固收点评报告

固定收益点评报告

融资需求旺盛驱动信贷数据继续超预期—2021 年 2 月金融数据点评

基本结论

- **中长期信贷增长强劲。**2 月信贷超预期主要由中长期贷款贡献。具体来看，短期贷款及票据融资由 1 月份的新增 7628 亿元转为 2 月份的-2049 亿元。而中长期贷款依旧强劲，其中，企业中长期贷款增加 1.1 万亿，同比多增 6843 亿元，表明经济的增长动能依旧强劲，企业贷款意愿较强。居民中长期贷款同比多增 3742 亿元，地产销售数据或印证了这一点。2 月 30 大中城市商品房成交面积继续保持强势（958.3 万平方米），明显好于 2020 年（242.8 万平方米）和 2019 年（792.2 万平方米）同期水平。居民短期贷款呈现季节性的负增长（-2691 亿元），但好于 2020 年（-4504 亿元）和 2019 年（-2932 亿元）同期水平，显示就地过年对金融消费有一定拉动作用。

- **社融新增规模超预期，增速反弹。**从结构上看，新增人民币贷款、未贴现承兑汇票同比延续大幅增长，企业债券和政府债券净融资同比显著回落，信托贷款继续延续负增长。分项来看，新增人民币贷款 1.34 万亿元，同比多增 6211 亿元，未贴现承兑汇票同比大增 4601 亿元，表明在经济修复进程中企业对未来经济形势乐观，信贷需求依旧强劲。企业债券净融资同比减少 2588 亿元。受近期信用事件影响，信用债发行利率有所上行，叠加 2 月春节工作日较少，信用债发行缩量。政府债券同比回落 807 亿元，受春节错位和地方债提前发行额度迟迟未落地影响，2 月政策债券净融资额同比和环比均回落。信托贷款在压降融资类信托业务规模的任务下继续萎缩。

- **财政存款同比大幅少增支撑 M2 增速反弹。**M2 增速反弹主要受两方面因素支撑：一是财政存款同比大幅少增，2 月份财政存款增幅大幅缩减，少增 8687 亿。财政支出增加和地方政府债缩量发行是财政存款增量减少的重要因素，2 月份地方债发行量为 557.24 亿元，明显小于去年同期的 4379.22 亿元。二是居民新增存款放量，由于年终奖发放影响，2 月居民存款大幅新增 3.26 万亿元，而去年同期为-1200 亿元。

- **整体来看**，在央行采取了合意信贷规模管理政策下，信贷收敛的节奏会较为平稳。从两会政府工作报告释放的信息来看，在宏观政策要继续为市场主体纾困的约束下，在财政政策超预期+货币政策正常化（收敛）+监管政策收紧的组合下，在高质量发展的框架下，今年对稳增长的关注在向防风险、稳杠杆和调结构等领域倾斜。短期政策会保持平稳，正常化转向的契机点大概率会出现在经济开门红前后（4 月份公布一季度经济数据）；从长期来看，货币政策逐步走向正常化是比较确定的事件，利率面临的上升压力可能会更大，利空利率债，但对纾困和风险防范的强调，可能会相对利好城投债和中高等级信用品种。

- **风险提示**：经济表现不及预期；市场调整加大；疫情的不确定性。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

3 月 10 日，央行公布 2 月份金融数据：2 月新增社融 1.71 万亿元，同比多增 8392 亿元；人民币贷款增加 1.36 万亿，同比多增 4529 亿元。M2 同比增速为 10.1%，增速较上月末高 0.7 个百分点。我们对此做以下解读，供各位投资者参考。

