显低于去年的3.6%，我们预计今年政府债券发行规模将低于去年，对社融形成拖累。总体来看2月社融增量高于预期主要原因系未贴现银行承兑汇票大幅增加所致，与信贷高增走势较为匹配，反映出实体企业融资需求旺盛的态势。

- **实体融资需求旺盛是1-2月信贷社融高增原因之一**

通过观察1-2月信贷社融数据可以发现有几个共同点： 1-2月中长期贷款均保持较高增量，且票据融资被压缩，未贴现银行承兑汇票高增。这些说明实体企业融资需求较为旺盛，使银行压缩票据融资以腾挪信贷额度，主要贷款项目批给了利润更高的中长期贷款；未贴现银行承兑汇票高增也从侧面证明实体企业融资需求较为旺盛的事实。

- **融资需求抬升+信贷额度收紧或导致贷款利率上升**

从1-2月的信贷社融数据可以看出，实体企业融资需求较为旺盛，以致于银行压缩票据融资来腾挪信贷给中长期贷款。又因为年初疫情反弹的原因，央行并未通过收紧信贷额度来打压企业融资需求。未来来看，随着国内疫情得到完全控制，叠加防风险的需求，信贷额度可能会边际收紧，在融资需求保持高位的背景下，我们预计未来几个月贷款利率会逐渐上升，对银行股形成利好。

- **风险提示**

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

事件：

3 月 10 日，央行公布 2 月金融数据：

新增人民币贷款 13600 亿元，市场预期 9200 亿元，前值 35800 亿元。

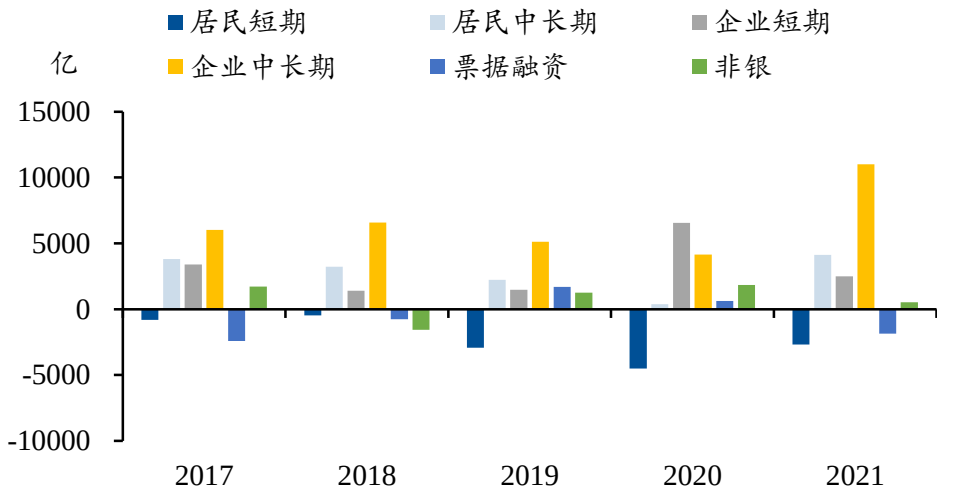
社会融资规模 17100 亿元，市场预期 10700 亿元，前值 51742 亿元。

M2 同比 10.1%，市场预期 9.6%，前值 9.4%；M1 同比 7.4%，前值 14.7%。

1 数据表现：信贷数据超出市场预期

一问，信贷数据为何超预期？ 2 月新增人民币贷款 13600 亿元，市场预期为 9200 亿元。分结构看，企业中长期贷款新增 11000 亿元，相比去年同期多增 6843 亿元，中长期贷款放量体现实体企业较强融资需求。居民中长期贷款新增 4113 亿元，同比多增 3742 亿元，由于一线城市楼市较为火爆，对居民购房有提振效应，带动居民中长期贷款增长。居民短期贷款新减 2691 亿元，同比少减 1813 亿元，反映消费良好势头。企业短期贷款新增 2497 亿元，同比少增 1813 亿元，未来来看随着临时性货币政策工具退出，我们预计企业短期贷款将持续回落。票据融资新减 1855 亿元，同比减少 2489 亿元，延续下跌趋势。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新增 536 亿元，同比减少 1314 亿元。总体来看，2 月信贷规模超出市场预期，反映出实体企业融资需求旺盛的态势。

