

## 金融数据不及预期 降息可能性增加



寇宁

宏观经济分析师

宏观战略部

投资咨询证书号: Z0002132

邮箱: kouning@ydqh.com.cn

电话: (022) 28130235

网址: www.ydqh.com.cn

地址: 天津市和平区解放北路

188号信达广场16层

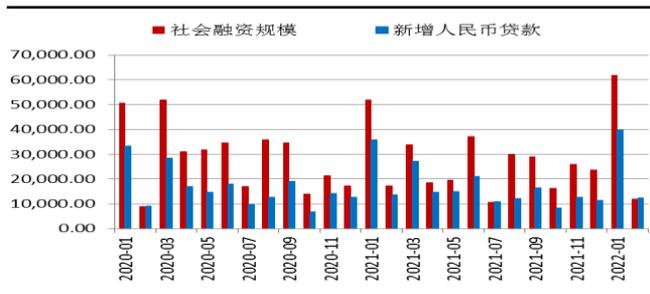
邮编: 300042

## 核心观点及内容摘要

- 2月, 国内新增社会融资1.19万亿元, 环比少增4.98万亿元, 国内新增信贷1.23万亿元, 环比少增2.75万亿元, 均不及市场预期。2月, M1同比增长4.7%, 较1月提高6.6个百分点, M2同比增长9.2%, 下降0.6个百分点。
- 受银行“开门红”影响的消退及春节季节性因素的影响, 2月信贷增长环比回落, 但1-2月, 国内总体新增信贷同比、环比分别多增2700亿元、1000亿元, 考虑到去年同期信贷投放力度较强, 年初信贷仍然维持了一定的投放力度。
- 但结构上, 新增居民信贷加速回落, 是拖累信贷增长的主因。其中, 新增居民中长期贷款降幅较大, 显示尽管年初以来部分地方政府陆续放松购房政策, 但居民购房意愿不强。居民短期贷款在春节期间依然下滑, 反映了疫情对居民消费产生了冲击。
- 新增企业贷款增幅较1月显著收窄。企业中长期贷款同比降幅创历史最高, 这一方面受去年基数偏高的影响, 同时也反映出当前实体融资需求依旧较弱。
- 2月票据融资同比增幅较1月扩大, 成为2月信贷总体同比维持多增的主要支撑, 商业银行利用票据融资冲量, 进一步反映了信贷回落并非信贷供给的紧张而是实体需求的不足。
- 2月, 国内新增社融同比降幅为2021年9月以来最高, 除人民币贷款外, 新增未贴现银行承兑汇票大幅减少亦是融资的重要压力。考虑到2月票据融资增幅扩大, 新增未贴现银行承兑汇票减少或与企业增加票据贴现规模有关。
- 企业债券融资、地方政府专项债券融资是2月社融的主要支撑。其中, 债券融资利率走低, 实体债券融资意愿改善是债券融资增长的主因。而在政府提前下达2022年专项债额度的背景下, 地方政府专项债券融资同比多增, 专项债发行延续前置, 预计将拉动年内基建投资增长。
- 2月, M1同比强劲反弹一方面受到春节错位的持续影响, 另一方面, 票据融资增长明显, 也在一定程度上拉动了企业短期存款的增加。
- 继1月信贷开门红后, 2月国内信贷投放力度明显减弱, 特别是企业长贷降幅明显导致信贷结构出现恶化。从企业长贷回落的原因看, 实体融资需求不足是当前宽信用的主要制约, 而在银行信贷额度相对充裕的背景下, 短期内, 进一步降低企业融资成本对宽信用的作用效果更加明显, 考虑到两会要求“政策发力适当靠前”, 3月当局可能对MLF利率进行调降, 进而引导LPR的下行。

