

预期中的信贷修复更有持续性

——1月金融数据点评 20230211

报告日期：2023-02-11

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 社融：1月新增59,800亿元

1月社融新增59,800亿元，市场对开门红的超预期已有较充分预期，我们有三点分析：其一，与上年政策引导下的脉冲式修复不同，1月的新增高增反映实体融资需求的内生性修复，预计2、3月社融的同比多增可持续；其二，上年12月由于疫情及银行项目储备需要，部分融资需求后置至今年1月；其三，信贷座谈会也引导银行贷款投放前置。

另外，社融分项中企业债券融资同比少增4352亿元，或由于部分主体将债券融资渠道替换为银行贷款，后续贷债跷跷板现象或延续。政府债券方面，虽然同比少增1886亿元，但考虑地方债提前批额度，一季度预计迎来发行高峰，政府债券仍能对社融实现正贡献。

● 信贷：企业端融资较强，而居民端需求较弱

1月人民币信贷结构呈现企业端短期长期需求均强，居民端短期长期需求均弱的特点。

企业端短期贷款同比多增5000亿元，主要基于经营性和流动性管理需求，而与投资性需求挂钩的长期贷款也同比多增1.4万亿元，表明企业对短期与中长期预计均较为乐观。另一方面，信贷中票据融资同比少增5915亿元，作为需求不足的信贷投放手段，票据融资少增也侧面反映银行的项目储备充足。但居民端融资表现较一般，居民消费与加杠杆意愿弱，短贷同比少增665亿元，中长贷同比少增5193亿元。

● 债市策略：1月信贷修正了市场过高的预期，当前复苏斜率下的长债风险有限

1月社融、通胀均确认了复苏的趋势，但复苏的斜率不及一些乐观预期，经济上坡路上的利率债仍存在压力，但考虑到各项因素 price-in，长端后续大幅上行的风险有限，相反，市场应当对近期出现反复的资金面保持关注。

● 风险提示

疫情存在不确定性。

正文目录

1	预期中的信贷修复更有持续性.....	4
1.1	社融：1月新增59,800亿元.....	4
1.2	信贷：企业端融资较强，而居民端需求较弱.....	6
1.3	债市策略：1月信贷修正了市场过高的预期，当前复苏斜率下的长债风险有限.....	8
2	风险提示：.....	8

图表目录

图表 1 社会融资规模当月新增 (单位: 亿元)	4
图表 2 新增人民币贷款 (单位: 亿元)	4
图表 3 新增企业债券融资 (单位: 亿元)	5
图表 4 政府债券当月新增 (单位: 亿元)	6
图表 5 表外三项当月新增 (单位: 亿元)	6
图表 6 未贴现汇票当月新增 (单位: 亿元)	6
图表 7 企业短期贷款当月新增 (单位: 亿元)	7
图表 8 企业中长期贷款当月新增 (单位: 亿元)	7
图表 9 票据融资当月新增 (单位: 亿元)	7
图表 10 居民短期贷款当月新增 (单位: 亿元)	8
图表 11 居民中长期贷款当月新增 (单位: 亿元)	8

1 预期中的信贷修复更有持续性

事件：1月社融新增59,800亿元，M2-社融同比倒挂3.2%。

1.1 社融：1月新增59,800亿元

1月社融新增59,800亿元，市场对开门红的超预期已有较充分预期，我们有四点分析：其一，与上年政策引导下的脉冲式修复不同，1月的新增高增反映实体融资需求的内生性修复，预计2、3月社融的同比多增可持续；其二，上年12月由于疫情及银行项目储备需要，部分融资需求后置至今年1月；其三，信贷座谈会也引导银行贷款投放前置。另外，社融分项中企业债券融资同比少增4352亿元，或由于部分主体将债券融资渠道替换为银行贷款，后续贷债跷跷板现象或延续。政府债券方面，虽然同比少增1886亿元，但考虑地方债提前批额度，一季度预计迎来发行高峰，政府债券仍能对社融实现正贡献。

1月社融新增5.98万亿元，而市场预期仅为5.68万亿元，社融总量和结构均呈现向好趋势。对于1月社融的高增，我们有三点分析：

其一，1月的信贷数据反映的是实体融资需求的内生修复。1月新增人民币贷款4.9万亿元，在上月3.98万亿元的高基数上多增9200亿元。上年1月人民币贷款受政策引导新增3.98万亿元但持续性不强，2月人民币贷款新增环比新增走负，但今年贷款走强更多源于疫后内生的融资需求，预计2、3月份实体融资需求仍能较好延续。

