

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理  
联系电话: +86 13682411569  
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 信贷开门红如何影响经济复苏和后续政策？

2023年2月12日

- **企业中长贷拉动下，新增信贷实现开门红。**1月新增人民币贷款4.9万亿元，高基数下同比多增9200亿元，企业中长贷是最大贡献项。分行业来看，制造业对于企业中长贷的拉动作用最明显，基建中长贷增速也有良好表现。当前企业处在去库存阶段，短期信贷需求相应下滑。居民端受提前还贷潮影响，房贷面临收缩压力。此外居民消费倾向尚未完全释放，短期贷款出现同比少增。
- **新增社融增幅可观，高基数下存量增速有所回落。**新增社融创历史第二高增幅，社融存量同比增速回落至9.4%，与高基数有关。去年同期，基数较高的分项一是企业债券，今年1月在发行利率上升、信贷替代效应的影响，企业债融资同比少增。二是政府债券，今年政府债到期压力较大，对社融的拉动作用或有所退坡。三是未贴现银行承兑汇票，受“票据新规”影响短期内或持续缩量。
- **M1增速大幅反弹，更多是春节错位对同比读数的扰动。**1月M1增速较上月大幅提升3个百分点至6.7%，将M1增速拆分为两部分，一是M0贡献，代表居民取现需求。二是企业活期存款贡献，用于衡量企业资金活跃度。历史上看，两项指标在每年1月或2月均会出现大幅波动，主要由春节错位因素导致。企业资金活跃度是否有实质性改善，仍需进一步观察。M2增速升至12.6%，一方面或与资金涌入股市、推升非银存款有关。另一方面，居民储蓄意愿仍待松动、存款多增，企业贷款大规模投放下派生存款增多，较去年同比少减。
- **政策保驾护航下，经济动能有望继续复苏。**今年经济向上，社融多增是重要基础。1月社融总量修复幅度有限，反映出我国经济下行压力仍在。结构上有喜有忧，总体符合我们此前“居民去杠杆，企业加杠杆补上居民端缺口，政府辅助发力”的判断。未来社融若进一步扩张，一方面源自经济内生动能修复，另一方面或需要政策的保驾护航，以确保金融支持实体的延续性。我们预计政策有望继续宽松，关注央行潜在的信贷政策力度升级、推动实体融资成本下行、创设新型工具等。
- **风险因素：**国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。

目录

一、企业中长贷拉动下，新增信贷实现开门红 .....	3
二、新增社融增幅可观，高基数下存量增速有所回落 .....	5
三、M1 增速大幅反弹，更多是春节错位对同比读数的扰动 .....	6
四、政策保驾护航下，经济动能有望继续复苏 .....	7
风险因素 .....	8

图目录

图 1：企业中长贷拉动下，新增信贷实现开门红 .....	3
图 2：分行业来看，制造业对于企业中长贷的拉动作用最明显 .....	4
图 3：企业去库存阶段，短期信贷需求相应下滑 .....	4
图 4：2019-2023 年 30 大中城市商品房成交面积（剔除春节错位影响） .....	5
图 5：存量房贷利率大幅高于当前房贷利率 .....	5
图 6：1 月新增社融创历史第二高增幅，部分分项去年同期基数较高 .....	6
图 7：1 月债市收益率上行，货币市场利率位于高位 .....	6
图 8：M1 增速可拆分为 M0 贡献和企业活期存款贡献 .....	7
图 9：1 月新增人民币存款中非银存款和居民存款的贡献最大 .....	7
图 10：中央经济工作会议以来政策面定调积极 .....	8

## 事件：

2023年2月10日，央行公布2023年1月金融数据：新增人民币贷款4.9万亿元，预期4.2万亿元，前值1.4万亿元。新增社会融资规模5.98万亿元，前值1.31万亿元。M2同比增长12.6%，预期11.7%，前值11.8%。

