新增贷款支撑社融数据，信贷结构出现长期化特征

——二月货币金融数据分析

央行昨天晚些时候公布了 2 月金融货币数据，数据显示，新增社融规模环比回落，但结构出现了一定的变化，信贷结构长期化的特征。M1 和 M2 环比也出现回落。

一． 社融规模分析

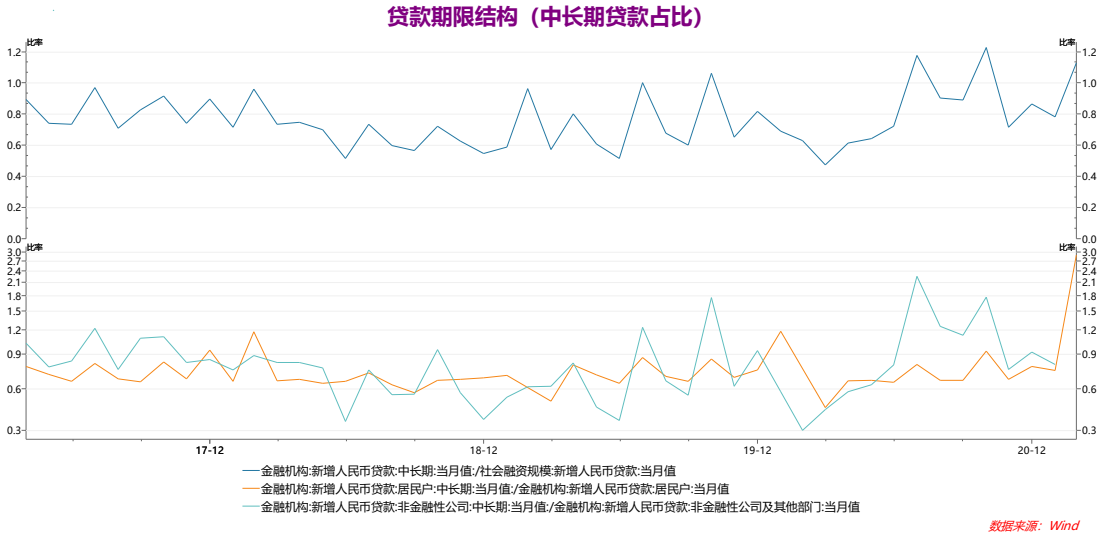
数据显示，受春节等因素影响，2 月新增社融规模环比大幅回落，达到 17100 亿元，前值为 51742 亿元，但高于往年同期水平，2020 年、2019 年和 2018 年的新增社融规模分别为 8737 亿元、9665.13 亿元和 12064.39 亿元。

其中，新增人民币贷款达到 13400 亿元，占比提升到 78%。但去年同期占比高达 82%。从新增贷款的结构看，主要投向了非金融企业，贷款了 12000 亿元，高于往年水平，对居民贷款为 1421 亿元，但也高于往年水平，2020 年和 2019 年对居民新增贷款是负增长；但对非银金融企业贷款仅仅为 180 亿元，大大低于近年往年数。

从贷款期限结构看，中长期贷款达到 11000 亿元，占比达到 92%，高于往年同期水平。其中，居民中长期贷款达到 4113 亿元，显示出春节期间部分楼市销售依旧比较火爆，也意味着居民短期贷款在 2 月加大了清偿的力

度。非金融企业，中长期贷款新增了 11000 亿元，占比达到 92%。短期贷款为-2049 亿元，大大低于往年水平。短期贷款占比回落，显示出在经济恢复后，企业的经营性现金流好转，对短贷的需求减少。同时，也可能受到信贷额度受限的影响，在企业融资需求较强的情况下，信贷额度向中长期贷款倾斜，出现信贷结构长期化的特征。