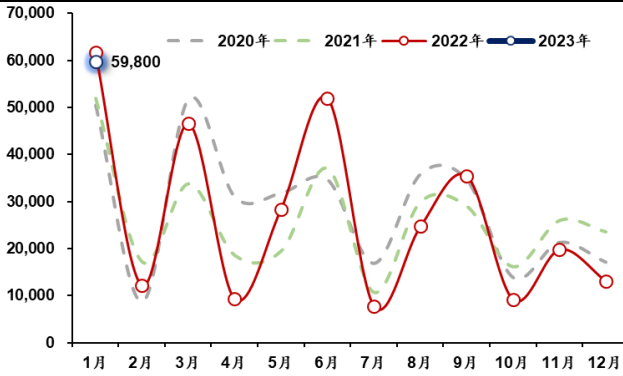
其二，上年12月的低基数贡献了今年1月的部分融资需求。上年社融新增1.31万亿元，同比少增1.05万亿元，一方面是受疫情扰动部分经营融资活动无法正常开展，另一方面是银行冲“开门红”会主动将项目储备延至1月份投放。

其三，1月10日的银行信贷座谈会也提出各银行合理把握信贷节奏，适度靠前发力。

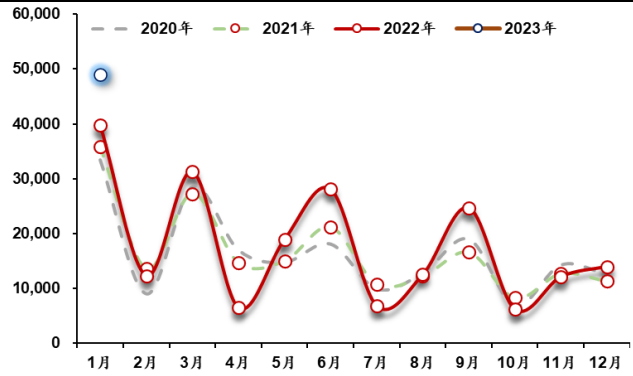
总体来看，社融与人民币信贷仍同比多增，实体经济对于未来经济的修复预期仍较强。

图表1 社会融资规模当月新增（单位：亿元）

图表2 新增人民币贷款（单位：亿元）



资料来源: Wind, 华安证券研究所

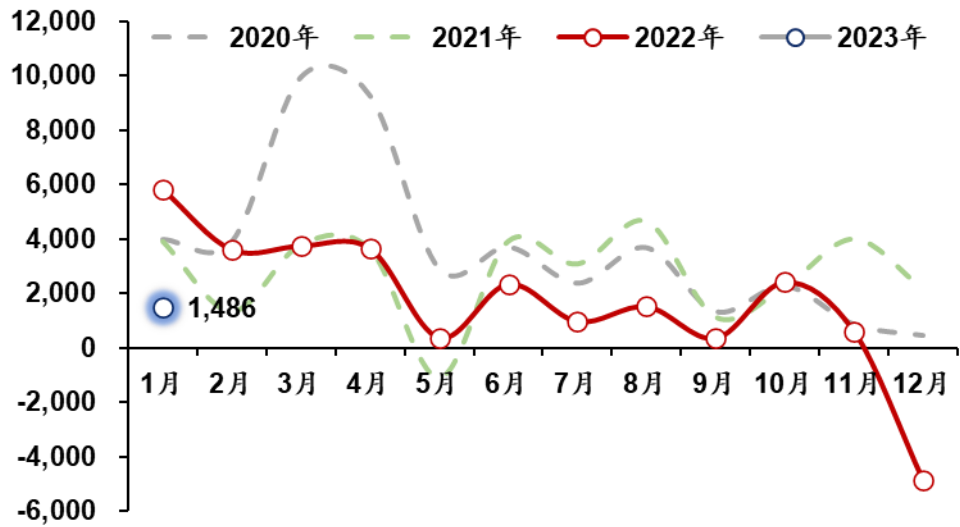


资料来源: Wind, 华安证券研究所

拆解社融的各个分项来看。

企业融资信贷化贡献了部分信贷增量需求。1月新增企业债券融资 1486 亿元，同比下滑 4352 亿元。从信用债市场的融资数据来看，净融资规模仅为 411 亿元，扣除短融/超短融后信用债净融资仅为-927 亿元，而去年同期为 2958 亿元，信贷融资与债券融资间跷跷板效应明显，我们认为这主要是由于前期债券市场的回调以及债券的取消发行导致部分发债主体将债券融资渠道替换为银行贷款，后续企业债券融资的修复仍需时间。