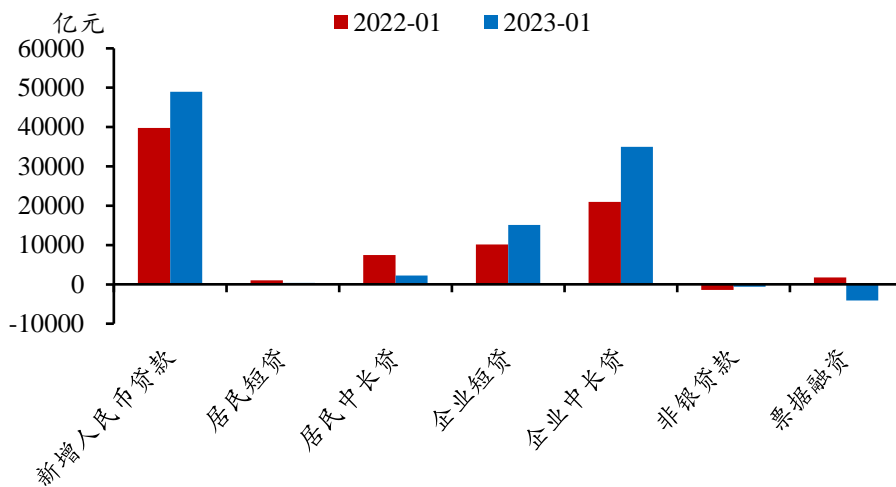
## 一、企业中长贷拉动下，新增信贷实现开门红

**1月新增人民币贷款4.9万亿元，高基数下同比多增9200亿元。**在政策积极定调稳增长、疫情防控优化的背景下，经济迈向复苏的迹象初现，市场主体的预期正逐步趋于改善。1月新增人民币贷款实现开门红，新增4.9万亿元，创下有数据统计以来新高。分项上，新增企业中长贷3.5万亿元，同比多增1.4万亿元，是最大贡献项（图1）。

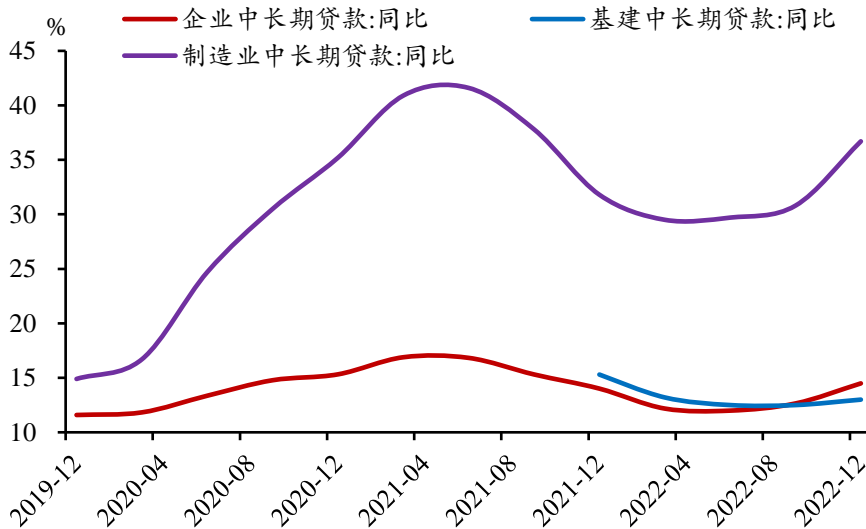
**企业中长期贷款增速抬升，主要受制造业和基建拉动。**1月企业中长贷增速升至16.3%，连续第7个月回升。细分行业来看，制造业的拉动作用最明显。去年下半年，监管部门鼓励加大制造业中长贷支持力度、央行创设设备更新改造再贷款，多项政策工具支持之下，制造业中长贷增速从6月末的29.7%显著提升至年末的36.7%，带动企业中长贷增速从6月末的12%升至年末的14.5%。同期政策性开发性金融工具打通了基建投资的堵点，加上财政资金拨付，有效撬动了银行贷款等配套融资。去年下半年基建中长贷增速维持在13%上下，对企业中长贷增速形成了有力支撑（图2）。

**企业去库存阶段，短期信贷需求相应下滑。**2022年4月以来，工业企业产成品增速从20%的增速高点下降至去年末的9.9%，企业进入去库存阶段。这一阶段内，企业有销售回款补充流动资金，短期信贷需求相应下降，体现在去年10月开始“企业短期贷款+票据融资”增速出现下行拐点。1月企业短期信贷需求依然承压，短期贷款和票据融资合计新增1.1万亿元，同比少增915亿元。