图 1：贷款期限结构（中长期贷款占比）



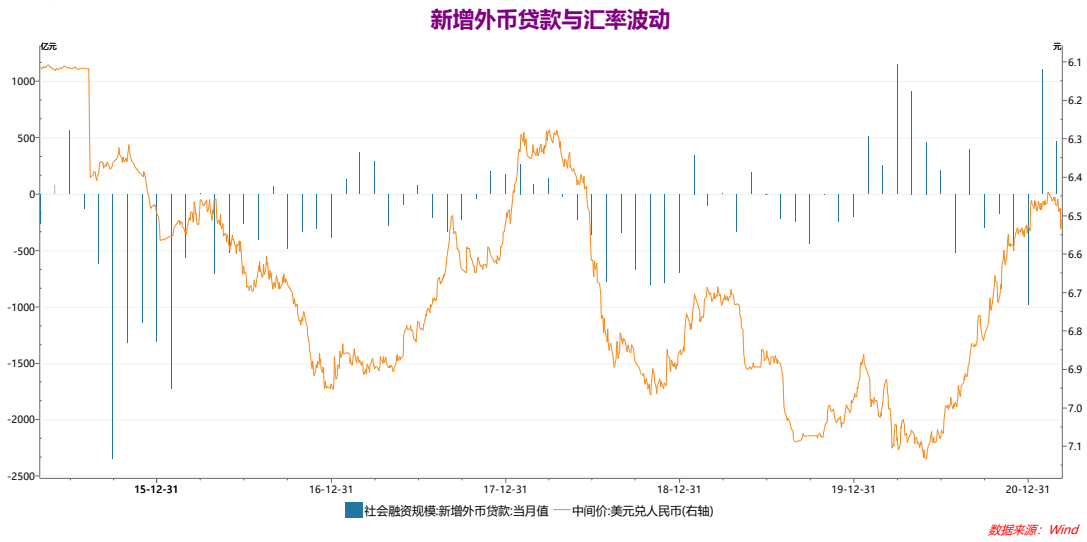
新增外币贷款 464 亿元，前值为 1098 亿元。但高于近年往年同期水平。二月人民币汇率在大幅升高后尽管有所小幅回调，但依旧保持相对强势态势，市场对人民币汇率预期依旧相对乐观。理论上，如企业如果预测人民币升值，他往往会多向银行申请外币贷款，从而把汇率风险转嫁给银行。反之，它会减少向银行申请外币贷款。今年年初央行下调企业跨境融资宏观审慎参数后，企业境外融资额度受影响，转而增加了在境内的外币贷款需求。

同时存在着另一种可能和情形，即有外债的企业很可能选择在人民币汇率升

值的情况下加紧偿还外币贷款。而在人民币贬值时，并不急于偿还外币贷款而推迟偿还外币贷款，甚至增加外币贷款。

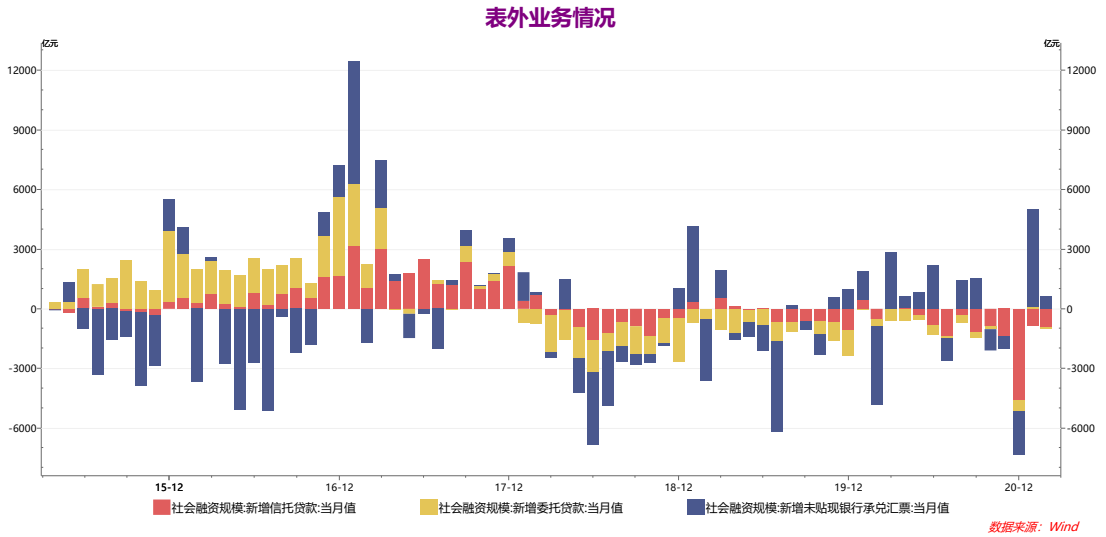
从下图看，尽管前期存在汇率贬值时新增外币贷款下降的规律，但近期数据显示，在去年下半年，人民币升值的背景下，新增外币贷款却负增长，可能和外币债务企业在人民币升值时加紧还贷款有关。而一月外币贷款大增，er2 月外币贷款依旧不错，意味着在年初的外币债务压力减轻明显。实际上，笔者发现外币贷款的数据也存在着明显的季节性，一月或年初，往往是贷款较多的月份。