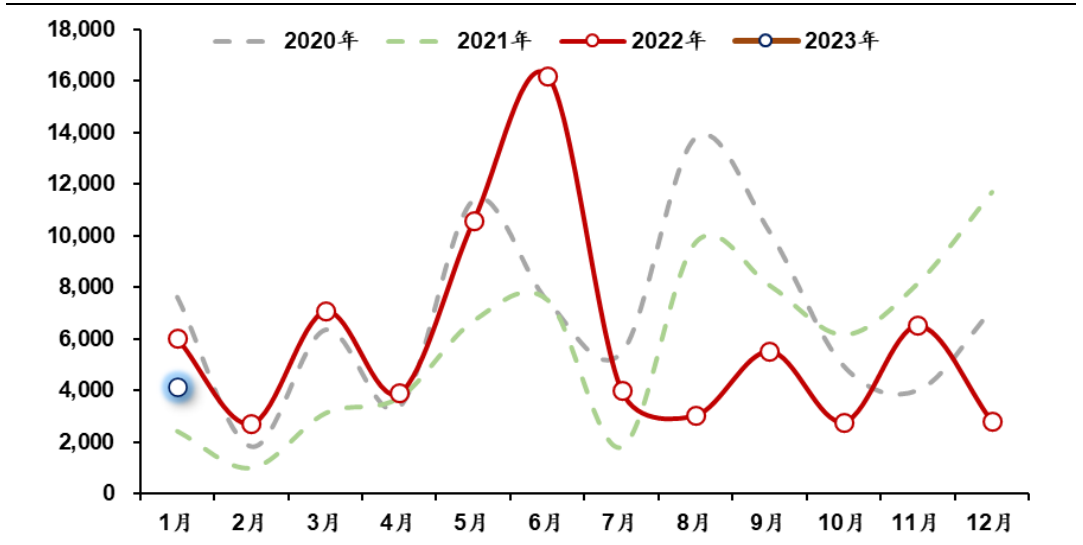
图表 3 新增企业债券融资 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

政府债券方面，1月新增 4140 亿元，同比少增 1886 亿元。但考虑到地方债的提前发行，一季度政府债券仍能对社融实现正贡献。

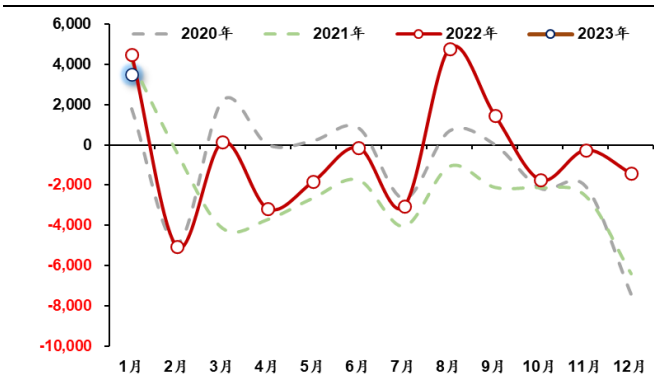
图表 4 政府债券当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

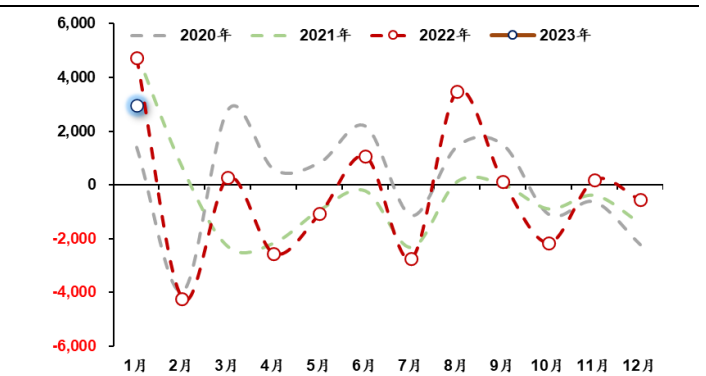
表外三项同比少增,未贴现票据同比少增 1770 亿元。1 月表外三项新增 3485 亿元,同比少增 996 亿元,其中委托贷款新增 584 亿元,同比多增 156 亿元,信托贷款新增-62 亿元,同比多增 618 亿元,未贴现汇票新增 2963 亿元,同比少增 1770 亿元。

图表 5 表外三项当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 未贴现汇票当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