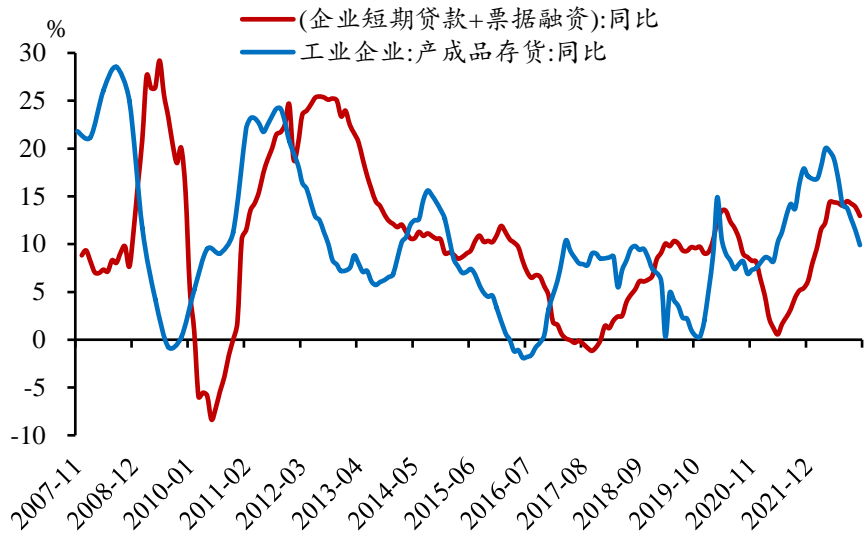
图 1：企业中长贷拉动下，新增信贷实现开门红



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 2：分行业来看，制造业对于企业中长贷的拉动作用最明显**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 3：企业去库存阶段，短期信贷需求相应下滑**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**提前还贷潮持续发酵，居民房贷面临收缩压力。**剔除春节错位的影响后，对比 2019-2023 年房地产销售表现，可见今年以来居民购房情绪依然低迷（图 4），指向新增居民房贷承压。与此同时，存量居民房贷出现了收缩压力，据财联社时评，春节过后居民扎堆还房贷的风波还在延续。1 月新增居民中长期贷款（房贷）2231 亿元，在去年的低基数下同比少增 5193 亿元。导致居民提前还房贷的原因：

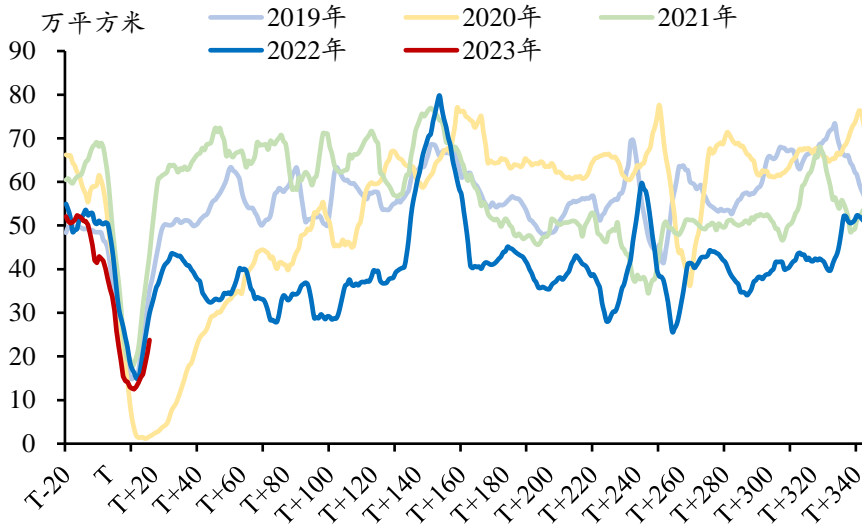
**一是存量房贷利率大幅高于当前房贷利率。**2018-2021 年，加权平均个人住房贷款利率多在 5.5% 以上。去年 12 月，全国新发放个人住房贷款平均利率为 4.26%，为 2008 年有统计以来的历史最低水平（图 5）。对比之下，偿还存量房贷显得高息、不划算。

**二是居民房价预期和对于未来信心仍偏弱。**当市场预期未来房价趋于上涨，或投资理财等金融产品能取得可观收益时，居民的最优策略是将闲置资金投资，用投资收益覆盖房贷成本。截至去年 12 月，70 城新房价格仍在环比下跌，持续压制居民购房意愿。此外去年年末以来，银行理财、债基等投资产品出现净值回撤。在此背景下，居民信心不足，优先将闲置资金用于提前还贷。

