

2月企业中长期贷款大幅增长，带动金融数据超预期反弹

央行公布数据显示：2021年2月新增金融机构人民币贷款1.36万亿，环比少增2.22万亿，同比多增4543亿，月末贷款余额增速12.9%，较上月末高0.2个百分点，较上年同期高0.8个百分点。

2月新增社融1.71万亿，环比少增3.46万亿，同比多增8363亿；2月末存量社会融资规模291.36万亿，同比增长13.3%，增速比上月末高0.3个百分点，比上年同期高2.6个百分点。2月末，M2同比增长10.1%，增速比上月末高0.7个百分点，比上年同期高1.3个百分点；M1同比增长7.4%，增速比上月末低7.3个百分点，比上年同期高2.6个百分点。

主要观点：

整体上看，2月金融数据显著超过市场预期，主要原因是当月企业中长期贷款大幅多增，以及上年同期部分数据基数偏低。具体来看：

2月新增信贷规模环比季节性回落，同比则超预期多增。除因居民贷款受低基数影响同比多增外，当月企业融资需求仍强、政策面继续强调加大对制造业贷款支持力度，推动企业中长期贷款同比大幅多增，是新增信贷规模超预期的主要原因。

社融方面，2月新增社融环比季节性回落，同比大幅多增，表现超出预期，主要原因是信贷投放超预期强劲，其他分项表现则基本符合预期。当月社融同比多增的部分主要来自于投向实体经济的人民币贷款和表外票据融资两项，新增债券融资和信托贷款规模则明显不及去年同期。

2月M2增速反弹，主要原因是当月信贷大幅多增，带动存款派生加速；另外，2月财政存款大幅下降，也对M2增速起到较强推高作用。2月M1增速骤降7.3个百分点，主因上年同期基数抬高，并不代表实体经济活力出现明显下行态势。

展望未来，在稳定宏观杠杆率的目标下，2月金融数据反弹不具有可持续性，特别是当月信贷大幅多增有可能引起监管层关注。预计3月新增信贷、社融将季节性环比多增，但同比增幅会显著回落，各项贷款余额、存量社融及M2增速都将出现不同程度的下滑；而在经济修复带动企业经营、投资活动增加的影响下，3月M1增速将会反弹。