图 2：新增外币贷款与汇率波动



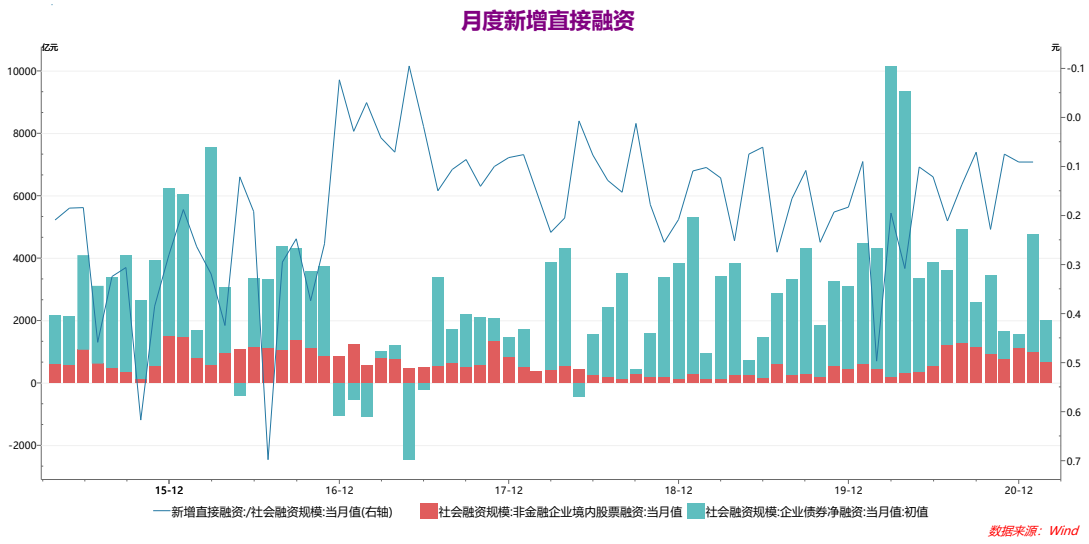
在表外业务方面，2 月在继 1 月大幅回正后再度收缩，新增表外业务为-396 亿元，前值为 4151 元。从结构看，新增未承兑贴现票据 640 亿元，票据利率上升，特别是在信贷额度受政策指导后，部分融资需求转向表外。而新增委托贷款为-100 亿元，新增信托贷款报-936 亿元。

图 3：表外业务情况



在企业直接融资方面，2 月新增企业直接融资占新增社会融资规模的比例维持 12%的比率。从绝对值看，新增企业直接融资 1999 亿元，低于去年同期为 43436 亿元，也低于前值的 4742 亿元。主要因为企业债券融资回落明显，新增 1306 亿元，大大高于前值的 3751 亿元，也低于去年同期的 3860 亿元。而新增股票融资 693 亿元，低于前值的 991 亿元，但明显高于近年往年同期水平。

图 4：月度新增直接融资



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

2 月新增政府债券继续成为拖累社融规模数据的因素。包括地方专项债在内的政府债券仅新增 1017 亿元，低于前值的 2437 亿元，也低于去年同期的 1824 亿元。