一、融资需求旺盛驱动信贷数据继续超预期

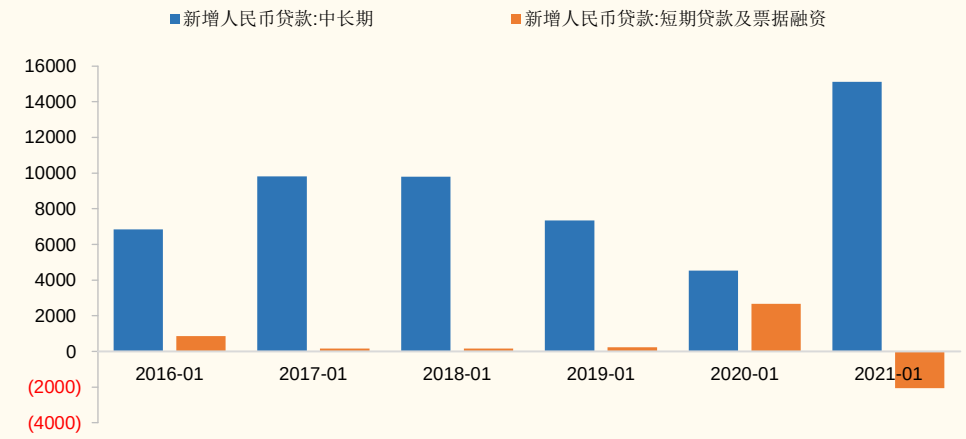
（一）中长期信贷增长强劲

2 月新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比多增 4529 亿，增速为 12.9%，较上月回升 0.2 个百分点。

2 月信贷超预期主要由中长期贷款贡献。信贷增长在央行压信贷规模的指导下依旧超预期，短期贷款及票据融资由 1 月份的新增 7628 亿元转为 2 月份的-2049 亿元；中长期贷款依旧强劲，其中，企业中长期贷款增加 1.1 万亿，同比多增 6843 亿元，表明经济的增长动能依旧强劲，企业贷款意愿较强，预计 1-2 月份额基建和制造业投资的数据会非常抢眼。

居民贷款增加 1421 万亿元，同比增加 5554 亿元。其中，居民中长期贷款增加 4113 亿元，同比多增 3742 亿元，地产销售数据或印证了这一点。2 月 30 大中城市商品房成交面积继续保持强势（958.3 万平方米），明显好于 2020 年（242.8 万平方米）和 2019 年（792.2 万平方米）同期水平。居民短期贷款受春节因素影响呈现季节性的负增长（-2691 亿元），但好于 2020 年（-4504 亿元）和 2019 年（-2932 亿元）同期水平，显示就地过年对金融消费有一定拉动作用。

图表 1：中长期贷款增长强劲（亿元）



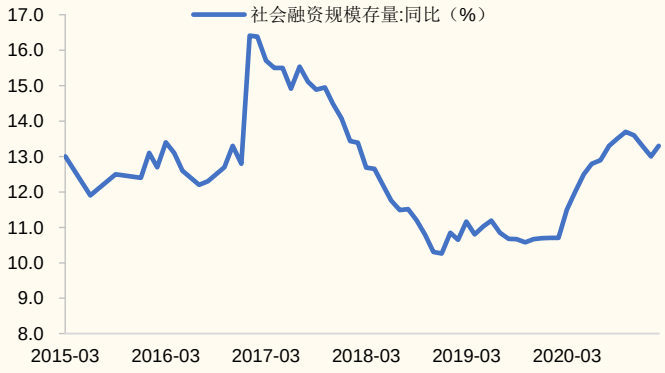
来源：Wind，国金证券研究所

（二）社融新增规模超预期，增速反弹

2 月社融新增达到 1.71 万亿元，好于市场预期，增速为 13.3%，较上月回升 0.3 个百分点。

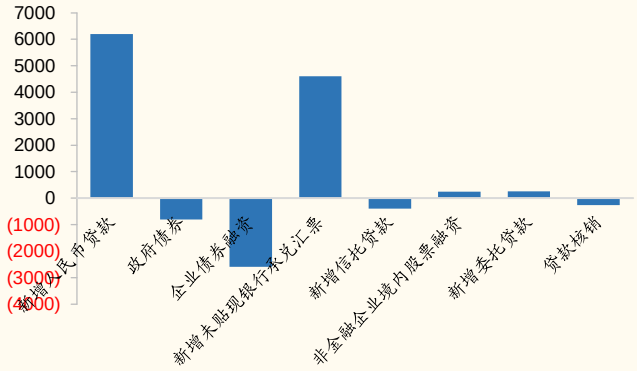
从结构上看，新增人民币贷款、未贴现承兑汇票同比延续大幅增长，企业债券和政府债券净融资同比显著回落，信托贷款继续延续负增长。分项来看，新增人民币贷款 1.34 万亿元，同比多增 6211 亿元，未贴现承兑汇票同比大增 4601 亿元，表明在经济修复进程中企业对未来经济形势乐观，信贷需求依旧强劲。企业债券净融资 1306 亿元，同比减少 2588 亿元。受近期信用事件影响，信用债发行利率有所上行，叠加 2 月春节工作日较少，信用债发行缩量。政府债券同比回落 807 亿元，受春节错位和地方债提前发行额度迟迟未落地影响，2 月政策债券净融资额同比和环比均回落。信托贷款在压降融资类信托业务规模的任务下继续萎缩，2 月为-936 亿元，较 1 月（-842 亿元）有所放量。

