

## 宏观点评 20230210

# 信贷狂飙:今年开门红成色几何?

2023年02月10日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **2023年信贷“狂飙”的质地如何?比2022年好,比2019年差。**尽管2023年春节假期较早,但1月新增的人民币信贷仍创下历史同期新高,且明显超过市场预期。**其实2017年以来的金融紧缩周期中,年初信贷和社融超预期成为常态,“开门红”也并不少见**(比较典型的如2019年和2022年)。因此,“开门红”的质量更加重要,从结构上看,我们认为2023年要好于2022年,但是差于2019年:与2019年相比,2023年居民端的加杠杆意愿明显不足;与2022年相比,信贷通过短期工具冲量的情况明显缓解,具体而言:

■ **企业借钱,居民观望:弱于2019年。**1月居民用储蓄和奖金消费和还贷。与春节期间火热的消费复苏形成对比,1月居民端无论是短贷还是中长贷均录得同比萎缩——分别同比少增665亿元和5193亿元。如果不是商业银行限制居民提前还房贷,居民端的信贷情况会更加糟糕。我们之前反复强调,居民端加杠杆意愿的确实是宽信用和消费快速复苏可持续性的**重要风险**。

■ **企业继续借钱,而且喜欢借长钱:好于2022年。**企业继续成为宽信用的主力,在期限结构上未出现明显的短贷和票据冲量的情况,而这一点在2019年和2022年都较为显著。背后的原因一方面是政策上的大力支持,项目建设和投资依旧是当前地方稳定经济的重心(春节后地方部署今年经济工作时大都把项目建设放在第一位),1月10日人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会,要求信贷投放适度靠前发力。另一方面则是**贷债跷跷板的效应**,1月信用市场依旧不太平,这一点社融中企业债融资表现不佳和非银存款大幅增加也能侧面印证。

■ **地产监管放松,信托、委托等表外融资回暖:好于2022年。**2022年第四季度以来地产支撑政策(尤其是融资政策)持续加码,地产融资在1月明显好转,带动信托和委托融资边际改善:委托贷款同比多增156亿元,信托贷款同比少减618亿元。这一点和1月在春节提前的情况下M1增速的超预期回暖密切相关。与此相对应,2022年初房企的融资依旧受到较大的限制,三条红线、预售资金管理<sup>等</sup>成为表外相关融资回暖的重要压力来源。

■ **企业债融资萎缩:弱于2019和2022年。**由于信用债市场的动荡和地方城投违约风险的上升,2023年1月企业债融资规模仅1486亿元,而2019年和2022年同期这一规模均在4500亿元以上。**不过由于企业中长期贷款的强势扩张,能够较好地对冲2023年的这一相对弱点**

■ **政府融资节奏有所放缓:弱于2022年。**1月政府债券融资同比少1886亿元,不过这<sup>与</sup>2022年财政和基建明确要求提前发力有关。**但是这并不意味着项目和投资的落地会相应的放缓**,2022年下半年以来,政策性金融工具和商业银行贷款成为基建等项目融资的越来越重要的来源,而由于地方收支压力和收益率要求的限制,专项债发挥的作用有所弱化。因此政府债券融资虽然放缓,但是**政府资金撬动的杠杆却在放大**,这将支持第一季度投资增速继续保持强劲。

■ **信贷开门红“强于2022年,弱于2019年”意味着什么?**无论后续信贷的可持续性如何,这至少意味着经济在2023年第一季度很可能会出现比较强的扩张,当然值得注意的是背后主要依赖的是投资,且政策意味更浓,市场逻辑相对更少。对于宽信用的进程来说,其可持续性仍存疑,货币市场利率上升和部分城市二手房交易的回暖并不足以证明居民端和市场性融资需求的回归,强势的信贷能否持续到第二季度仍有较大的不确定性。

**风险提示:** 毒株出现变异,疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

### 相关研究

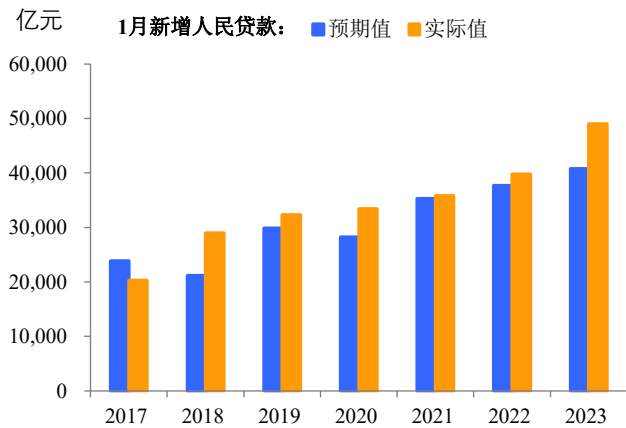
《地方“全力拼经济”的近景与远景》

2023-02-06

《美联储:定价“软着陆”和定价“衰退”谁更靠谱?》

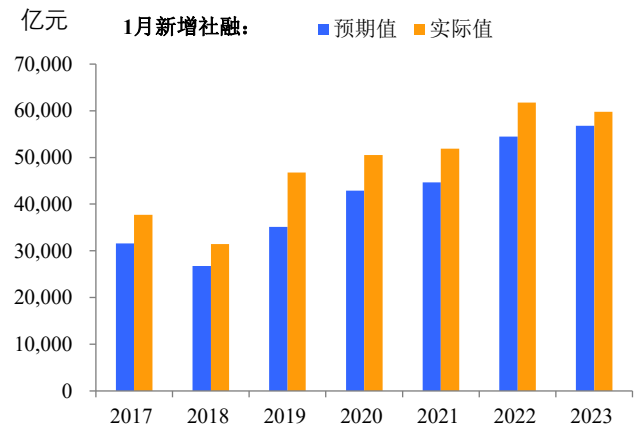
2023-02-01

图1: 2017年之后1月信贷多超预期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2017年之后1月社融也多超预期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: “开门红”对比: 2023年 VS 2019年和2022年

