

# 宏观

证券研究报告

2023年02月04日

## 一月金融数据前瞻

虽然今年1月工作日相比于去年1月减少了3天，但在政策持续发力、企业预期快速好转、银行“开门红”项目储备充足的背景下，1月信贷数据大概率能够实现“开门红”。且信贷投放节奏主要集中在1月中上旬，结构则主要偏中长期企业贷款。

在1月信贷总量和结构双双好转时，有两点需要注意：

第一，信贷结构好转和社融增速背离趋势延续，社融同比增速1月或继续回落。

第二，信贷改善的持续性有待进一步观察。

对于债券市场而言，我们认为目前债券市场对疫后经济修复的定价或已经比较充分。对比2020年7月，本轮疫后基本面的修复力度和资金收敛的速度很难超过当时，且相比于2020年年中，当下银行资金成本已经明显回落，目前国债继续向上突破3%的动力有限。

**风险提示：**债券市场超预期调整、国内信用环境恶化、信贷投放不及预期。

### 作者

**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-PMI 数据中的两个细节》2023-02-01
- 2 《宏观报告：新春第一会，地方今年怎么搞经济？》2023-02-01
- 3 《宏观报告：黄金究竟是如何定价的？》2023-01-21

在疫情快速过峰后，国内经济进入稳步修复期。考虑到 1-2 月是经济数据的空窗期，金融数据就成了跟踪当下经济修复以及资本市场走势的重要指标。

虽然今年 1 月工作日相比于去年 1 月减少了 3 天，但在政策持续发力、企业预期快速好转、银行“开门红”项目储备充足的背景下，1 月信贷数据大概率能够实现“开门红”。wind 一致预期 1 月信贷规模为 4.24 万亿，再创历史新高。

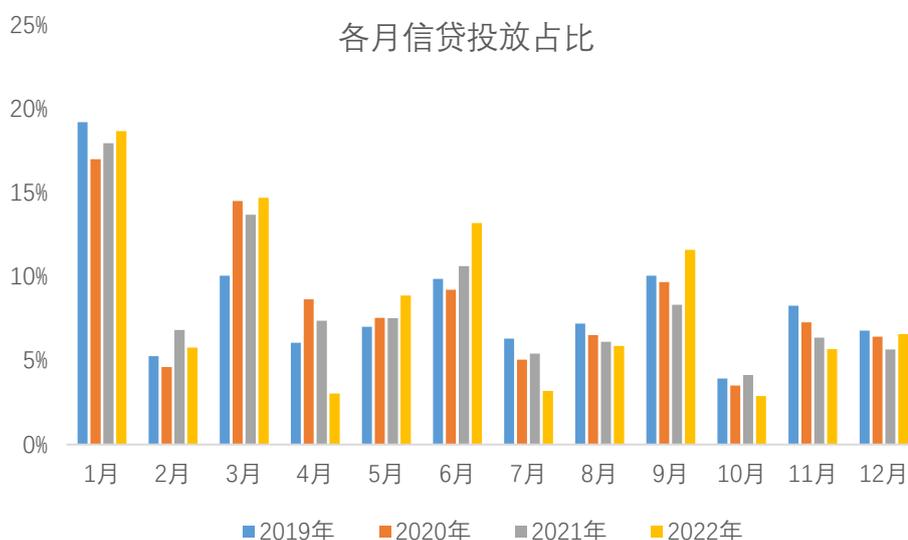
在信贷投放节奏上，受政策持续强调“银行适度靠前发力”<sup>1</sup>以及 1 月下旬春节的影响，今年信贷投放主要集中在 1 月中上旬，对应于节前票据利率大幅上行，同业存单与国股银票利差快速收敛。

节后因为前期信贷投放已经比较充裕叠加央行此前就开始强调信贷投放节奏，比如上海央行表示“要确保年初开好局、起好步，保持贷款平稳增长，同时要把握好贷款投放节奏，实现全年信贷均衡投放”<sup>2</sup>，票据利率略有回落。

从信贷结构上看，企业中长期贷款或是信贷高增的主因。居民部门方面，春节期间居民购房、购车等消费依旧偏弱，居民中长期贷款难见起色，1 月 30 大中城市商品房成交面积同比下滑 -40%，1 月 1-27 日，乘用车零售同比去年下降 45%。但在疫情过峰后，居民出行、消费意愿修复或会对居民短贷形成一定支撑。

企业部门方面，受政策支持和基建发力等因素影响，企业中长期贷款需求将继续改善。基建方面，今年专项债发行节奏继续前置，1 月新增专项债发行规模达 4912 亿元，超过去年同期。基建的配套融资需求继续对年初企业中长期贷款形成支撑。制造业方面，政策继续发力，如 2023 年 1 月央行信贷工作座谈会<sup>3</sup>明确强调要“进一步优化信贷结构，精准有力支持国民经济和社会发展重点领域、薄弱环节”，叠加今年企业预期快速修复（详见《PMI 数据中的两个细节》），企业内生融资需求开始回升。