图 1：2 月份企业中长期贷款放量

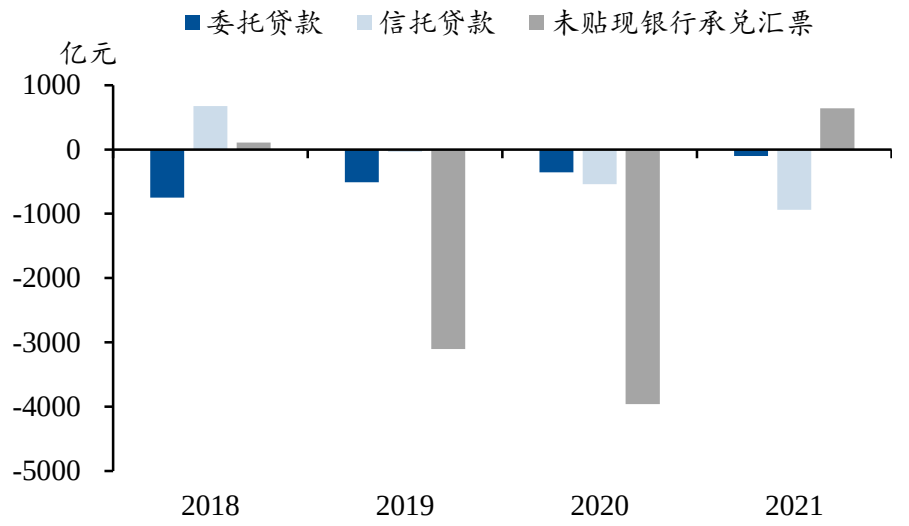


资料来源：Wind，民生证券研究院

二问，社融数据为何高于预期？ 2 月社融新增 17100 亿元，高于市场预期的 10700 亿元。分结构来看，非标融资同比多增 4461 亿元，成为社融拉动项。具体来看，委托贷款减少 100 亿元，同比少减 256 亿元；信托贷款同比减少 936 亿元，同比多减 396 亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票多增 640 亿元，同比多增 4601 亿元，是社融最大拉动项。未贴现银行承兑汇票具有很强的季节性效应，而且跟信贷走势关联度较大，这从侧面反映实体企业融资需求较为。2 月企业债新增 1306 亿

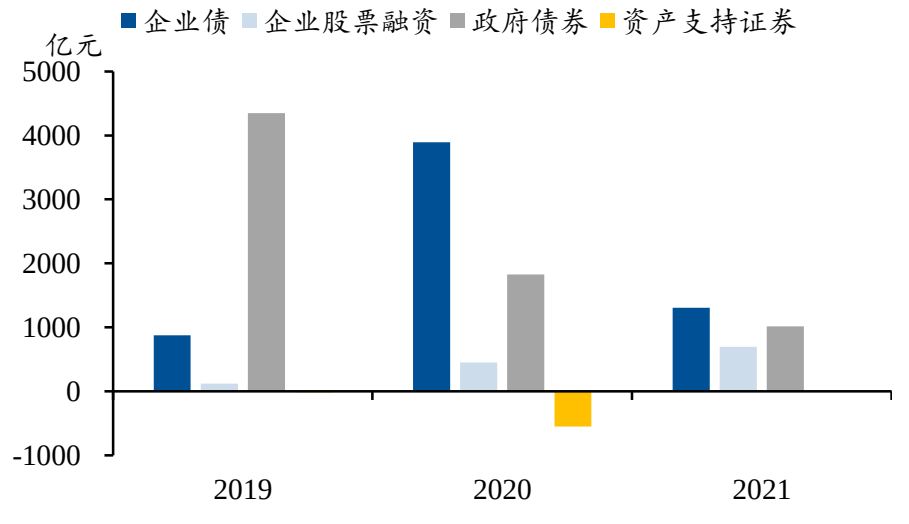
元，同比减少 2588 亿元，企业债同比多减的一部分原因是去年同期基数较高。2 月股权融资新增 693 亿元，同比多增 244 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 1017 亿元，同比减少 807 亿元，成为社融最大拖累项。今年两会制定的政府财政赤字率是 3.2%，明显低于去年的 3.6%，我们预计今年政府债券发行规模将低于去年，对社融形成拖累。总体来看 2 月社融增量高于预期主要原因系未贴现银行承兑汇票大幅增加所致，与信贷高增走势较为匹配，反映出实体企业融资需求旺盛的态势。