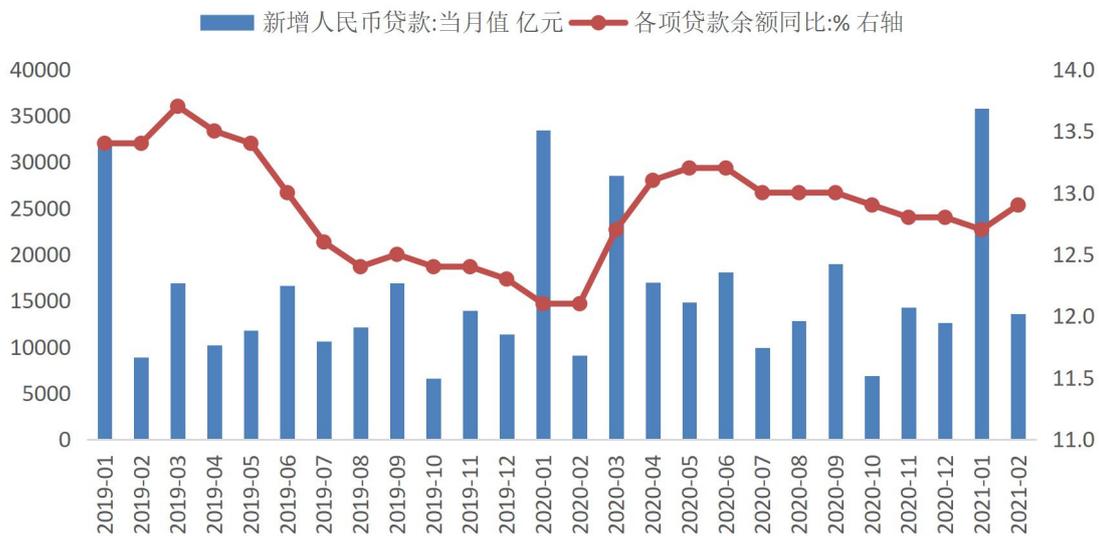
具体分析如下：

一、2月新增信贷规模环比季节性回落，同比则超预期多增。除因居民贷款受低基数影响同比多增外，当月企业融资需求仍强、政策面继续强调加大对制造业贷款支持力度，推

动企业中长期贷款同比大幅多增，是新增信贷规模超预期的主要原因。

2月新增人民币贷款1.36万亿，环比少增2.22万亿。在“早投放早收益”原则下，1月新增信贷规模通常为年内高点，加之今年春节假期落于2月，因此2月信贷环比大幅少增符合季节性规律。同比来看，2月人民币贷款较上年同期多增4543亿，考虑到去年2月疫情冲击导致的基数偏低，同比多增属合理现象，但多增幅度则超出市场普遍预期，表明2月信贷投放力度明显偏强。受此拉动，2月末贷款余额同比增速较上月末加快0.2个百分点至12.9%，这也是去年下半年以来贷款余额增速首现反弹。

图1 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

从分项来看，除非银贷款外，2月人民币贷款各分项新增规模环比均现季节性下行，同比多增则主要受企业和居民中长期贷款拉动。其中，2月新增企业中长期贷款1.1万亿，同比多增6843亿，除因疫情导致去年同期基数偏低外，今年政府工作报告明确强调要“提高制造业贷款比重，扩大制造业设备更新和技术改造投资”，政策面对制造业中长期贷款的支持效果持续显现；另外，2月制造业PMI维持扩张，PPI加速上涨，企业经营预期好转，融资需求也比较强。2月新增居民中长期贷款4113亿，同比多增3742亿，在楼市调控政策频出、涉房贷款额度受限背景下，居民中长期贷款逆势同比多增主要与低基数有关——去年2月严格的疫情防控措施下，楼市几乎处于冻结状态，全月仅新增居民中长期贷款371亿。

在中长期贷款同比多增的同时，2月票据融资和企业短贷新增规模则明显不及去年同期。当月企业短贷同比少增4052亿，我们判断，这主要受两方面因素影响：一是去年2月监管

要求银行加大对企业信贷支持力度，而企业中长期融资需求不足、更加需要短期资金来缓解流动性压力，故存在短贷冲量现象，导致当时新增短贷规模偏高；二是近期可能存在银行腾挪短贷额度以支持企业中长期贷款的情况，这一点更加体现于票据融资规模的萎缩——2月票据融资延续负增，环比多减450亿，同比多减2489亿，主要原因即为企业融资需求较强，而银行压降票据规模为一般贷款腾挪额度，导致票据供需失衡、票据利率上扬，进而抑制企业的票据贴现行为。另外值得一提的是，2月居民短贷负增2691亿，同比少减1813亿，主因去年2月基数很低。