图 1：历年 1 月均是信贷投放大月（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：1 月票据利率明显冲高（单位：%）

<sup>1</sup> [中国人民银行 银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会 \(pbc.gov.cn\)](http://www.pbc.gov.cn/)

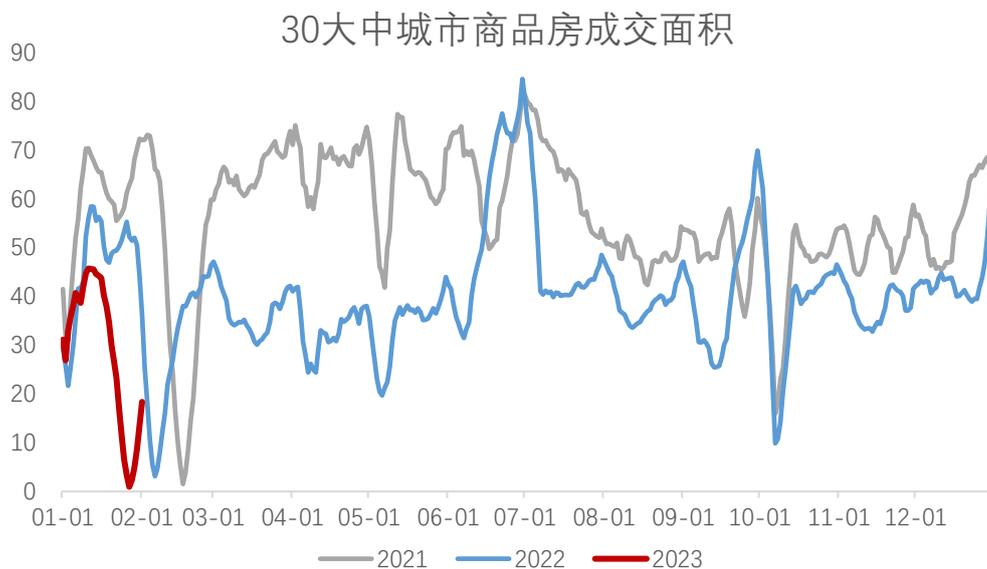
<sup>2</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/zjqRckvfGRTRKRa4FLrA>

<sup>3</sup> [中国人民银行 银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会 \(pbc.gov.cn\)](http://www.pbc.gov.cn/)



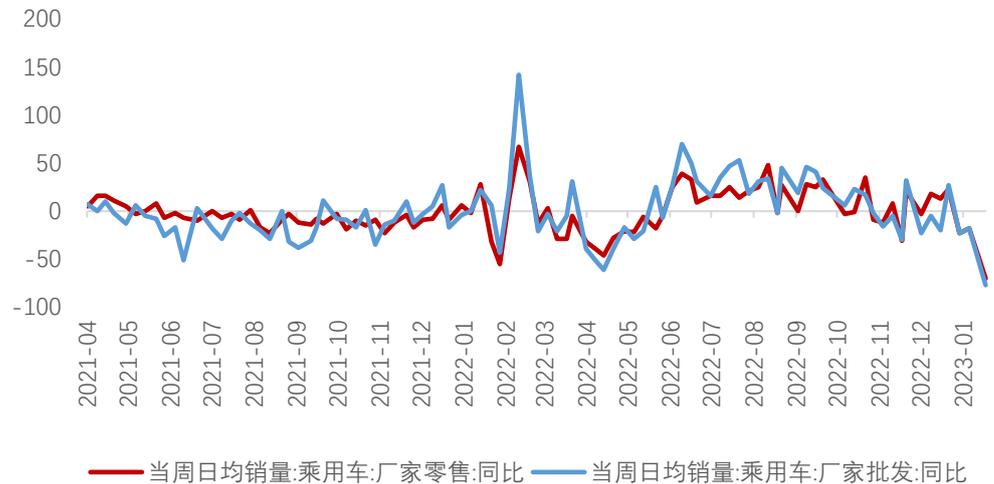
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 1 月春节正处于商品房销售淡季 (单位: 万平方米)