**三是居民消费倾向尚未完全释放。**春节期间居民出行、旅游和服务性消费表现好于去年同期，但尚未恢复至疫情

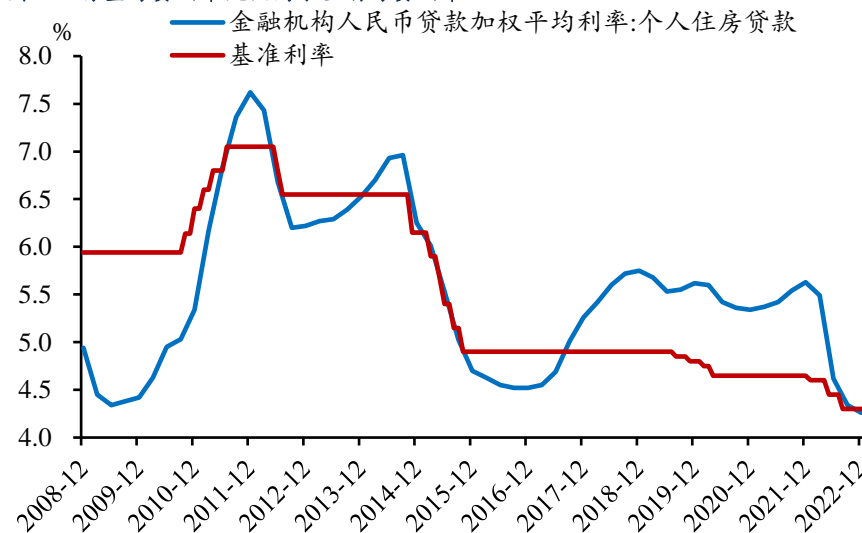
前水平。经济下行压力下，部分居民更倾向于减轻债务负担，而不是更多消费。体现在数据层面，1月新增居民短期贷款341亿元，同比少增665亿元。

图 4：2019-2023 年 30 大中城市商品房成交面积（剔除春节错位影响）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：存量房贷利率大幅高于当前房贷利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、新增社融增幅可观，高基数下存量增速有所回落

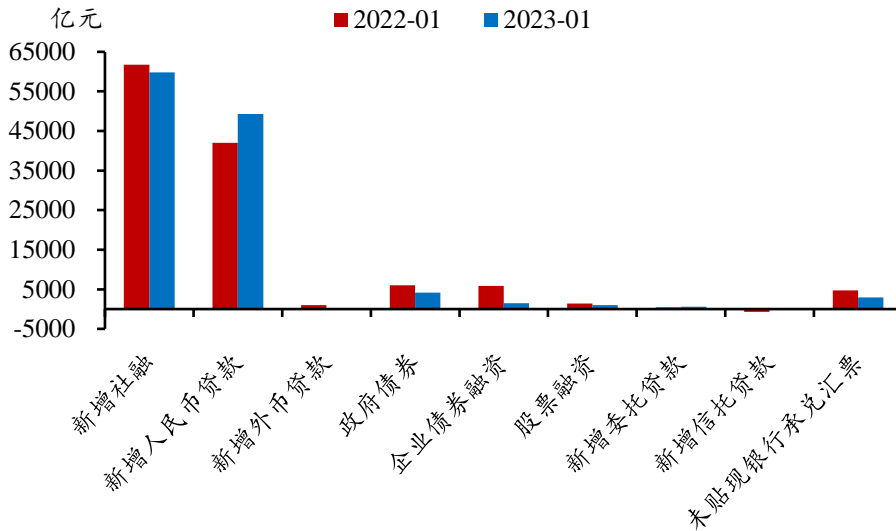
**新增社融创历史第二高增幅，社融存量同比增速持续回落，与高基数有关。**1月社融存量同比增速为9.4%，较上月进一步下行0.2个百分点。1月新增社会融资规模5.98万亿元，有数据统计以来仅次于2022年1月增幅，当月同比少增1959亿元。去年同期，基数较高的分项包括企业债券（今年1月同比少增4352亿元），政府债券（同比少增1886亿元），未贴现银行承兑汇票（同比少增1770亿元）和外币贷款（同比多减1162亿元），其他分项同比变化不大。

**企业债融资少增与发行利率上行、信贷替代效应等因素有关。**今年以来，银行理财和债基赎回的影响依然持续了一段时间。在经济强修复的预期下，1月债市收益率有所上行，10年期国债收益率升至2.90%附近。受此影响，一级市场发行利率随之上升，企业债发行难度加大。相比之下，去年1月发债融资成本在央行降息引导下明显下行，当月10年期国债收益率中枢仅2.75%。此外，今年1月企业贷款尤其是中长期贷款投放量大，一定程度上