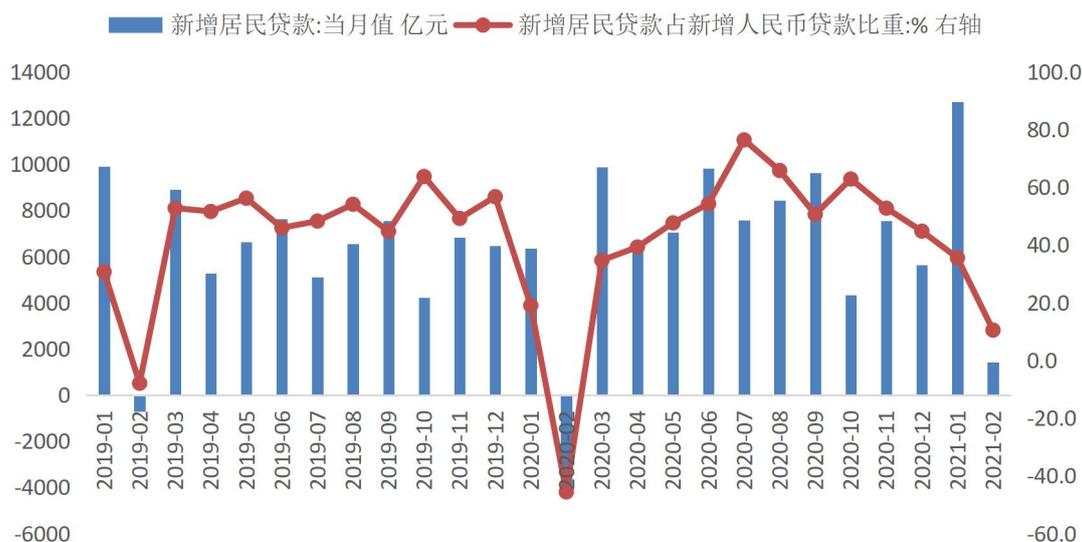
整体上看，2月新增人民币贷款的期限结构继续向中长期倾斜，这在验证实体经济延续修复、企业融资需求强劲的同时，也反映出当前信贷政策的精准导向，即在不搞大水漫灌的同时，加大对重点领域和薄弱环节的中长期贷款支持力度。

图3 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

图4 新增居民贷款规模及占比



数据来源：WIND，东方金诚整理

二、2月新增社融环比季节性回落，同比大幅多增，表现超出预期，主要原因是信贷投放超预期强劲，其他分项表现则基本符合预期。当月社融同比多增的部分主要来自于投向实体经济的人民币贷款和表外票据融资两项，新增债券融资和信托贷款规模则明显不及去年同期。

2月新增社融 1.71 万亿，环比季节性少增 3.46 万亿，各分项新增规模均现季节性下行。同比来看，2月社融同比多增 8363 亿，这也带动月末社融存量增速较上月反弹 0.3 个百分点至 13.3%。

图5 社会融资规模增长状况

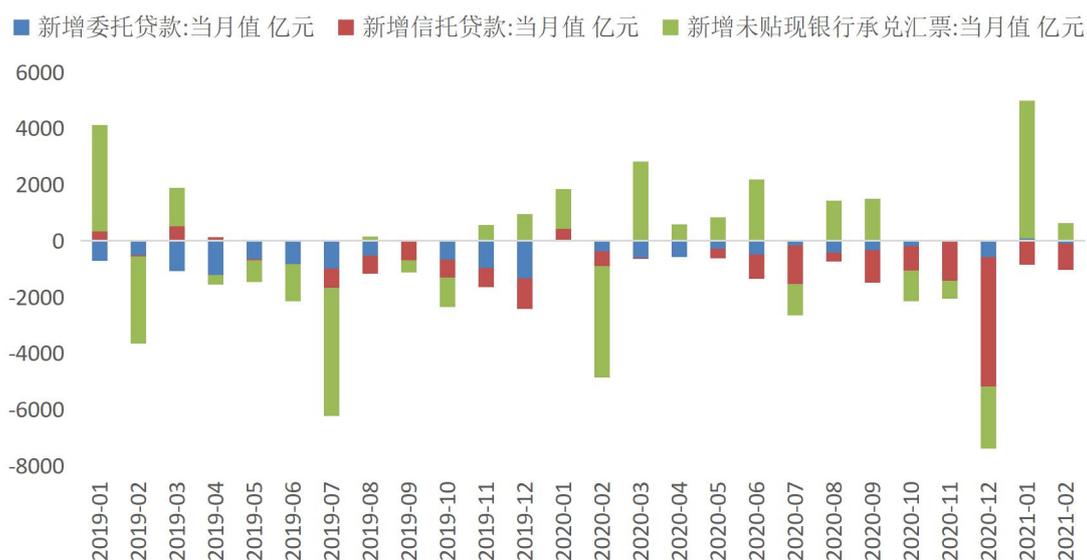


数据来源：WIND

从具体分项来看，2月社融同比多增的部分主要来自于投向实体经济的人民币贷款和表外票据融资两项。其中，由于生产经营活跃度较高支撑企业开票需求，但票据贴现利率大幅走高抑制票据贴现，2月表外票据融资被动增加，同比多增达4601亿。