	2023-01	2022-01	2019-01	2023年对比
<b>春节假期</b>	1月21日至27日	1月31日至2月6日	2月4日至10日	2023年春节偏早
M2同比	12.6%	9.8%	8.4%	●M2>社融, 反映流动性供大于需, 传导依旧不顺
社融存量同比	9.4%	10.5%	10.9%	
<b>同比: M2-社融</b>	3.2%	-0.7%	-2.5%	
社融增量 (亿元)	59800	61759	46791	
同比变化 (亿元)	-1959	9875	15374	
<b>同比新增占比:</b>				
人民币贷款	373.3%	38.5%	57.4%	●委托、信托贷款回升 ●企业债成主要拖累项 ●政府融资放缓
外币贷款	-59.3%	-0.7%	0.5%	
表外	-50.8%	3.3%	15.0%	
委托贷款	8.0%	3.4%	0.1%	
信托贷款	31.5%	1.6%	-0.3%	
未贴现银行承兑汇票	-90.4%	-1.7%	15.3%	
企业债券融资	-222.2%	19.5%	19.1%	
政府债券融资	-96.3%	36.3%	11.0%	
非金融企业境内股票融资	-24.2%	4.5%	-1.4%	
新增人民币贷款 (亿元)	49000	39800	32300	
同比变化 (亿元)	9200	3944	3300	
<b>同比新增占比:</b>				
居民:	-63.7%	-108.3%	26.7%	●企业加杠杆, 居民意愿不强 ●企业信贷期限结构改善, 中长期贷款强劲: 项目融资, 信用债转贷款
居民: 短期	-7.2%	-57.6%	-5.3%	
居民: 中长期	-56.4%	-51.3%	32.1%	
企(事)业单位:	143.5%	205.4%	242.4%	●居民短贷改善不足, 与春节消费火热不匹配
企(事)业单位: 中长期	152.2%	15.2%	21.2%	
企(事)业单位: 短期	54.3%	110.2%	65.7%	
企(事)业单位: 票据融资	-64.3%	81.0%	145.8%	

注: 红色符号表示重点关注。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

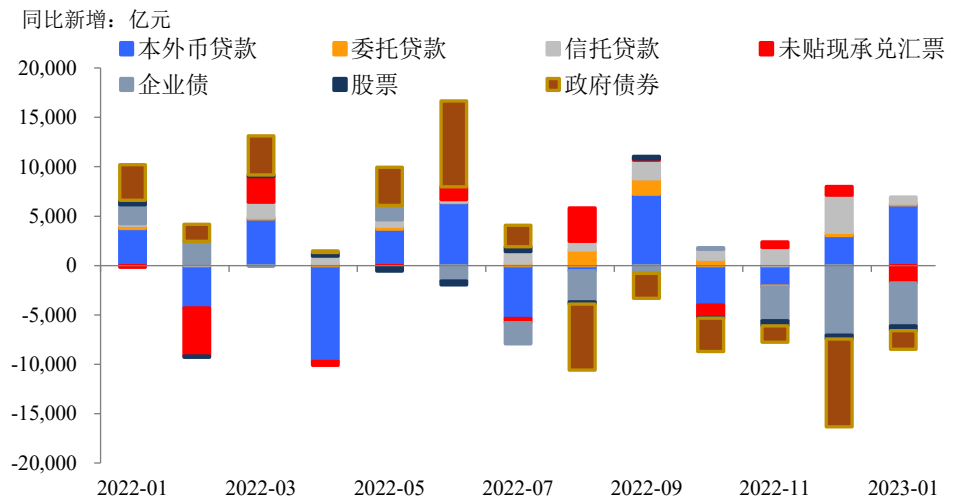
图4：2023年春季后第一周各省部署工作：项目建设和投资依旧是政府一致关心的领域

各省经济相关工作部署情况									
序号	省市	开门红/开门稳	高质量发展	项目建设	消费	营商环境	绿色低碳	外贸	房地产
1	北京	√	√	√	√	√	√		
2	天津		√	√	√		√	√	√
3	上海		√	√	√	√	√	√	√
4	重庆		√	√		√	√		
5	河北		√	√	√	√			
6	辽宁	√		√	√			√	
7	吉林		√	√		√	√		
8	黑龙江			√					
9	江苏		√	√	√	√		√	√
10	浙江		√	√	√		√	√	
11	福建	√	√	√		√			
12	江西		√	√					
13	安徽					√			
14	山东	√	√	√	√	√	√	√	
15	河南	√	√	√	√	√			
16	湖北	√	√	√	√		√		
17	湖南	√	√	√		√			
18	广东		√	√	√	√	√	√	√
19	海南	√	√	√	√				
20	四川	√	√	√		√	√		
21	贵州	√	√	√	√		√	√	√
22	云南	√		√					
23	陕西	√	√	√		√			
24	甘肃	√	√	√	√				
25	青海		√			√			
26	内蒙古	√		√					
27	广西	√	√	√	√	√	√	√	
28	宁夏	√	√	√					
29	新疆	√	√				√		
30	西藏		√	√		√	√		

注：红色符号表示重点关注。

数据来源：各地政府网站，东吴证券研究所整理

图5：企业债融资同比萎缩成为 2023 年 1 月社融最大的拖累



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