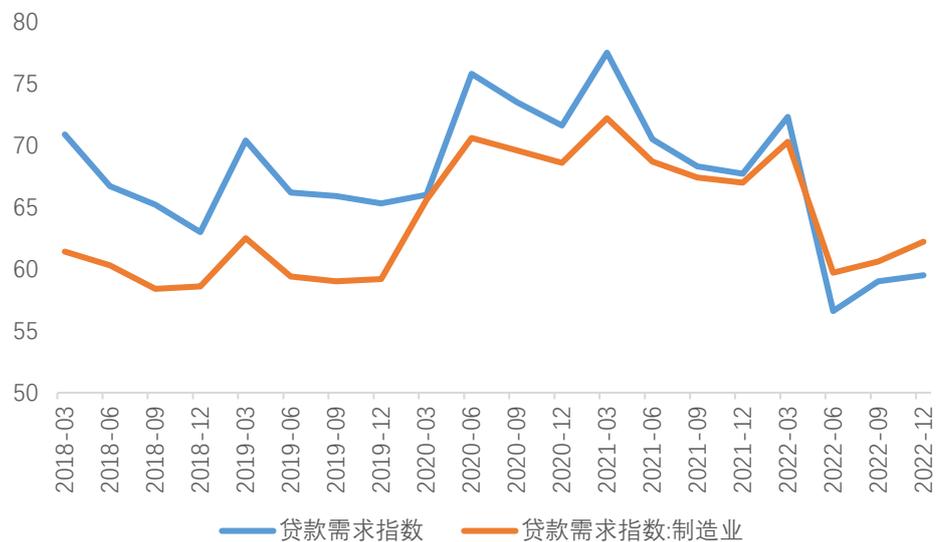
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 1 月下旬汽车消费明显回落 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 制造业等贷款需求好转



资料来源: wind, 天风证券研究所

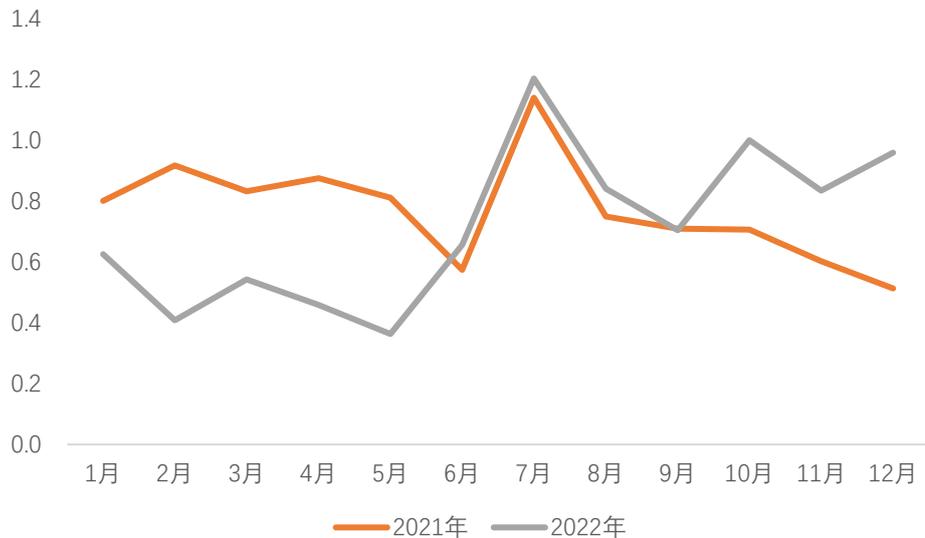
在 1 月信贷总量和结构双双好转时，有两点需要注意：

第一，信贷结构好转和社融增速背离趋势延续，社融同比增速 1 月或继续回落。自 2022 年下半年以来，受疫情、政府债发行错位、信用债融资环境恶化等因素影响，社融同比增速从 2022 年 6 月的 10.8% 下滑至 12 月的 9.6%。但受益于基建以及政策加大对制造业的支持力度等，信贷结构中企业中长期贷款占比有所改善。

今年 1 月虽然信贷大概率高增，但企业债等依旧会拖累社融增速。2023 年 1 月虽然企业融资环境有所好转，但依旧弱于 2022 年 1 月。2023 年 1 月 wind 口径信用债<sup>4</sup>净融资规模为 453 亿元，高于 2022 年 12 月的 -5853 亿元，但大幅低于 2022 年 1 月的 4737 亿元。在信用债等的拖累下，1 月社融同比增速或将回落至 9.3% 左右。