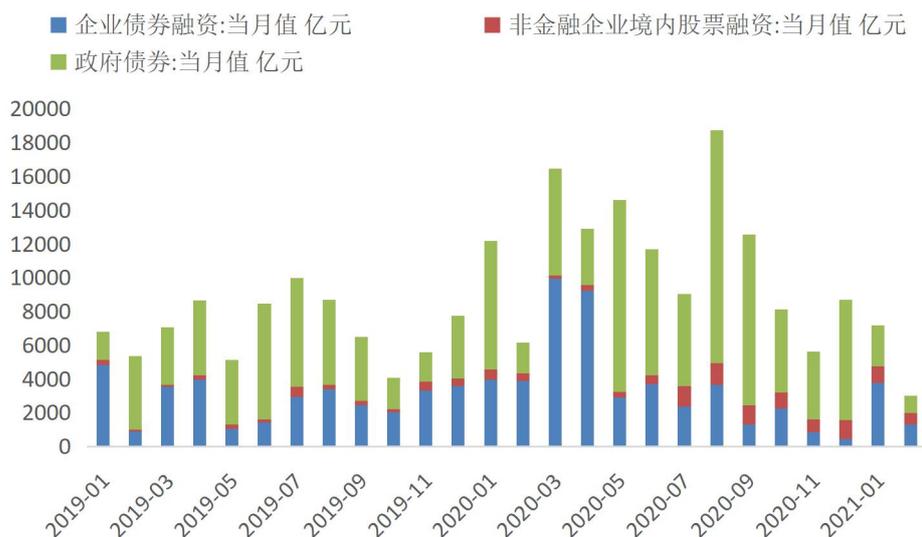
其他分项中，新增债券融资和信托贷款规模明显不及去年同期。具体来看，2月企业债券融资同比少增2588亿，主要原因是去年2月监管开辟债券发行绿色通道，鼓励企业发债来缓解流动性压力，再加上前期大型地方国企违约事件影响犹存，导致今年2月信用债净融资大幅低于上年同期。2月政府债券同比少增807亿，主要原因是今年新增地方专项债额度未提前下达，2月新增专项债发行仍未开闸，节奏明显慢于去年。由于信托业严监管态势依旧，2月信托贷款延续负增，同比多减396亿。此外，2月新增外币贷款——与进口状况直接相关——和企业股票融资维持正增，委托贷款继续压降，但对社融整体影响有限。