中债数据显示，2 月，国债发行继续发力，但地方债发行放缓明显，因为今年没有提前发放地方债。一月，共发行了政府债券 4287 亿元，其中，国债发行了 3730 亿元，同比增加了 91.28%。地方政府债发行了 557.24 亿元，同比下跌了 87.28%。

二． M1 与 M2 分析

2 月 M2 同比报 10.10，低与前值的 9.4%。 M1 报 7.4%，大大高于前值的 14.7%。M1 同比尽管回落，但 2 月翘尾因素依旧很高，尽管较 1 月的 14.67%有所下降，但也是达到 13.19%。因此，1 月 M1 增长较为有限，M1 环比回落了 5.13%。M2 环比上升也仅为 1.04%，低于前值上升 1.2%。

从 M1 的结构看，在 593500 亿元的 M1 中，单位活期存款为 501600 亿元，同比增加了 37086.32 亿元，但是环比却下降了 34388.57 亿元；流通中货币为 91900 亿元，同比下降了 4989.38 亿元，但环比减少了 3712.95 亿元。

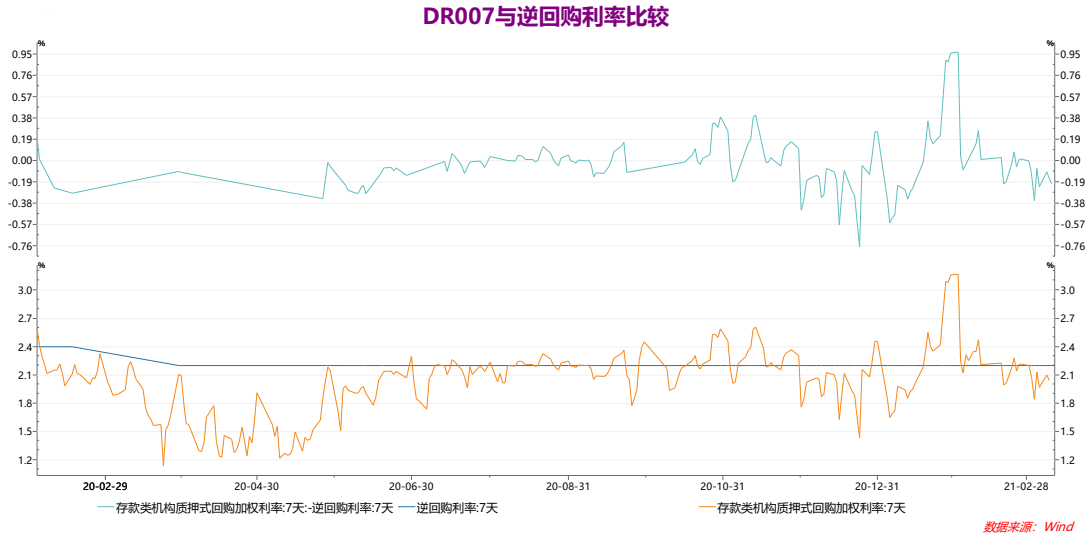
在 M2 的结构中，对 2 月 M2 同比构成了正向效应的有居民存款多增了 33800 亿元，主要是春节错位影响；财政存款多减了 8687 亿元，非银金融机构存款多增了 11176 亿元。而对 2 月 M2 同比构成了负面向效应的是非金融企业存款多减了 27040 亿元。

综上分析，2 月的社融规模和货币供应量环比均出现了回落，其中，有基数原因和春节的等季节性因素。但在信贷额度受限等因素的作用下，信贷结构出现明显的长期化特征和趋向。

而 M1 和 M2 的同比受翘尾因素影响依旧表现为同比上升，但 M1 和 M2 环比是下降的。

我们注意到央行四季度货币政策执行报告重申了货币政策的总体目标是：“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。政府工作报告也对此进行了确认。近期，DR007 也跌回到 7 天回购利率以下，因此目前的流动性基本符合合理充裕的标准。

图 5：DR007 与逆回购利率比较



（银河期货研究所 202103011）

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司

联系人：万一菁　　投资咨询从业证书号：Z0014329

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：wanyijing_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799