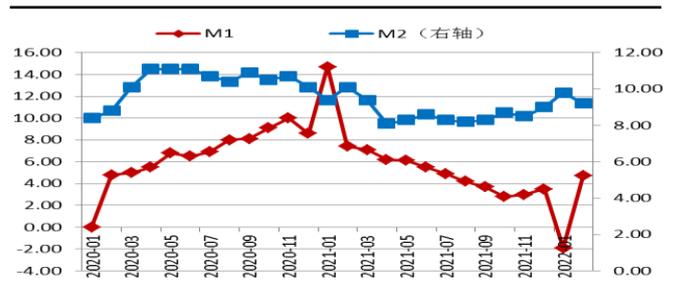
2月，国内新增社会融资1.19万亿元，环比少增4.98万亿元，低于2.2万亿元的市场预期；国内新增信贷1.23万亿元，环比少增2.75万亿元，不及1.45万亿元的市场预期（见图1）。2月，国内M1同比增长4.7%，较1月提高6.6个百分点，好于3.8%的市场预期，M2同比增长9.2%，较1月下降0.6个百分点，低于9.6%的市场预期（见图2）。

图1：社会融资总额与新增人民币贷款（亿元）



资料来源：iFinD

图2：M1、M2（%）



资料来源：iFinD

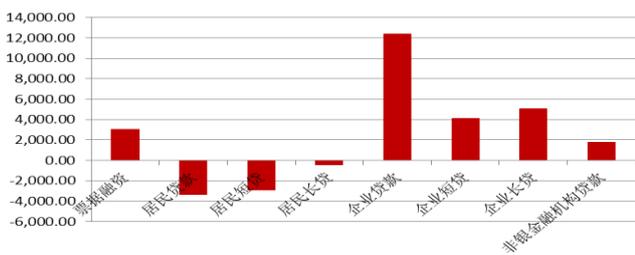
## 1. 居民信贷转降 企业长贷大降

受银行“开门红”影响的消退及春节季节性因素的影响，2月信贷增长环比回落，但考虑到春节错位的影响，综合1-2月看，开年以来，国内总体新增信贷5.21万亿元，同比、环比分别多增2700亿元、1000亿元，考虑到去年同期信贷投放力度较强，基数较高，年初信贷仍然维持了一定的投放力度。

但结构上，新增居民信贷全面由增转减（见图3），加速回落，是拖累信贷增长的主因。2月，金融机构当月新增居民信贷总体下降3369亿元，同比、环比分别多减4790亿元、1.18万亿元，1-2月居民信贷同比少增9060亿元，为历史最高。居民贷款中，新增居民中长期贷款同比、环比分别多减4572亿元、4017亿元，降幅较大，显示尽管年初以来部分地方政府陆续放松购房政策，但居民购房意愿不强，地产销售仍面临压力。此外，居民短期贷款在春节期间依然出现下滑，反映了疫情对居民消费产生了较大的冲击。

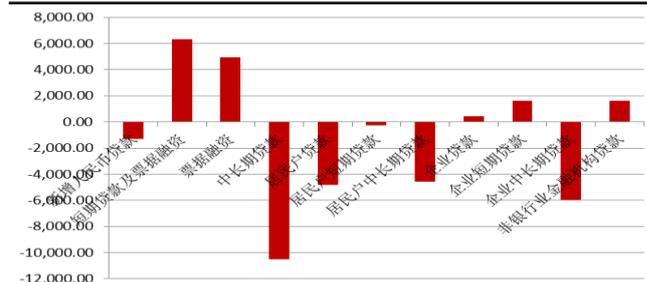
新增企业贷款2月环比少增2.12万亿元，同比多增400亿元，增幅较1月显著收窄。其中，企业中长期贷款同比大幅少增5948亿元，降幅为历史最高，这一方面受到去年基数偏高的影响，同时也反映出当前实体融资需求依旧较弱，而2月票据融资同比多增4907亿元，增幅较1月扩大，成为2月信贷总体同比维持多增的主要支撑（见图4），也体现出商业银行利用票据融资冲量，进一步反映了信贷回落并非信贷供给的紧张而是实体需求的不足。