替代了企业发债融资需求。

其他分项上，我们预计今年政府债发行节奏或与去年类似，总量上受去年高基数和今年政府债到期规模较大的影响，对社融的拉动作用或有所退坡。未贴现银行承兑汇票少增或与今年起正式施行“票据新规”有关，新规从缩短票据期限、增设上限指标等方面加强业务管理，短期内或对开票规模造成缩量影响。1月外币贷款虽减少131亿元，但降幅较去年12月明显收窄1534亿元，与开年以来美元兑人民币汇率迎来一波快速升值有关。

图 6：1月新增社融创历史第二高增幅，部分分项去年同期基数较高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：1月债市收益率上行，货币市场利率位于高位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

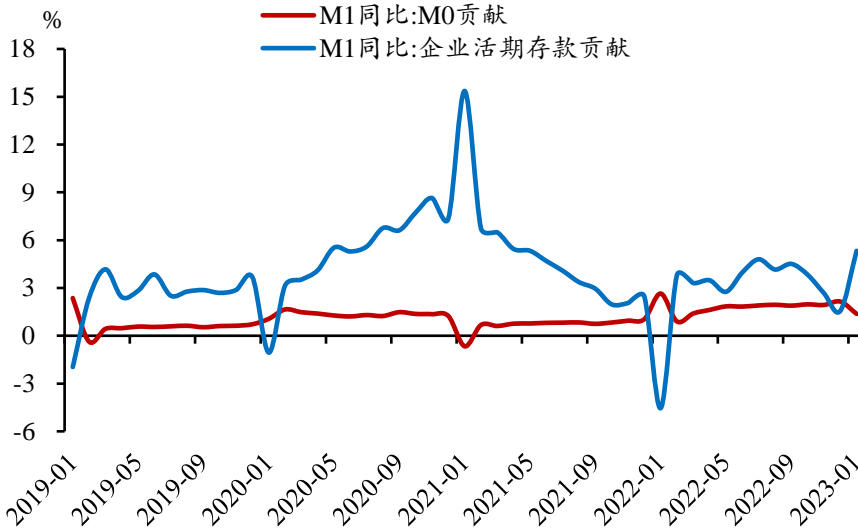
### 三、M1 增速大幅反弹，更多是春节错位对同比读数的扰动

**M1 增速大幅反弹，更多是春节错位对同比读数的扰动。**1月M1增速录得6.7%，较上月大幅提升3个百分点。将M1增速拆分为两个部分，一部分为M0贡献，代表居民取现需求。另一部分为企业活期存款贡献，用于衡量企业资金活跃度。历史上看，两项指标在每年1月或2月均会出现大幅波动，主要由春节错位因素导致。春节前，居民取现需求提升，M0增多。企业则因为支付薪资、年终奖等，活期存款趋于减少。今年1月，M0同比增长8411亿元，拉动M1同比增长1.4%。企业活期存款同比增长3.3万亿元，拉动M1同比增长5.3%，可见1月M1增速大幅反弹主要由企业活期存款贡献。但这不代表企业资金活跃度有了明显提升，更多是春节错位因素对于同比读数

的扰动。去年同期，企业活期存款对 M1 增速贡献仅为-4.6%，对应今年 1 月的两年复合增速仅 0.27%，反映出企业资金活跃度有所提升，但幅度不大。

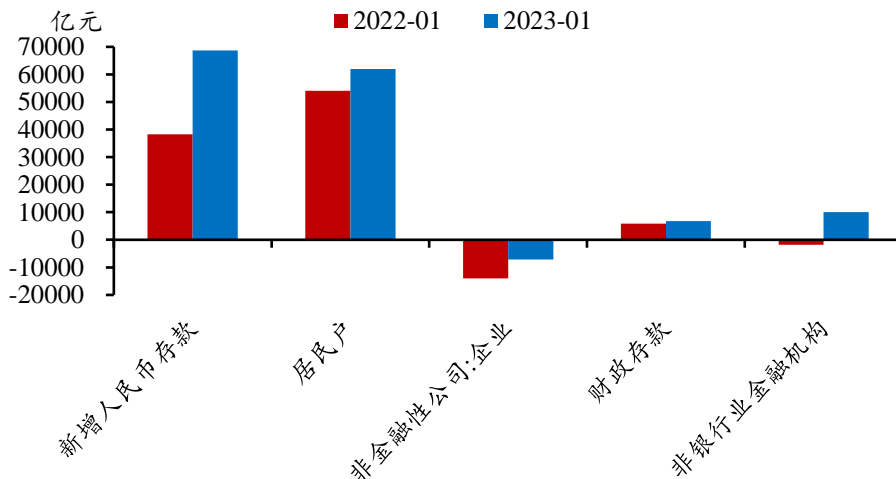
**M2 增速升至 12.6%，主要由非银存款和居民存款贡献。**1 月 M2 增速录得 12.6%，为 2016 年 4 月以来新高。分项上看：1) 非银存款同比多增 1.2 万亿元，为最大贡献项。我们判断非银存款多增或主要与资金涌入股市有关，1 月末上证综指收 3256 点，较去年 12 月末上涨 5.4%。A 股上涨行情背后，是中国经济修复背景下，市场投资情绪提振，外资加速布局中国资产。2) 春节前企业向居民支付薪资和年终奖等，存款由企业部门向居民部门转移。1 月居民存款同比多增 7900 亿元，储蓄意愿仍待松动。企业贷款大规模投放下，派生企业存款增多，1 月企业存款同比少减 6845 亿元。3) 财政存款同比多增 979 亿元，或受春节因素影响，1 月财政支出力度受限。