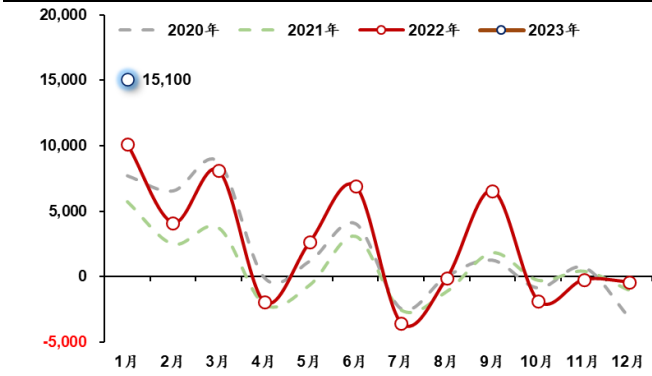
1.2 信贷: 企业端融资较强, 而居民端需求较弱

1 月人民币信贷结构呈现企业端短期长期需求均强, 居民端短期长期需求均弱的特点。企业端短期贷款同比多增 5000 亿元, 主要基于经营性和流动性管理需求, 而与投资性需求挂钩的长期贷款也同比多增 1.4 万亿元, 表明企业对短期与中长期预计均较为乐观。另一方面, 信贷中票据融资同比少增 5915 亿元, 作为需求不足的信贷投放手段, 票据融资少增也侧面反映银行的项目储备充足。但居民端融资表现较一般, 居民消费与加杠杆意愿弱, 短贷同比少增 665 亿元, 中长贷同比少增 5193 亿元。

从数据上看, 1 月信贷结构呈现出企业端融资需求修复明显, 短期与中长期均实现多增, 而居民端信贷则表现一般, 短期与中长期均少增。

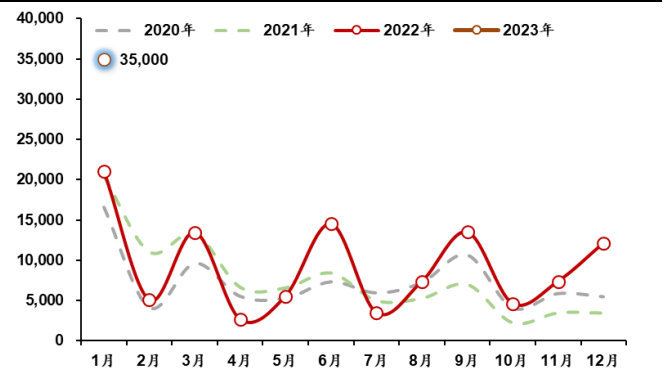
企业端：信贷端企业修复效用明显。企业短期贷款新增 1.51 万亿元，同比多增 5000 亿元，企业中长期贷款新增 3.5 万亿元，同比多增 1.4 万亿元。短期贷款对应企业经营性与流动性管理需求，而长期贷款对应企业投资性需求，企业融资的投资属性较强。

图表 7 企业短期贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

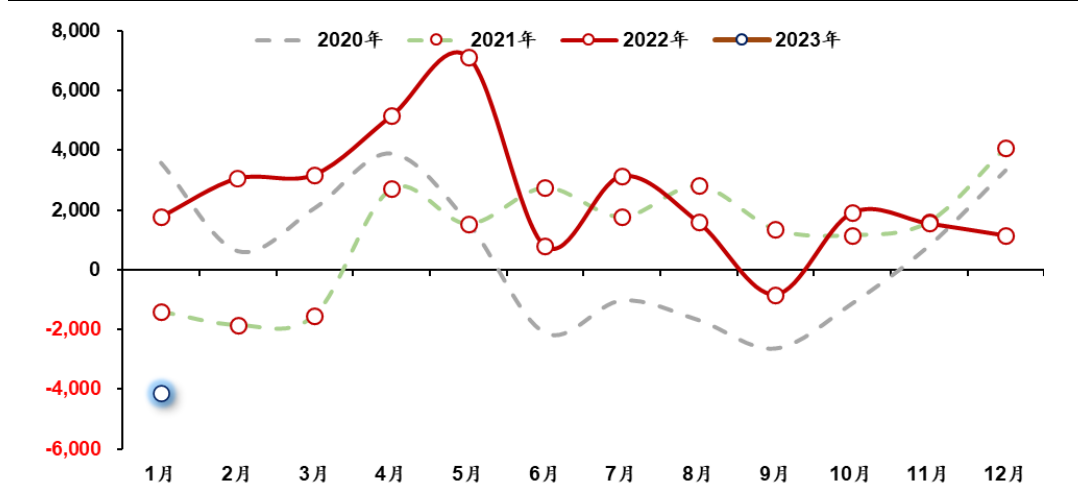
图表 8 企业中长期贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