图6 表外融资增量变化



数据来源：WIND

图7 直接融资增量变化



数据来源：WIND

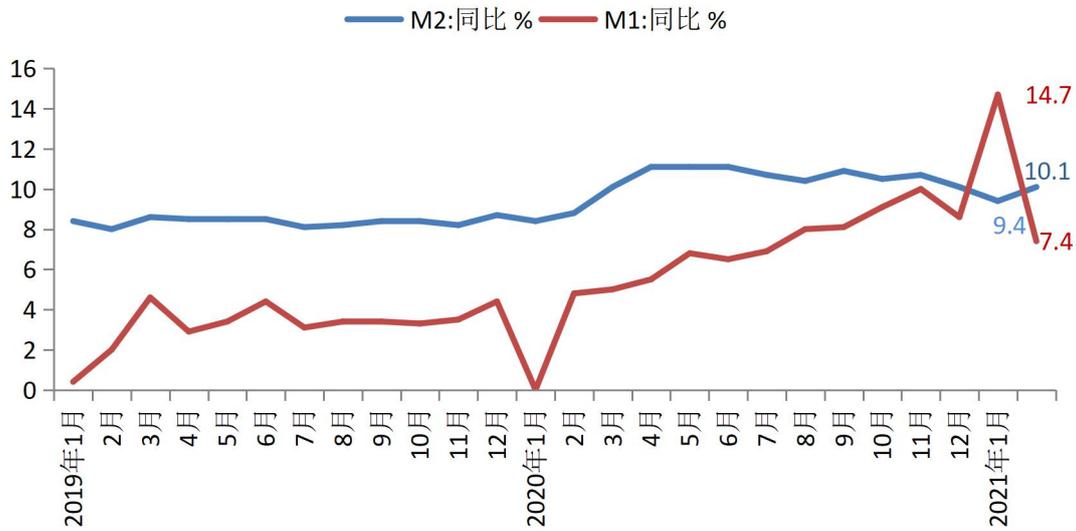
三、2月M2增速反弹，主要原因是当月信贷大幅多增，带动存款派生加速；另外，2月财政存款大幅下降，也对M2增速起到较强推高作用。2月M1增速骤降7.3个百分点，主因上年同期基数抬高，并不代表实体经济活力出现明显下行态势。

2月末，M2同比增速较上月末加快0.7个百分点至10.1%，回到上年末水平。数据显示，2月M2同比升幅较大，主要有两个原因：一是当月各项贷款增速加快，由此带动的存款派生相应增强；二是2月为税收小月，加之政府债券融资规模下降，财政支出力度增强，当月财政存款大幅下降近8500亿，较上年多减近8700亿。财政存款下降意味着企业和居民存款增加，会直接推动当期M2增速上扬——据我们测算，2月财政存款变化推高M2增速约0.42个百分点。在存款结构方面，今年春节落在2月份，当月年终奖发放等因素带动企业资金向居民大规模支付，春节错期导致2月居民存款同比多增3.38万亿，企业存款多减约2.7万亿。

从趋势上看，自2020年下半年开始，M2增速就已进入一个波动下行过程，体现疫情冲击高峰过后，货币供应量扩张速度随之放缓；2月M2增速上扬，属于回落过程中的阶段性反弹，不会改变其整体下行走势。这是今年稳定宏观杠杆率的必然要求。

2月末M1同比为7.4%，较上月末骤降7.3个百分点，主要原因是上年2月M1增速从前月的0%升至4.8%，基数抬高压低了今年2月的同比增速。另外，2月新增企业短期贷款大幅少增，也在一定程度上拖累了企业活期存款增速。考虑这些因素后，2月M1增速并未脱离去年以来的总体回升轨道，加之近期制造业和非制造业PMI指数持续处于扩张区间，2月M1增速下行并不代表实体经济活力出现明显下降迹象。

图8 M2与M1增速



数据来源：WIND

我们认为，在今年稳定宏观杠杆率的目标下，2月金融数据反弹不具有可持续性，特别是当月信贷大幅多增有可能引起监管层关注。预计3月新增信贷、社融将季节性环比多增，但同比增幅会显著回落，各项贷款余额、存量社融及M2增速都将出现不同程度的下行；而在经济修复带动企业经营、投资活动增加的影响下，3月M1增速将会反弹。

我们判断，在今年信用总量整体收紧的背景下，货币投放将更加凸显“有保有压”的结构性特征，“保”的重点是科技创新、小微企业、绿色发展，监管层可能会推出新的政策工具，引导金融资源向这些领域集中，“压”则主要指向房地产金融以及地方政府平台融资。在融资成本方面，今年政府工作报告强调“推动实际贷款利率进一步降低”。我们认为，这里的“实际贷款利率”是考虑手续费等之后的贷款综合融资成本，不完全等于银行发放的贷款利率。这意味着除了对制造业、小微企业发放的贷款利率还有小幅下降空间外，今年银行整体贷款利率有可能低位小幅上行，特别是涉房贷款利率将会出现一定升幅。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