

2023年02月12日

居民端修复情况是影响后续社融成色的关键

固定收益研究团队

——2023年1月金融数据点评

陈曦（分析师）

张维凡（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030054

● 1月金融数据中的四个重点信息

第一，信贷开门红超预期兑现，但企业债和政府债融资下滑对社融产生一定拖累。1月疫情快速过峰，居民和企业部门生产生活逐渐步入正轨，此次社融，特别是信贷情况表现亮眼，兑现了市场的开门红预期。1月新增社融59800亿，虽有春节拖累，但在2022年同期高基数的情况下，同比仅少增1959亿。其中，“巨量”信贷是核心贡献项。疫情达峰速度快于预期虽然冲击了12月的经济表现，但快速过峰后却带来了1月的信贷开门红惊喜，社融维度信贷同比多增7312亿。企业债券融资、政府债券融资、外币贷款是主要拖累项。1月债市波动调整未完全消除，企业债发行受阻，拖累企业债融资同比少增4352亿，春节后信用利差逐渐修复，预计后续企业债融资将逐步转好；受2022年政府债融资高基数影响，叠加春节导致地方债发行节奏错位，本月政府债融资同比少增1886亿；新增外部贷款再次大幅少增，出口低迷或将成为长期趋势。

第二，企业部门信贷超预期、创纪录。1月企业部门贷款同比多增13200亿，其中中长期贷款同比多增14000亿。一方面，去年四季度银行已经在积极储备信贷项目，同时信贷工作座谈会上要求信贷投放节奏适度靠前发力使得信贷数据大放异彩；另一方面，少增的企业债也转化为了企业的信贷需求，放大了企业的信贷需求。从投向上看，在结构性货币政策的引导下，商业银行对保交楼、碳减排和设备更新改造等领域更有侧重。

第三，居民部门观望情绪依然较重。1月居民短贷同比少增665亿，与春节期间火热的旅游和消费形成了鲜明反差，居民依然对加杠杆消费较为谨慎。居民中长贷同比少增5193亿，购车、购房等大额消费需求疲软对中长贷增长形成掣肘。同时，多地贷款利率下调背景下，存量房贷与新增房贷之间利差走阔引发提前还贷潮，也在一定程度上对居民中长贷增量造成冲击。居民部门融资延续低迷，观望情绪依然较重，预计居民部门融资需要经济上行后进一步激活。

第四，居民新增存款规模创历史记录推动M2环比有所回落，得益于低基数和企业预期回暖等因素影响，M1显著回暖。受理财赎回和疫情余波、春节前发放奖金、两年春节时点错位等原因共同推动，1月居民新增存款规模62000亿，创历史记录。一体两面，受节前发放奖金影响，公司存款减少7155亿。

● 信贷开门红有望延续，居民端修复情况是后续社融成色的关键

受政策刺激和疫情交错冲击影响，2022年社融数据的主要特征是“波动大，脉冲性强”，随着防疫政策优化和融资需求回暖，同时政府债融资或较2022略有多增，2023年社融趋势或将比2022年更具可持续性。

我们预计，由于2022年2月社融低基数，春节时点错位，银行项目储备依然较为充足，同时财政、信用、地产等政策持续发力，预计后续信贷有望延续开门红趋势。但值得注意的是，后续居民在消费和地产方面的修复节奏或将直接影响社融和经济复苏的成色和高度，由于居民部门有较强的顺周期属性，居民部门融资疲软已经延续近一年时间，我们预计居民端的修复需要政府通过宽财政、宽地产、宽信用等逆周期调节手段持续发力，在经济复苏后逐步兑现。

● 债市应关注潜在的风险点

社融数据作为重要的经济前瞻性指标，交出了兔年的第一份惊喜答卷，或将进一步提振市场对经济复苏预期。对债市而言，随着经济的逐步复苏，我们认为需要关注资金收敛节奏、地产销售提前回暖以及股市上涨对资金的虹吸这三个潜在风险，目前长端已经有追高的风险。2023年债市的机会来自超调，短久期、高杠杆、高票息可能是2023年全年的占优策略。

