

2020年2月金融数据点评

2月信贷、社融走势平稳 融资结构持续改善

3月11日，央行公布数据显示：2月新增金融机构人民币贷款9057万亿，比上月少增2.43万亿，比上年同期多增199亿；各项贷款余额增速12.1%，与上月持平，较上年同期低1.3个百分点。

2月新增社会融资规模8554亿，比上月少增4.21万亿，比上年同期少增1111亿；2月末存量社会融资规模257.2万亿，同比增长10.7%，增速与上月持平，略高于上年同期的10.65%。2月末，M2同比增长8.8%，增速比上月末高0.4个百分点，比上年同期高0.8个百分点；M1同比增长4.8%，增速比上月末高4.8个百分点，比上年同期高2.8个百分点。

主要观点：

2月新增人民币贷款环比季节性少增，同比小幅多增则与低基数、宽信用政策加码以及监管容许受疫情影响较大的中小微企业贷款展期等因素有关。从信贷结构来看，因居民购房和消费活动暂缓，当月居民贷款大幅缩量，企业贷款占比相应上升，但在银行短贷冲量和企业通过短贷补充短期流动性的影响下，当月企业贷款短期化特征明显。

2月新增社融环比下滑符合季节性规律，同比少增则主要源于政府债券和表外票据融资增量下滑幅度较大。其中，政府债券融资缩量主要受专项债发行节奏和剩余额度限制；表外融资压降速度加快，除受疫情导致企业融资需求收缩影响外，也反映了信贷和债券融资对非标的挤出作用。2月社融结构的一大亮点是在流动性充裕和政策利好带动下，债券融资等直接融资占比大幅提升。总体上看，2月信贷、社融数据显示，在疫情高峰期间，监管层致力于对实体经济定向滴灌，货币政策仍坚守不搞大水漫灌立场。

主要受财政存款大幅少增以及上年同期低基数影响，2月M2增速创近两年以来新高；2月M1增速环比大幅上行，季节性影响消退及上年同期低基数是直接原因。此外，近期广义货币供应量指标改善或也表明，前期金融严监管的抑制效应正在逐步减弱。

展望未来，2月末央行增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，同时政策性银行将增加3500亿元专项信贷额度。我们判断，以上政策效果将主要从3月开始体现。由此，在3月复工复产进度加快，金融支持力度相应加大过程中，当月新增人民币贷款规模有望达到2万亿，较去年同期多增约3000亿；社融方面，除人民币贷款多增外，预计3月企业债发行势头有望保持，国债融资加快将扭转2月政府债券融资大幅少增局面，表外融资也将转正。综合以上，预计3月新增社融有望达到3.4万亿，比上年同期多增逾4000亿。

需要提出的是，当前海外疫情存在较大不确定性，短期内外需会面临一定挑战。这意味着国内疫情稳定下来后，宏观政策还可能继续加大稳增长力度。由此，我们判断未来一段时间金融数据增速有可能小幅加快。但在防范化解系统性金融风险进入决胜之年的背景

下，年内信贷、社融和 M2 同比大幅拐头向上的可能性不大。

具体分析如下：

一、2月新增人民币贷款环比季节性少增，同比小幅多增则与低基数、宽信用政策加码以及监管容许受疫情影响较大的中小微企业贷款展期等因素有关。从结构来看，因居民购房和消费活动暂缓，2月居民贷款大幅缩量，企业贷款占比相应上升，但在银行短贷冲量和企业通过短贷补充短期流动性的影响下，当月企业贷款短期化特征明显。

2月新增人民币贷款 9057 亿元，环比大幅少增约 2.43 万亿，符合季节性规律，同时也反映了在疫情影响下，各类经济活动暂缓，相关及配套融资需求相应收缩。此外，当前 LPR 下行预期较为强烈，可能也导致了部分融资需求延后。不过，与去年同期相比，2月新增信贷规模多出 199 亿，我们认为这主要体现三方面因素作用：一是去年春节假期在 2 月份，造成同比基数偏低；二是当前宽信用政策加码，政策引导下银行正在加大对实体经济的信贷支持力度；三是监管容许受疫情影响较大的中小微企业贷款展期，到期量下降也会对新增信贷规模产生支撑。