图表 2：社融存量增速反弹



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：各分项同比变动情况



来源：Wind，国金证券研究所

（三）财政存款大幅少增支撑 M2 增速反弹

2 月 M2 同比增长 10.1%，较上个月回升 0.7 个百分点。M2 增速反弹主要受两方面因素支撑：一是财政存款同比大幅少增，2 月份财政存款增幅大幅缩减，少增 8687 亿。财政支出增加和地方政府债缩量发行是财政存款增量减少的重要因素，2 月份地方债发行量为 557.24 亿元，明显小于去年同期的 4379.22 亿元。二是居民新增存款放量，由于年终奖发放影响，2 月居民存款大幅新增 3.26 万亿元，而去年同期为-1200 亿元。

（四）总结

整体来看，在央行采取了合意信贷规模管理政策下，信贷收敛的节奏会较为平稳。从两会政府工作报告释放的信息来看，在宏观政策要继续为市场主体纾困的约束下，在财政政策超预期+货币政策正常化（收敛）+监管政策收紧的组合下，在高质量发展的框架下，今年对稳增长的关注在向防风险、稳杠杆和调结构等领域倾斜。

短期政策会保持平稳，正常化转向的契机点大概率会出现在经济开门红前后（4 月份公布一季度经济数据）；从长期来看，货币政策逐步走向正常化是比较确定的事件，利率面临的上升压力可能会更大，利空利率债，但对纾困和风险防范的强调，可能会相对利好城投债和中高等级信用品种。

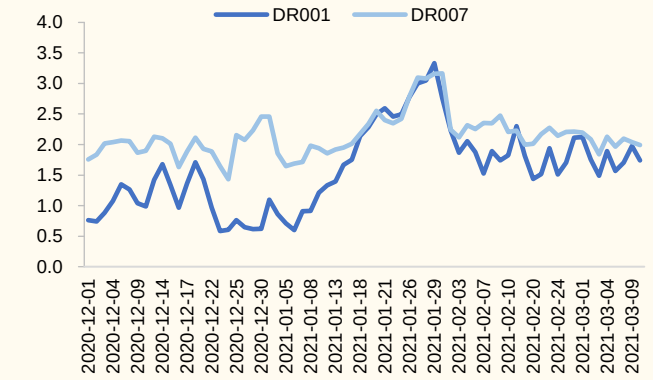
二、市场追踪

1.资金面回顾

本周前三天，资金价格窄幅波动。其中，DR001 较上周五上行 16bp，DR007 较上周五上行 3bp（截至 3 月 10 日，下同）。

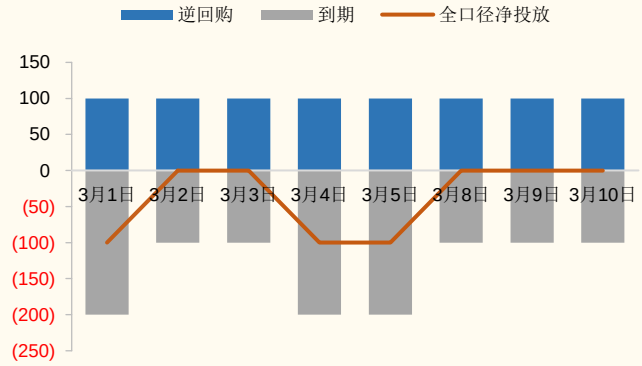
公开市场操作方面，央行公开市场维持小额高频操作，本周前三天均开展 100 亿元逆回购，等量对冲到期量，实现零投放零回笼。