图 8：M1 增速可拆分为 M0 贡献和企业活期存款贡献



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：1 月新增人民币存款中非银存款和居民存款的贡献最大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

#### 四、政策保驾护航下，经济动能有望继续复苏

**今年经济向上，社融多增是重要基础。**社融是经济的领先指标，从 1 月数据来看，社融总量修复的幅度有限，反映出我国经济下行压力依然存在。结构上有喜有忧，企业中长贷大幅多增，带动总体信贷扩张。居民部门房贷则面临收缩压力，消费信心也有待进一步修复。政府部门在债务约束下，更多起到辅助发力的作用。未来经济若继续

续复苏，社融需要进一步扩张，给予实体经济足够的资金支持。根据我们在《需要多增五万亿——2023年信贷社融推演》中的推演，社融多增一方面源自防疫优化下的经济内生动能修复，另一方面来自政策的保驾护航。年初以来，政策面积极定调，尤其强调了要强化金融对于实体经济的支持。未来，我们预计政策有望继续宽松，以保证信用扩张的延续性，关注央行潜在的信贷政策力度升级、推动实体融资成本下行、创设新型结构性政策工具等。

图 10：中央经济工作会议以来政策面定调积极

日期	会议/政策	主要内容
2022年12月16日	2022年中央经济工作会议	做好2023年经济工作，要突出做好 <b>稳增长、稳就业、稳物价</b> 工作。要从 <b>改善社会心理预期、提振发展信心</b> 入手，纲举目张做好工作。
2023年1月4日	2023年中国人民银行工作会议	大力提振市场信心，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长。
2023年1月4日	访财政部部长刘昆	积极的财政政策要加力提效。要 <b>适度加大财政政策扩张力度</b> ，一是在财政支出强度上加力，二是在专项债投资拉动上加力，三是在推动财力下沉上加力。我国经济正处在“爬坡过坎”的关键时期， <b>稳定预期、提振信心</b> 尤为关键。
2023年1月13日	2022年金融统计数据新闻发布会	将继续采取措施 <b>提振市场信心</b> 。适时 <b>靠前发力</b> ，积极配合财政政策和货币政策，在总量上确保 <b>社会总需求</b> 得到有力支撑。
2023年1月28日	国务院常务会议	持续抓实当前经济社会发展工作，推动经济运行在 <b>年初稳步回升</b> 。乘势推动消费加快恢复成为经济主拉动力， <b>合理增加消费信贷</b> 。
2023年1月29日	《上海市提信心扩需求稳增长促发展行动方案》	推出十项行动32条政策措施稳增长促发展。包括帮助中小微企业 <b>稳定发展预期、增强发展信心</b> 。实施中小微企业 <b>贷款贴息贴费</b> ，实施新基建项目 <b>优惠利率信贷贴息</b> 政策等。
2023年1月16日	江苏省政府《印发关于推动经济运行率先整体好转若干政策措施的通知》	持续加大财税支持力度， <b>强化金融对实体经济的支持</b> ，着力恢复和提振消费，积极扩大有效投资等。
2023年1月28日	广东省高质量发展大会	今年广东金融部门将为经济高质量发展新增融资4万亿元，实现制造业、科技创新、小微企业信贷增速超过20%。工行、农行、建行等表态，今年将加大力度“ <b>贷</b> ”动广东各类产业脊梁。

资料来源：中央政府、各部委、地方政府官网等，信达证券研发中心

## 风险因素

国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。



## 研究团队简介

解运亮，中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hangjiuyue@cindasc.com">hangjiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。