图 3：金融机构新增人民币贷款当月值（亿元）



资料来源：iFinD

图 4：新增人民币贷款同比变化（亿元）



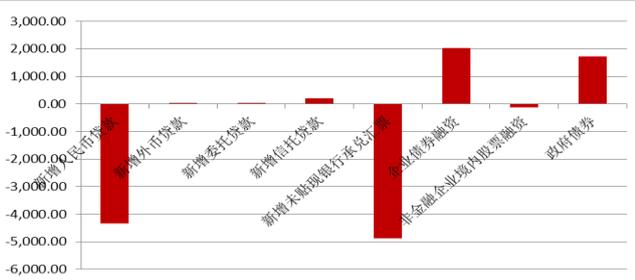
资料来源：iFinD

## 2. 债券融资回暖 专项债维持稳健

2月，国内新增社融同比大幅少增 5343 亿元，为 2021 年 9 月以来最高，其中，除新增人民币贷款同比少增 4329 亿元，是社融的主要拖累外，非标融资中新增未贴现银行承兑汇票 2 月大幅减少 4288 亿元，同比多减 4867 亿元，亦是融资少增的重要压力（见图 5）。考虑到 2 月表内票据融资增幅扩大，新增未贴现银行承兑汇票减少或与企业增加票据贴现规模有关。

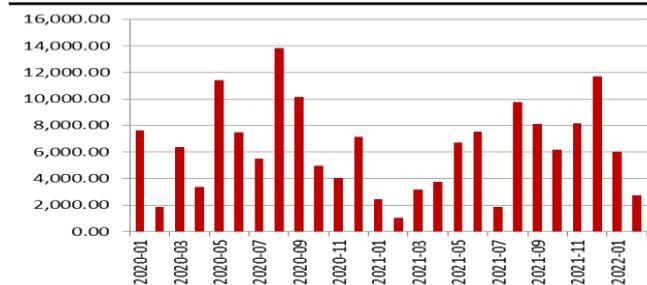
与此同时，企业债券融资、地方政府专项债券融资同比分别多增 2021 亿元、1705 亿元，是 2 月社融的主要支撑。其中，2 月债券融资利率走低，实体债券融资意愿改善是债券融资增长的主因。而在政府提前下达 2022 年专项债额度的背景下，开年以来，地方政府专项债较去年同期明显加快（见图 6），2 月，受春节因素影响，地方政府专项债券融资由 1 月的 6026 亿元降至 2722 亿元，但同比仍多增 1705 亿元，截至 2 月，国内累计新增专项债发行 8775 亿元，占提前下达额度的 60%，年内专项债发行延续前置，拉动年内基建投资增长。

图 5：社会融资规模同比增减（亿元）



资料来源：iFinD

图 6：地方政府专项债当月值（亿元）



资料来源：iFinD

## 3. 春节错位影响延续 M1 同比显著反弹

2月，M1 同比增长由 1 月的-1.9%大幅反弹至 4.7%的 2021 年 7 月以来高点，M1 同比强劲反弹一方面受到春节错位的持续影响，由于 2021 年春节位于 2 月中旬，导致由企业年终奖发放等因素带来的企业存款向居民存款转移晚于今年，企业短期存款在去年 2 月较低，低基数效应对 2 月 M1 形成了一定的支撑；另一方面，2 月企业票据融资增长明显，也在一定程度上拉动了企业短期存款的增加。与此同时，M2 受春节错位导致的高基数影响，同比增长有所回落。

#### 4. 宽信用压力较大 降息可能增加

继1月信贷开门红后，2月国内信贷投放力度明显减弱，特别是企业长贷降幅明显导致信贷结构出现恶化。从企业长贷回落的原因看，实体融资需求不足是当前宽信用的主要制约，而在银行信贷额度相对充裕的背景下，短期内，进一步降低企业融资成本对宽信用的作用效果更加明显，考虑到两会要求“政策发力适当靠前”，3月当局可能对MLF利率进行调降，进而引导LPR的下行。

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德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引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德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。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德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，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

### 北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel: 010-8831 2088

### 上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel: 021-6257 3180

### 天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel: 022-2813 9206

### 天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元  
Tel: 022-6622 5869

### 天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301  
Tel: 022-5822 0902

### 天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）  
Tel: 022-2330 3538

### 郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel: 0371-6561 2079

### 大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间  
Tel: 0411-8480 6701

### 淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel: 0533-358 6709

### 宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel: 0574-8795 1915

### 唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel: 0315-578 5511

### 烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室  
Tel: 0535-216 3353/216 9678

### 杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室  
Tel: 0571-8799 6673