图 1 新增人民币贷款规模及增速

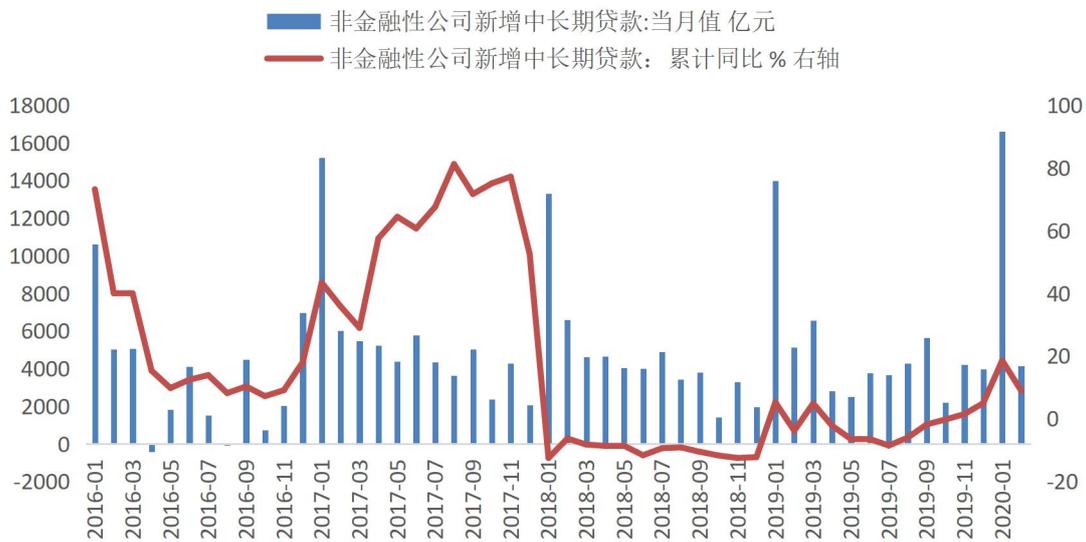


数据来源：WIND

具体来看，2月非金融企业短贷环比少增 1150 亿，同比多增 5069 亿，是当期人民币贷款同比多增的主要原因。同时，当月非金融企业中长期贷款环比少增约 1.24 万亿，同比少增 970 亿，企业信贷结构短期化特征明显。这一方面由于政策引导银行加大对企业，尤其是中小微企业的信贷支持力度，但银行风险偏好较低，存在短贷冲量现象；另一方面，从资金需求端来看，疫情影响下，企业投资活动受到抑制、项目工地开工延迟，配套中长期融资需求下降，同时企业通过短贷来补充短期流动性的需求上升。此外，2月短贷投放规模较大对

票据融资产生挤出效应，当月表内票据融资环比少增 2962 亿，同比少增 1061 亿。

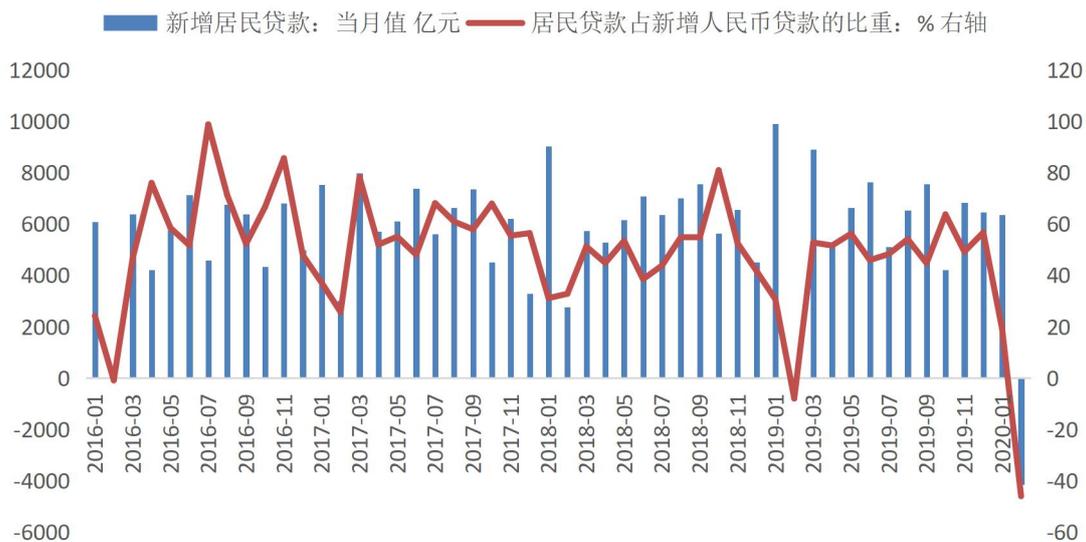
图 2 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚整理