另外，票据融资的同比少增也可以印证信贷需求的强劲。1月票据融资-4127亿元，同比少增 5915 亿元，银行在信贷需求不足的情况下通常会冲票据规模以满足信贷投放需求，而1月的票据的少增也侧面反映银行项目储备充足与贷款的挤出效应。

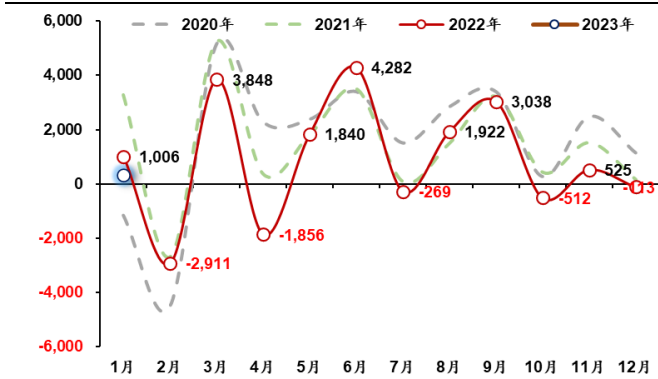
图表 9 票据融资当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

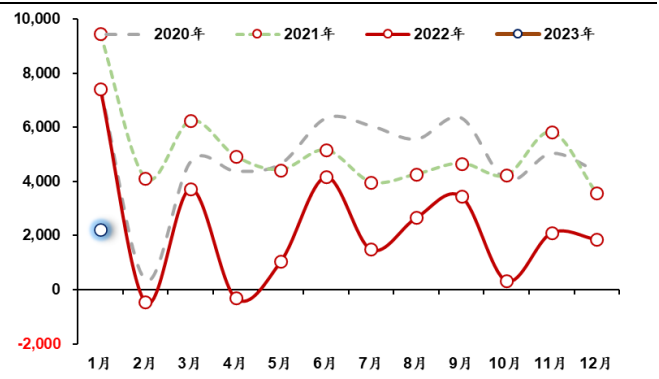
但居民端融资需求与加杠杆意愿仍较弱。居民短期贷款新增 341 亿元，同比少增 665 亿元，虽然春节期间旅游出行与消费餐饮活动恢复，但居民短期消费意愿仍较弱，而中长期贷款新增 2231 亿元，同比少增 5193 亿元，一方面是按揭贷款的提前偿还，另一方面是居民购房需求仍较弱。

图表 10 居民短期贷款当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 居民中长期贷款当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.3 债市策略: 1 月信贷修正了市场过高的预期, 当前复苏斜率下的长债风险有限

近期市场同时经历了资金面从收紧到中性偏松、基本面从悲观到乐观再到中性的双重调整, 利率债后续将如何定价?

从资金面来看, 2 月以来的流动性收紧是机构行为分化、央行投放偏谨慎、财政支出变奏三重因素共同作用的结果。对后市而言, ①机构分化仍将延续、难言改善, 大行是否融出资金, 中小行的债券贷款比价是关键; ②央行如何使用工具箱要在必要性、有效性、政策空间之间找平衡, 预计超额续做 MLF 是更现实的选择, 但考虑到近一年政策与预期的差距, 不排除提前使用其他工具的可能性; ③财政支出变奏的实质是 2022 年专项债待拨付额不足、2023 年提前批新发尚待时间、项目开工尚未全面展开的结果, 后续有望逐步缓解, 但难以再现 2022 年一季度宽松效应。上周后两个交易日资金融出增加, 不代表资金面就此完全恢复, 后续还要看三重因素的演绎, 简言之, 2023 年一季度流动性的无法依赖大行融出和财政效应, 更多要看央行操作。

从基本面来看, 市场对社融、信贷的预期和高频数据呈现的温和修复存在明显分析, 1 月社融信贷及时修正过高预期, 1 月通胀数据也再次印证复苏斜率仍较平缓, 预计基本面对债市的冲击将明显缓解。此外, 市场对两会的政策力度预期降温, 政策面对行情演绎的约束减弱。

从技术面角度看, 理财产品到期额平稳、但到期产品破净比较高的格局延续, 但暂时不具备形成负反馈的条件。

综上所述, 我们认为短端仍然存在变数, 长端的确定性相对更强, 后续建议更多关注货币端的潜在变化。

2 风险提示:

疫情存在不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。