图表 4：资金价格窄幅波动



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公开市场操作维持小额高频

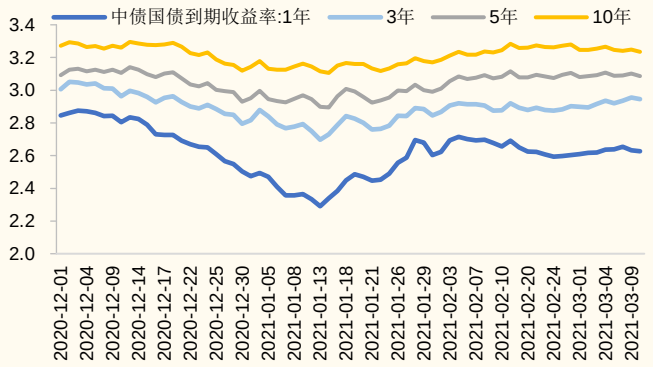


来源：Wind，国金证券研究所

2.利率债

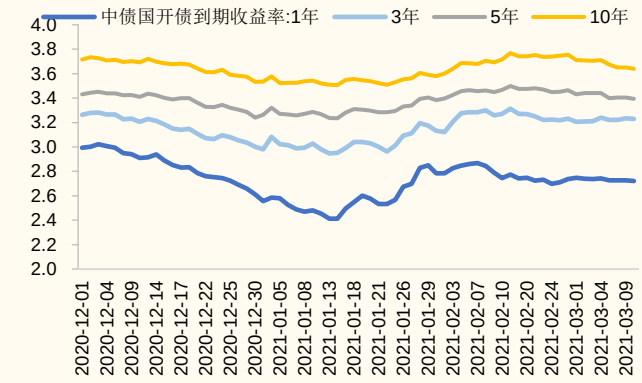
二级市场收益率波动幅度不大，其中，国债 1 年期和 10 年期较上周五均下降 1bp（截至 3 月 10 日，下同），3 年期上行 3bp，5 年期持平。国开债 1 年期到期收益率持平上周五，3 年期上行 1bp，5 年期和 10 年期分别下行 1bp 和 3bp.

图表 6：各期限国债到期收益率走势



来源：Wind，国金证券研究所

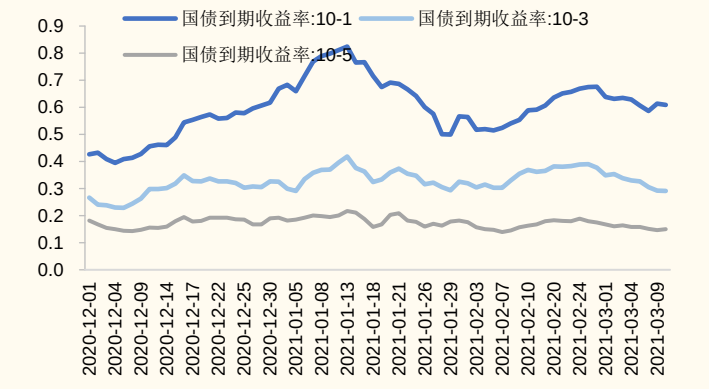
图表 7：各期限国开债到期收益率走势



来源：Wind，国金证券研究所

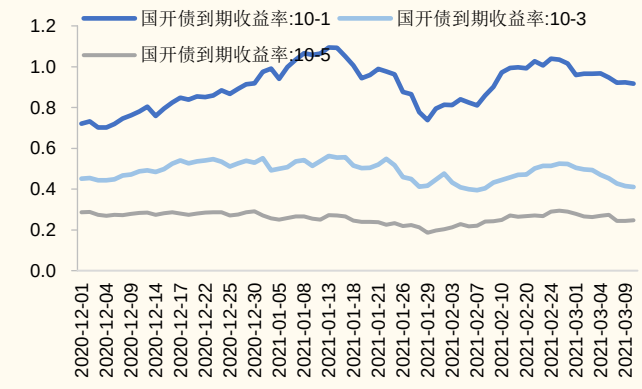
利差方面，国债 10-1 较上周五持平，国债 10-3 和国债 10-5 利差较上周五分别收窄 4bp 和 1bp；国开 10-1、国开 10-3 和国开 10-5 利差分别收窄 3bp、4bp 和 3bp。