居民贷款方面，2 月居民贷款大幅缩量，负增 4133 亿，环比少增约 1.05 万亿，同比少增 3427 亿。其中，受疫情冲击各项消费活动及居民消费信心影响，2 月居民短贷负增 4505 亿，环比多减 3355 亿，同比多减 1572 亿；同时，疫情导致各地售楼处关闭、房屋中介歇业，2 月商品房销售面积同比大幅负增，影响当月新增居民中长期贷款规模降至仅 371 亿，环比少增 7120 亿，同比少增 1855 亿。

图 3 新增居民贷款规模及占比



数据来源：WIND，东方金诚整理

二、2 月社融各分项新增规模环比均有所下降，除人民币贷款外，政府债券和表外票据

融资增量下滑幅度较大，这两项也是当月社融同比少增的主要原因。其中，政府债券融资缩量主要受专项债发行节奏和剩余额度限制；表外融资压降速度加快，除受疫情导致企业融资需求收缩影响外，也反映了信贷和债券融资对非标的挤出作用。2月社融结构的一大亮点是在流动性充裕和政策利好带动下，直接融资占比大幅提升。

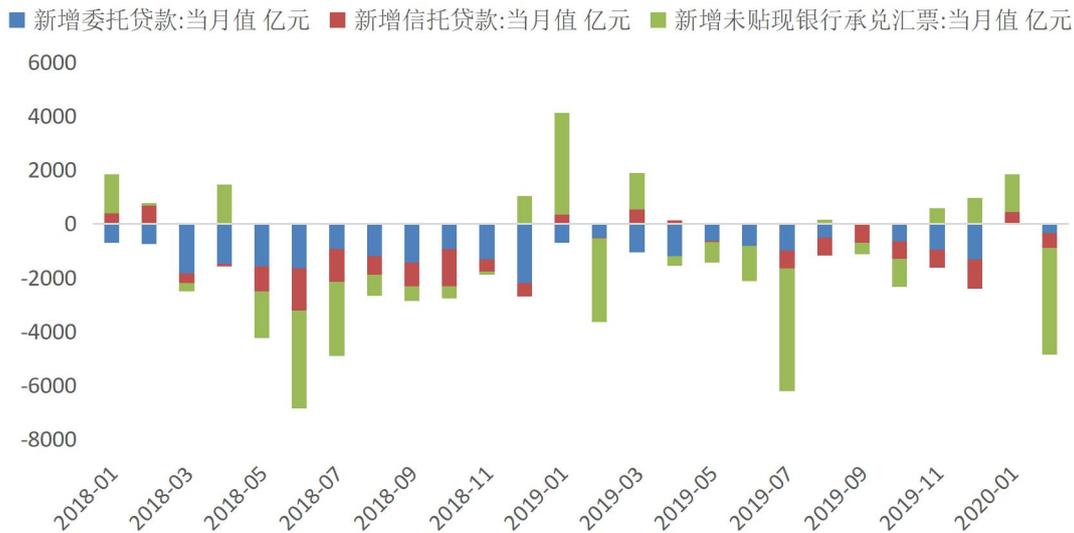
2月新增社融规模为8554亿元，环比少增约4.21亿元。当月社融各分项新增规模环比均有所下降，除人民币贷款外，新增政府债券和表外票据融资环比分别减少5789亿和5364亿，这两项也是当月社融同比少增1111亿的主要原因——2月政府债券同比少增2523亿，表外票据融资同比多减857亿。具体来看，2月地方债净融资额大幅下降，导致新增政府债券规模同比、环比均大幅少增，这主要受专项债发行节奏和剩余额度影响——去年11月底，财政部提前下达了1万亿新增专项债额度，1月份新增专项债的发行量就已超过7000亿。表外融资方面，2月三项表外融资均为负增，除表外票据融资外，当月信托贷款压降速度也有所加快，环比多减972亿，同比多减503亿，除受疫情导致企业融资需求收缩影响外，也反映了信贷和债券等标准化债务融资对非标的挤出作用。

图4 社会融资规模增长状况



数据来源：WIND

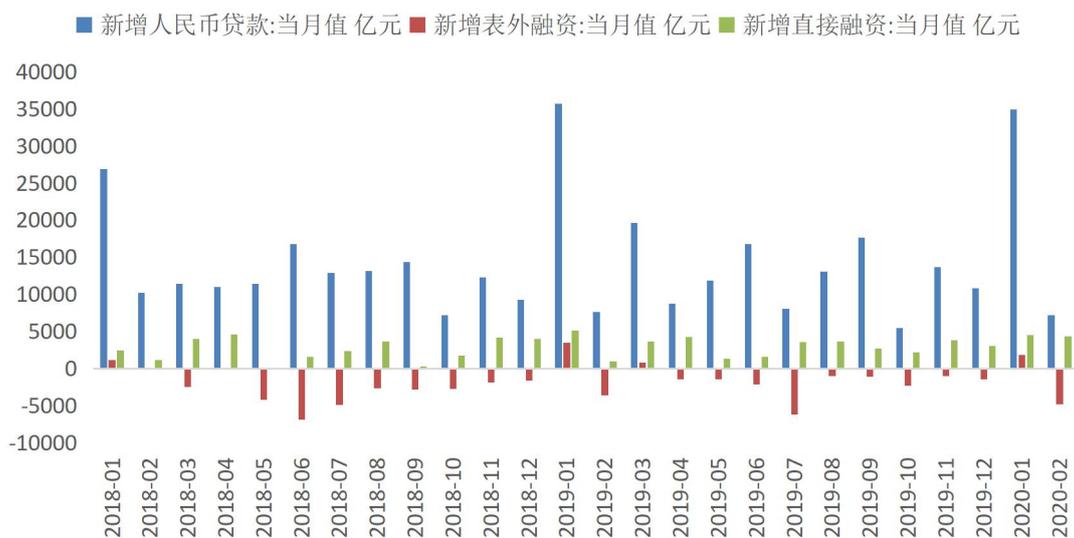
图5 表外融资增量变化



数据来源：WIND

2月社融结构的一大亮点是直接融资占比明显提升。当月流动性充裕提振债市和股市情绪，债券发行利率走低，同时新《证券法》和再融资新规等的出台，也有利于拓宽企业直接融资渠道、提振直接融资需求。在此背景下，2月新增企业债券融资3860亿，环比仅少增5亿，同比大幅多增2985亿；新增股票融资449亿，环比少增160亿，同比多增330亿。当月两项合计占新增社融规模的50.4%，大幅高于1月的8.8%。

图6 社会融资规模结构变化



数据来源：WIND

三、主要受财政存款大幅少增以及上年同期低基数影响，2月M2增速创近两年以来新高；2月M1增速环比大幅上行，季节性影响消退及上年同期低基数是直接原因。此外，近

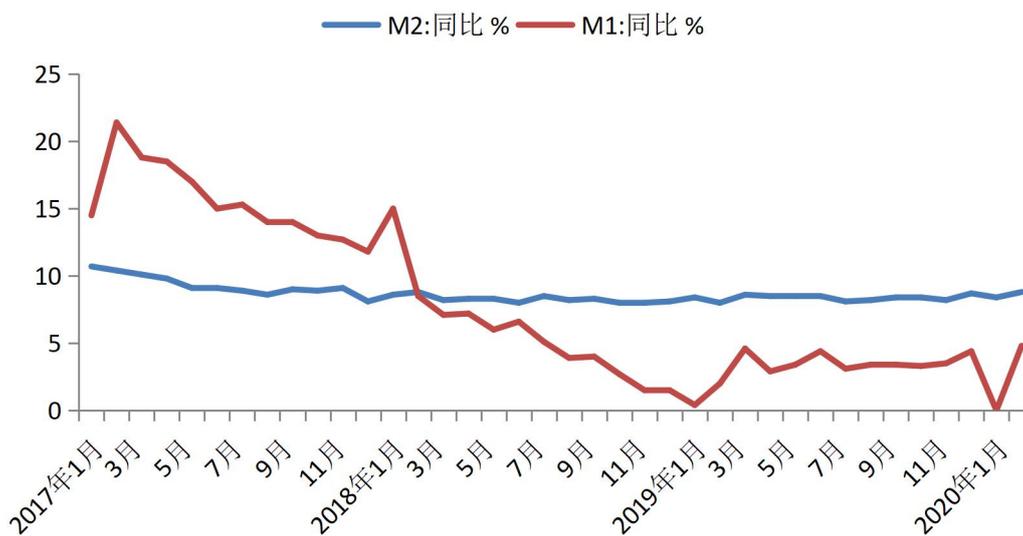
期广义货币供应量指标改善或也表明，前期金融严监管的抑制效应正在逐步减弱。

2月末M2同比增长8.8%，增速比上月末加快0.4个百分点，比上期同期加快0.8个百分点，为2018年3月以来最高增长水平。2月M1同比增速较上月大幅回升4.8个百分点，与上年同期相比加快2.8个百分点，为近19个月以来的最高增速。2月M2增速较上月及去年同期大幅回升，一个重要原因是当月财政存款较上年同期大幅少增逾3000亿，只此一项即拉动M2同比增速加快0.17个百分点。2月财政存款少增则主要源于疫情高峰期间，经济活动放缓，减税降费加码，税收等财政收入明显下降；与此同时，与抗击疫情等相关的财政支出大幅扩张。当月M2同比上扬的另一个原因在于上年同期基数偏低——2019年3月M2增速为8.0%，为有历史记录以来最低点。

最后，12个月M2增速移动平均值显示，从去年下半年开始，广义货币供应量增速实际上已进入一个小幅稳定的上升过程。我们认为，其背后的主要推动因素是以资管新规为标志的金融严监管效应有所减弱——这与同期社融数据中的新增委托贷款、新增信托贷款走势相印证，而货币政策逆周期调节力度加大也起到了一定推动作用。

2月M1增速大幅反弹4.8个百分点，主要原因是春节效应退去，加之上年同期基数明显偏低。考虑到2月处于疫情高峰期，房地产销售等经济活动受到较大影响，当月M1增速反弹并不代表微观经济主体活动明显增强。不过，3月各地复产复工节奏加快，预计M1增速仍将处于近期较快增长水平。

图7 M2与M1增速



数据来源：WIND

四、金融支持疫情防控将带动3月金融数据较快增长

2月26日，央行在前期已经设立3000亿元疫情防控专项再贷款的基础上，增加再贷款

再贴现专用额度 5000 亿元；同时政策性银行将增加 3500 亿元专项信贷额度，以优惠利率向民营、中小微企业发放。我们判断，以上政策效果将主要从 3 月开始体现。由此，在 3 月复工复产进度加快，金融支持力度相应加大过程中，当月新增人民币贷款规模有望达到 2 万亿，比 2 月扩大 1 倍以上，较去年同期多增约 3000 亿；社融方面，除人民币贷款多增外，预计 3 月企业债发行势头有望保持，国债融资加快将扭转 2 月政府债券融资大幅少增局面，表外融资也将转正。综合以上，预计 3 月新增社融有望达到 3.4 万亿，相当于 2 月的近 4 倍，比上年同期多增逾 4000 亿。在融资结构方面，预计企业信贷及中长期信贷占比会有所上升，债券等直接融资将继续快于整体社融增速。

需要提出的是，当前海外疫情存在较大不确定性，短期内外需会面临一定挑战。这意味着国内疫情稳定下来后，宏观政策还可能继续加大稳增长力度。由此，我们判断未来一段时间金融数据增速有可能小幅加快。但在防范化解系统性金融风险进入决胜之年的背景下，年内信贷、社融和 M2 同比大幅拐头向上的可能性不大。

研究发展部 王青、冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。