图 2：2 月份未贴现银行承兑汇票高于往年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：2 月份政府债券发行规模较去年回落

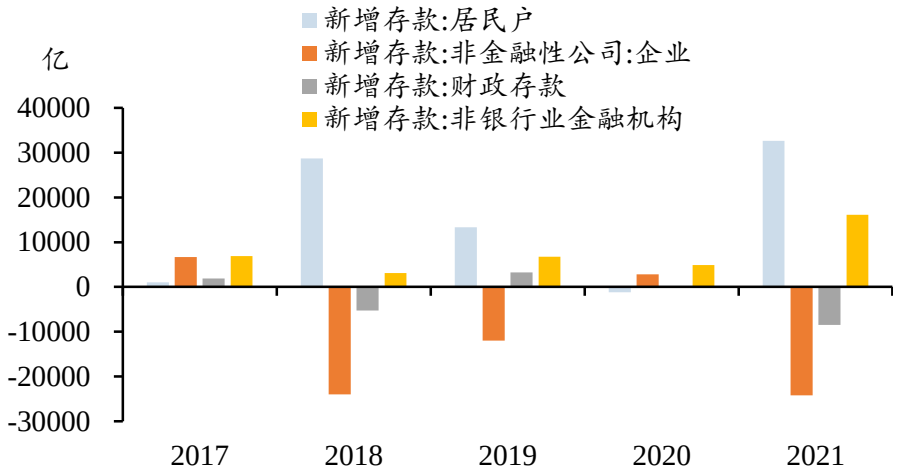


资料来源：Wind，民生证券研究院

三问，M2 为什么上升？2 月 M2 增速高于市场预期的原因主要有两个，一个是居民新增存款高于往年平均水平，二个是财政存款降幅高于往年平均水平，财政投放力度加大。居民存款新增较高的原因一方面是今年春节较晚，居民大多在春节前后领年终奖，拖累了年终奖转化为储蓄的速度；另一方面则是因为 2 月下旬以来股市较为疲软，导致居民将一部分资金从股市中提出，转换为储蓄。财政存款降幅大于往年同期，是由于之前财政存款

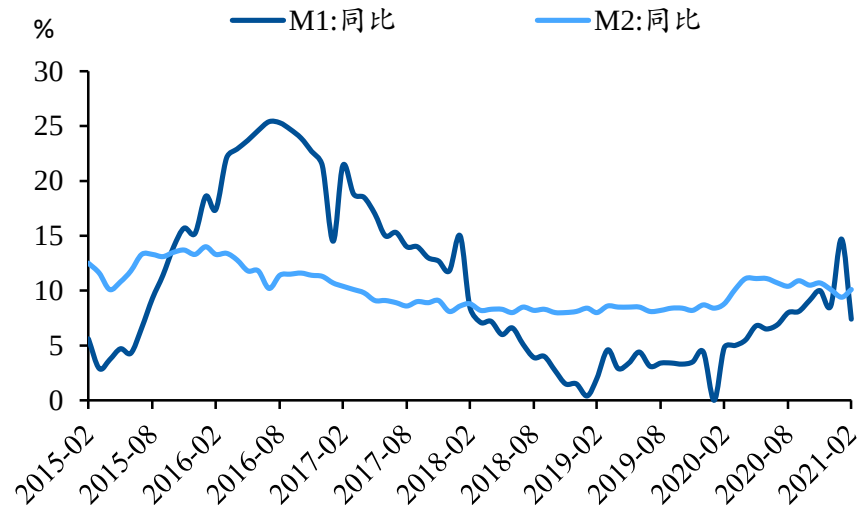
亢余较多，之后仍有下降空间。这些都导致 M2 增速下降。1 月 M1 增速大幅回落，跟春节有关，属于季节性回落。