图表 8：国债期限利差走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：国开债期限利差走势

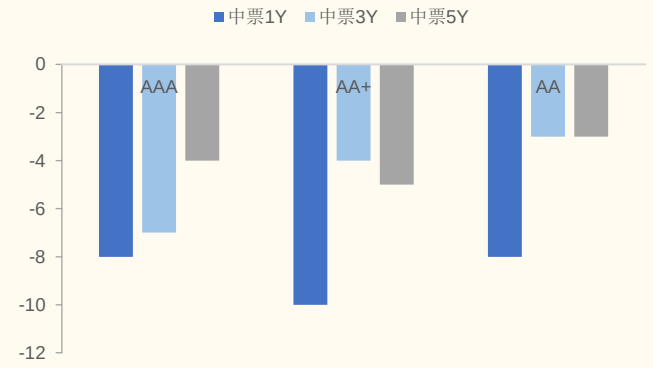


来源：Wind，国金证券研究所

3.信用债

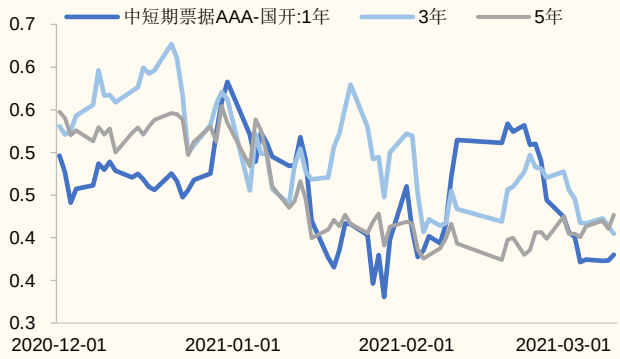
各品种信用利差变动幅度不大，具体来看，中短融（AAA）1 年和 5 年与同期限国开债到期收益率利差较上周五均走阔 1bp（截至 3 月 10 日，下同）,3 年期与上周五下行 1bp；中短融（AA+）1 年和 3 年信用利差较上周五收窄 1bp，5 年持平；中短融（AA）1 年和 5 年信用利差持平上周五，3 年收窄 1bp。

图表 10：中票收益率变动情况（bp，3 月以来）



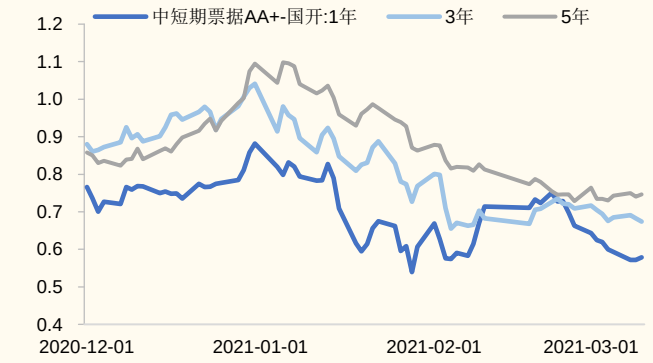
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：中短期票据（AAA）信用利差走势



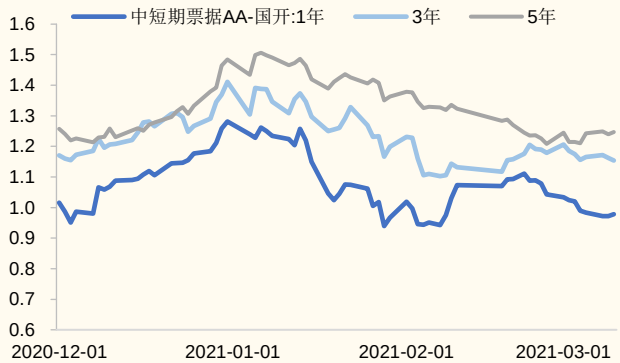
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：中短期票据（AA+）信用利差走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：中短期票据（AA）信用利差走势



来源：Wind，国金证券研究所

三、风险提示

1. 经济表现不及预期；

2.市场调整加大；

3.疫情的不确定性。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402