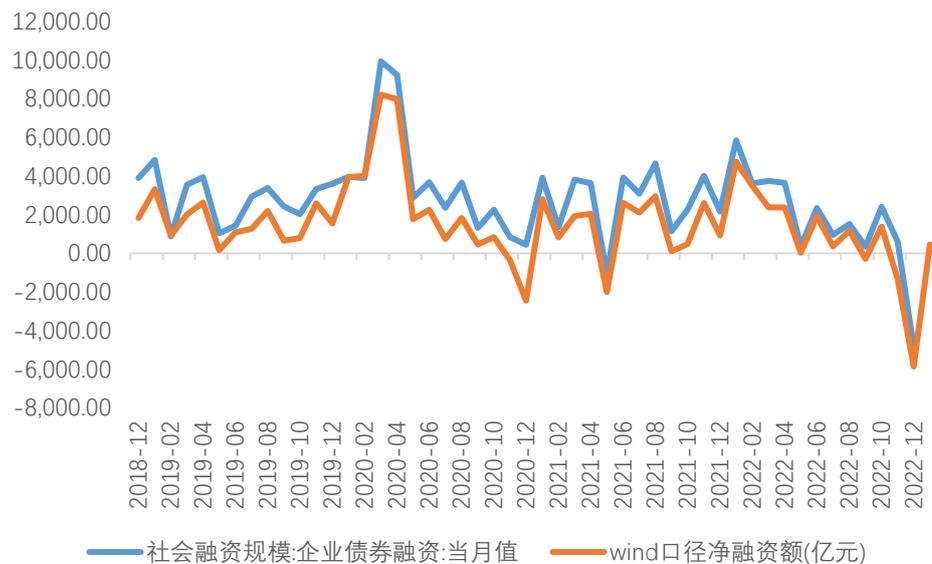
图 6: 企业中长期贷款占比在去年下半年就已经开始好转 (单位: %)

<sup>4</sup> 这里的信用债口径包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 信用债融资有待进一步修复 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

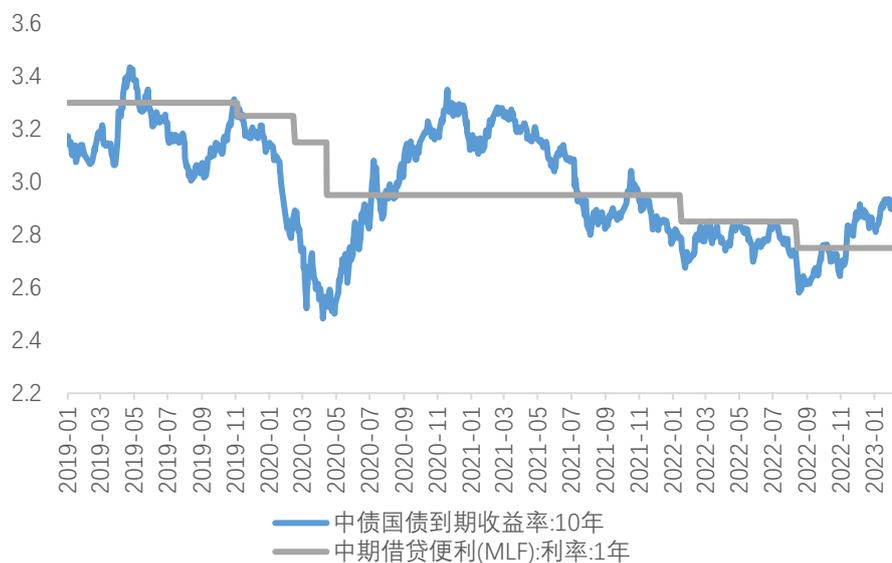
第二，信贷改善的持续性有待进一步观察。今年1月大概率会和2022年1月一样实现信贷的“开门红”，但2022年的信贷投放具有明显的“大小月”特征，信贷整体增速依旧偏弱。今年国内经济缓慢修复，实体融资需求也会伴随着经济修复而逐渐回升，但目前国内经济修复高度有待进一步确认，在地产或将继续缺席经济复苏时，信贷增速大概率仅能实现弱企稳。

对于债券市场而言，我们认为目前债券市场对疫后经济修复的定价或已经比较充分。2022年以来虽然基本面、资金面对债券市场均偏利好，但是债券走势较为谨慎，除个别时点外，10年国债收益率处于2.6%-2.9%的区间内波动。11月后随着防疫政策优化，市场预期好转叠加资金面收敛，10年国债收益率从10月末的2.64%上行至目前2.9%附近。

对于债券市场能否继续向上突破3%，一个参考系是2020年7月，当时快速好转的经济（工业增加值同比4月转正，服务业生产指数5月转正）以及收敛的资金面（DR007利率5月见底，5月18日见底为1.39%，并在6月中下旬超过2.2%的OMO利率）共同推10年国债收益率上行突破3%。

但对比2020年7月,本轮疫后基本面的修复力度和资金收敛的速度很难超过2020年7月,且相比于2020年年中,当下银行资金成本已经明显回落(OMO和MLF利率相比于2020年年中已经下滑20个BP),在10年国债收益率已经超过MLF利率15个BP,对基本面已经有了充分定价的时候,目前国债继续向上突破3%的动力有限。

图8: 11月以来债券市场明显调整(单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com