图 4：2 月财政开支力度有所提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：2 月 M1 和 M2 增速有所回落



资料来源：wind，民生证券研究院

2 数据背后：从央行角度理解全年信贷走势

实体融资需求旺盛是 1-2 月信贷社融高增原因之一。通过观察 1-2 月信贷社融数据可以发现有几个共同点： 1-2 月中长期贷款均保持较高增量，且票据融资被压缩，未贴现银行承兑汇票高增。这些说明实体企业融资需求较为旺盛，使银行压缩票据融资以腾挪信贷额度，主要贷款项目批给了利润更高的中长期贷款；未贴现银行承兑汇票高增也从侧面证明实体企业融资需求较为旺盛的事实。

央行的角度看信贷社融走势。央行货币政策司司长孙国峰在《健全现代货币政策框架》中表示：“理解保持 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配这一中介目标锚定方式要把握以下几点：一是“基本匹配”不意味着“完全相等”。M2 和社会融资规模增速可以根据经济形势和宏观经济治理需要略高或略低于名义经济增速，体现逆周期调节。二是要综合考虑名义经济增速、潜在产出和经济增速目标。在高质量发展阶段，实际的名义经济增速和反映潜在产出的名义经济增速应当大体一致。但在受到严重冲击时，名义经济增速可能会偏离反映潜在产出的名义经济增速，货币政策就要参照后者，支持经济增长回归潜在增速。同时，在操作中还要考虑经济增速目标。三是基本匹配是中长期概念，不是短期概念。体现在操作上，是按年度做到基本匹配，而不是每个季度甚至每个月都要匹配，以保持政策连续性、稳定性和可持续性。”从孙国峰的表态中可以看出，M2 和社融增速可以在短期内高于名义 GDP 增速，以体现逆周期调控，但长期内仍应保持匹配。也就是说，1-2 月信贷社融增速超预期并不代表央行货币政策转向。去年年底-今年年初我国部分地区疫情有所反弹，在此背景下，央行适度放松信贷额度可以起到逆周期调节的作用，稳定企业信心。但随着春节以来疫情得到全面控制，继续放松信贷额度的必要性在降低，货币政策没有宽松的必要。根据路透社报道，近期部分银行收到来自监管层的窗口指导，要求控制今年总体信贷规模，以防范与国内金融市场相关的风险。我们认为未来信贷社融增速逐渐回落是大概率事件。

年初信贷过多投放会挤占全年剩余月份信贷额度。从央行孙国峰的表态可以看出：M2 和社融增速可以在单月甚至单季度高于名义 GDP 增速，但全年来看仍应保持匹配。因此 1-2 月信贷大量投放可能会挤占 3-12 月信贷额度，以保证 M2 和社融增速能与名义 GDP 匹配。总体来看，1-2 月信贷额度上升更多是市场原因，市场融资需求上升导致信贷大量投放，导致表内信贷额度较为紧张。由于今年年初疫情反弹的因素，央行并未通过收紧信贷额度来打压融资需求，使新增信贷超预期。

3 未来展望：贷款利率有望上升

融资需求抬升+信贷额度收紧或导致贷款利率上升。从 1-2 月的信贷社融数据可以看出，实体企业融资需求较为旺盛，以致于银行压缩票据融资来腾挪信贷给中长期贷款。又因为年初疫情反弹的原因，央行并未通过收紧信贷额度来打压企业融资需求。未来来看，随着国内疫情得到完全控制，叠加防风险的需求，信贷额度可能会边际收紧，在融资需求保持高位的背景下，我们预计未来几个月贷款利率会逐渐上升，对银行股形成利好。

风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

插图目录

图 1：2 月份企业中长期贷款放量.....2
图 2：2 月份未贴现银行承兑汇票高于往年同期.....3
图 3：2 月份政府债券发行规模较去年回落.....3
图 4：2 月财政开支力度有所提升.....4
图 5：2 月 M1 和 M2 增速有所回落.....4

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。