● **风险提示：**政策变化超预期、疫情扩散超预期。

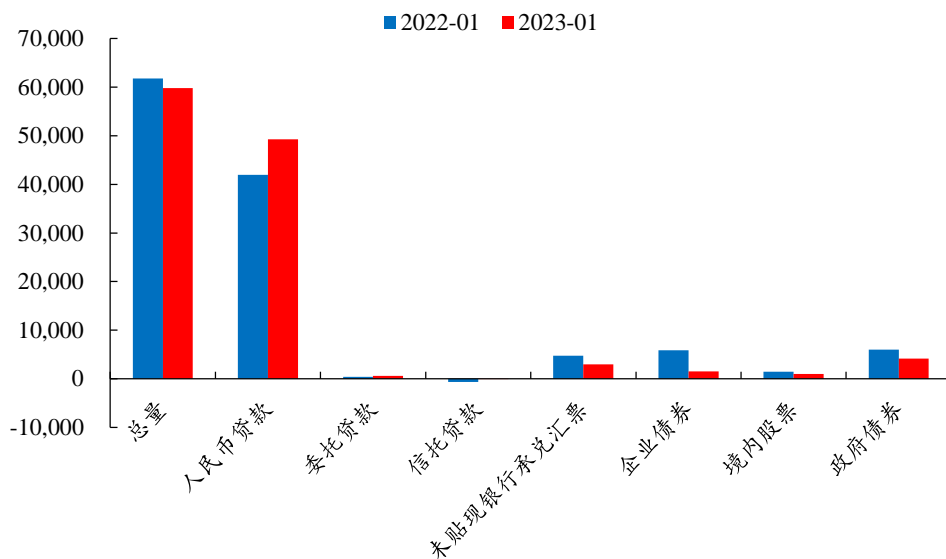
相关研究报告

《核心CPI已出现回升—2023年1月通胀数据点评》-2023.2.10

《对春节后债市超预期走强的几点看法和展望—固收专题》-2023.2.8

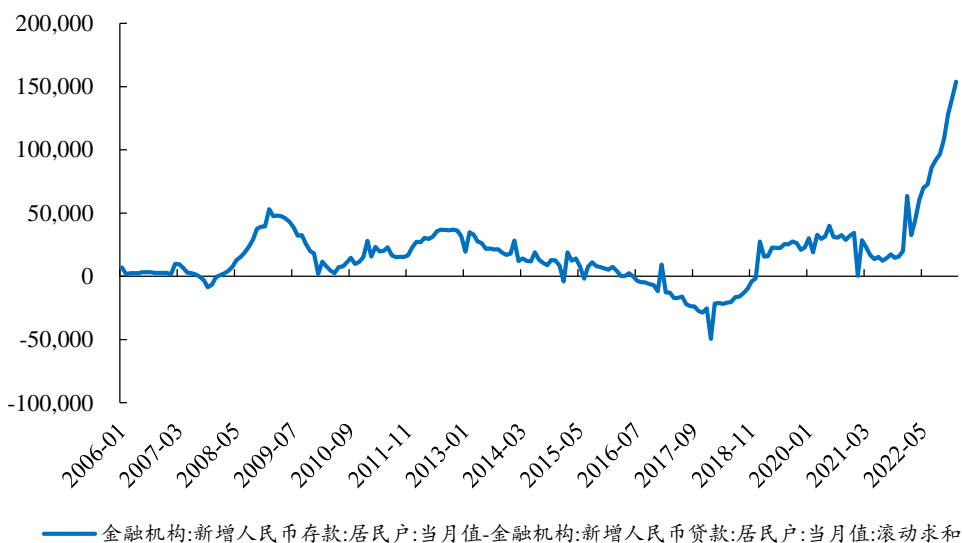
《生产消费指标出现回升—经济高频周报》-2023.2.5

附图 1：1 月企业和政府债券融资依然是主要拖累项（亿元）



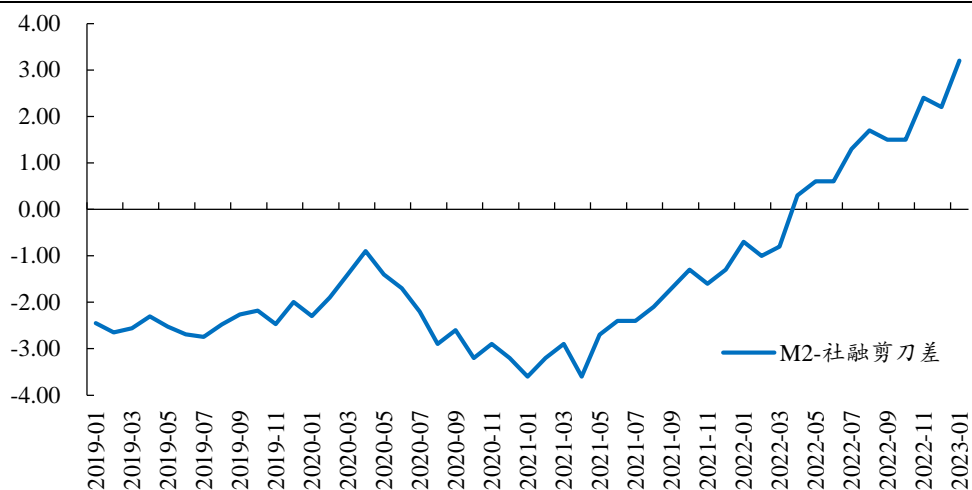
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：居民存款-贷款持续高增（亿元）



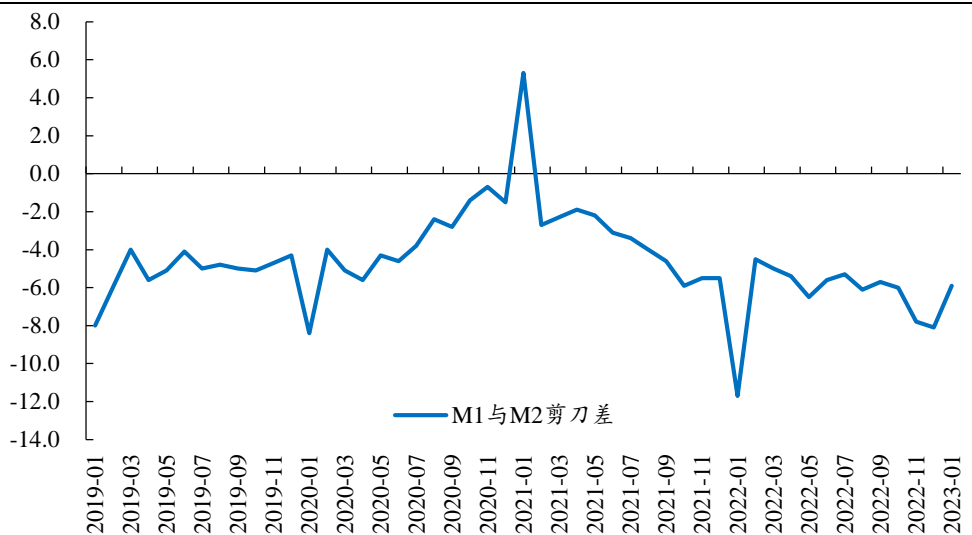
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3: M2 与社融剪刀差走阔 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: M1 与 M2 剪刀差有所收敛 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn