

信贷支撑社融实现开门红，后续关键在居民和企业预期改善

2023年1月金融数据点评

报告摘要

1月社融增量5.98万亿元，虽同比少增1959亿元，但超过市场预期的5.68万亿元，实现开门红。其中，1月新增人民币贷款（社融口径）同比多增7312亿元，是1月新增社融的主要支撑项，而新增企业债券、新增政府债券和新增未贴现银行承兑汇票分别同比少增4352亿元、1886亿元和1770亿元，是1月社融增量的主要拖累项。

1月新增人民币贷款4.90万亿元（市场预期4.08万亿元），同比多增9200亿元，与去年12月的同比多增2700亿元相比继续改善。结构上，1月居民信贷和企业信贷再次呈现明显分化。1月居民端中长期和短期贷款分别同比少增5193亿元和665亿元，而企业端中长期贷款和短期贷款分别同比多增1.4万亿元和同比多增5000亿元。

1月居民信贷仍然较弱，核心原因在于房地产销售市场依然较低迷和居民消费有待进一步恢复。1月企业短期贷款和中长期贷款均实现同比大幅多增，维持强势回升态势。我们认为主要系：1，金融16条后，房地产企业融资条件放宽，房地产行业信贷扩张有所恢复。2，防疫政策实质性调整后，经济恢复预期明显增强，制造业企业预期好转，融资扩张意愿恢复。

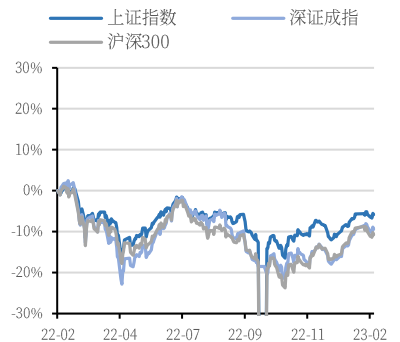
1月M2增速录得+12.6%，市场预期+11.5%，较去年12月+0.8PCTS。1月M1增速录得+6.7%，较去年12月+3.0PCTS。我们认为，M1增速较去年12月的明显提升，主要系：1，春节假期错位因素下，去年1月M1基数较低。2，经济复苏预期增强下，企业经济活动加速恢复，货币活性化趋势增强。今年1月M2增速较去年12月上行0.8PCTS，核心原因在于信贷政策相对宽松下企业贷款额度大幅增加，贷款创造的存款增速较快。但另一方面，1月社融存量增速+9.4%，较上月-0.2PCTS，为连续第4个月社融增速下降，同时，M2增速与社融存量增速的差进一步走阔，表明实体经济信用扩张的速度继续慢于经济系统货币增速，宽货币向宽信用的转化仍需进一步发力。

1月，虽然新增社融仍然同比少增近2000亿元，但主要系债券融资和政府债拖累，前者受短期内信用利差抬升影响，后续有望逐步恢复，后者在今年依然靠前发力的专项债发行预期下，后续难以对社融形成持续拖累。1月新增信贷同比多增近1万亿元，对新增社融支撑力度较强。但在结构上，新增企业中长期和短期贷款的同比多增与新增居民中长期和短期贷款的同比少增分化较明显，结合1月M2增速与社融增速之间的差进一步走阔，表明后续社融能否进一步企稳向上主要取决于两点：一是房地产销售市场能否进一步回升，以便带动居民中长期贷款企稳；二是企业对未来的预期能否进一步改善，宽货币到宽信用的转化能否进一步落实。2月和3月的社融数据是重要观察窗口。

主要数据

上证指数	3260.6734
沪深300	4106.3097
深证成指	11976.8529

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

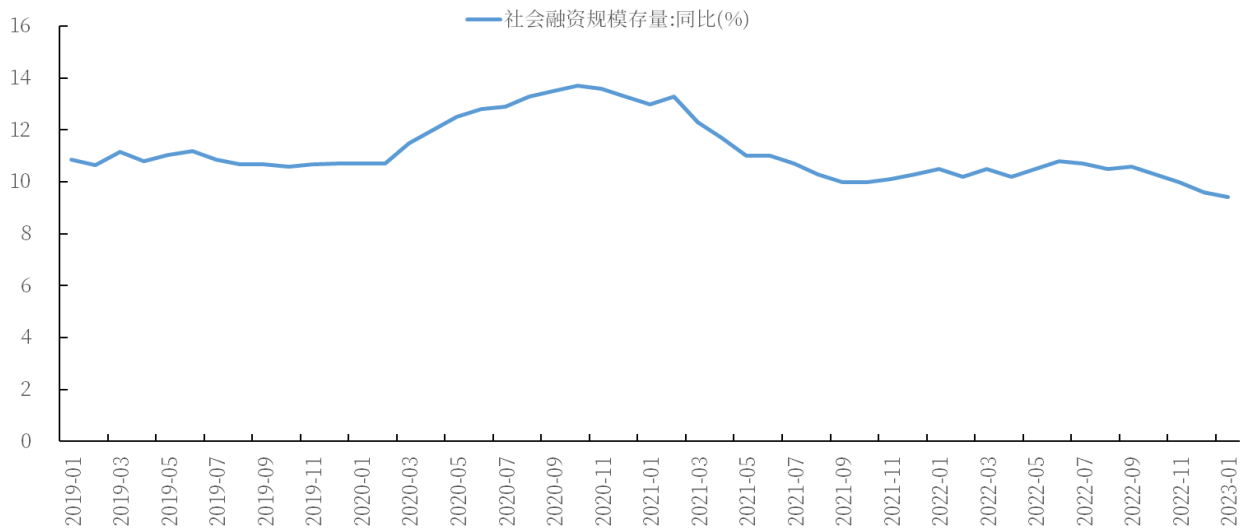
金融市场分析周报 —2023-02-07
外部加息放缓和内部经济复苏趋势延续 —
2023-02-05
美联储进一步放缓加息，紧缩政策或接近尾声 —
2023-02-03

一、1月社融扩张有所恢复

2023年1月，社融存量增速+9.4%，较上月-0.2PCTS，为连续第4个月社融增速下降。1月社融增量5.98万亿元，超过市场预期的5.68万亿元。环比上，1月社融环比多增4.67万亿元，环比多增幅度高于2020年到2022年同期均值。同比上，1月社融同比少增1959亿元。

结构上：1月新增人民币贷款（社融口径）同比多增7312亿元，是1月新增社融的主要支撑项。1月新增企业债券融资同比少增4352亿元，新增政府债券融资同比少增1886亿元，新增未贴现银行承兑汇票同比少增1770亿元，三者是1月社融增量的主要拖累项。其中，新增人民币贷款同比多增主要系企业中长期及短期贷款同比多增支撑，企业债券同比少增主要系信用利差相比去年仍处高位以及信贷政策支持下企业转向间接融资。

图1 社融存量增速继续下降（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 2023年1月社融分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2023年1月同比	2023年1月环比	2022年1月环比	2021年1月环比	2020年1月环比	2023年1月	2022年1月	2021年1月	2020年1月
总	当月新增社会融资规模	-1,959.0	46742.0	38,179.0	34,692.0	28,522.0	59,800.0	61,759.0	51,884.0	50,535.0
表内	新增人民币贷款	7,312.0	34899.0	31,638.0	26,724.0	24,154.2	49,300.0	41,988.0	38,182.0	34,924.0
	新增外币贷款	-1,162.0	1534.0	1,680.0	2,079.0	718.2	-131.0	1,031.0	1,098.0	513.0
表外	新增委托贷款	156.0	685.0	844.0	650.0	1,289.5	584.0	428.0	91.0	-26.0
	新增信托贷款	618.0	702.0	3,873.0	3,778.0	1,523.8	-62.0	-680.0	-842.0	432.0
	新增未贴现银行承兑汇票	-1,770.0	3517.0	6,152.0	7,118.0	451.6	2,963.0	4,733.0	4,902.0	1,403.0
直接	企业债券融资	-4,352.0	6373.0	3,671.0	3,481.0	374.0	1,486.0	5,838.0	3,917.0	3,967.0
	非金融企业境内股票融资	-475.0	-479.0	-412.0	-135.0	176.8	964.0	1,439.0	991.0	609.0
其他	政府债券	-1,886.0	1331.0	-5,648.0	-4,689.0	3,874.8	4,140.0	6,026.0	2,437.0	7,613.0

资料来源：wind，中航证券研究所

图3 近 12 个月各月新增社融分项同比变化 (亿元)

	项目	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
总	当月新增社会融资规模	-1,559.00	-10,522.00	-6,146.00	-7,042.00	6,385.00	-5,181.00	-2,467.00	14,909.00	8,893.00	-9,343.00	12,803.00	-5,073.00
表内	新增人民币贷款	7,312.00	4,051.00	-1,573.00	-3,321.00	7,981.00	631.00	-4,303.00	7,358.00	3,934.00	-9,224.00	4,780.00	-4,329.00
	新增外币贷款	-1,562.00	-1,116.00	-514.00	-681.00	-694.00	-1,173.00	-1,159.00	-92.00	-247.00	-48.00	-48.00	16.00
表外	新增委托贷款	156.00	315.00	-123.00	643.00	1,580.00	1,578.00	240.00	94.00	276.00	211.00	149.00	26.00
	新增信托贷款	618.00	3,789.00	1,825.00	1,000.00	1,907.00	890.00	1,173.00	218.00	676.00	713.00	1,582.00	185.00
	新增未贴现银行承兑汇票	-1,170.00	865.00	574.00	-1,170.00	118.00	3,359.00	-428.00	1,287.00	-142.00	-405.00	2,588.00	-4,867.00
直接	企业债券融资	-452.00	-7,054.00	-3,402.00	152.00	-792.00	-3,337.00	-2,131.00	-1,181.00	1,443.00	28.00	-57.00	2,254.00
	非金融企业境内股票融资	-475.00	-488.00	-586.00	-58.00	250.00	-217.00	499.00	-307.00	-425.00	352.00	175.00	-108.00
其他	政府债券	-1,886.00	-8,865.00	-1,638.00	-3,376.00	-2,333.00	-6,693.00	2,178.00	8,708.00	3,881.00	173.00	3,943.00	1,705.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

二、企业信贷恢复明显好于居民信贷恢复

1月新增人民币贷款4.90万亿元(市场预期4.08万亿元),同比多增9200亿元,与去年12月的同比多增2700亿元相比继续改善。1月新增人民币贷款环比多增3.5万亿元,环比多增幅明显高于2020年、2021年和2022年同期。结构上,1月居民信贷和企业信贷再次呈现明显分化。1月居民端中长期和短期贷款分别同比少增5193亿元和665亿元,而企业端中长期贷款和短期贷款分别同比多增1.4万亿元和同比多增5000亿元。尽管居民端信贷仍有较强拖累,但企业中长期贷款和短期贷款的明显恢复,支撑了1月新增人民币贷款同比多增幅度较去年12月再次上升。

1月居民信贷仍然较弱,居民中长期贷款和短期贷款再次同时同比少增,合计同比少增近6000亿元,核心原因在于房地产销售市场依然较低迷和居民消费有待进一步恢复。我们统计的数据显示,1月50个大中城市商品房销售面积同比-33.6%,较去年12月下行5.2PCTS。我们认为,商品房销售面积同比的再次下行,一方面是低迷的居民购房意愿仍然有待恢复,另一方面也与2023年春节假期在1月、而2022年春节假期在2月的春节假期错位影响。居民购房的恢复情况,仍需结合2月商品房销售数据进一步判断。

1月企业短期贷款和中期贷款均实现同比大幅多增,维持强势回升态势。我们认为主要系:1,金融16条后,房地产企业融资条件放宽,房地产行业信贷扩张有所恢复。2,防疫政策实质性调整后,经济恢复预期明显增强,制造业企业预期好转,融资扩张意愿恢复。2023年1月官方制造业PMI录得50.1%,较上月+3.1PCTS,自2022年10月开始连续3个月位于荣枯线之下后,再次回到荣枯线之上。疫情快速过峰,外需、内需和生产的同步修复下,制造业企业采购意愿增强,生产经营活动预期回升明显,主动增加了产成品和原材料库存:1月,PMI产成品库存指数和PMI原材料库存指数分别较上月+0.6PCTS和+2.5PCTS,同时,PMI采购量指数较上月+5.5PCTS,PMI生产经营活动预期指数较上月+3.7PCTS。

图4 2023年1月信贷分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2023年1月同比	2023年1月环比	2022年1月环比	2021年1月环比	2020年1月环比	2023年1月	2022年1月	2021年1月	2020年1月
总	新增人民币贷款	9,200.0	35,000.0	28,500.0	23,200.0	22,000.0	49,000.0	39,800.0	35,800.0	33,400.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	-1,580.0	10,697.0	9,704.0	6,242.0	8,214.0	11,314.0	12,894.0	7,628.0	10,146.0
	新增人民币贷款:中长期	8,807.0	23,256.0	21,473.0	19,956.0	15,289.0	37,231.0	28,424.0	29,848.0	24,091.0
居民	新增人民币贷款:居民户	-5,858.0	819.0	4,714.0	7,065.0	-118.0	2,572.0	8,430.0	12,700.0	6,341.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	-665.0	454.0	849.0	2,136.0	-2,784.0	341.0	1,006.0	3,278.0	-1,149.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-5,193.0	366.0	3,866.0	5,056.0	2,667.0	2,231.0	7,424.0	9,448.0	7,491.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	13,200.0	34,163.0	26,980.0	19,547.0	24,356.0	46,800.0	33,600.0	25,500.0	28,600.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	5,000.0	15,516.0	11,154.0	8,852.0	7,664.0	15,100.0	10,100.0	5,755.0	7,699.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	14,000.0	22,890.0	17,607.0	14,900.0	12,622.0	35,000.0	21,000.0	20,400.0	16,600.0
	新增人民币贷款:票据融资	-5,915.0	-5,273.0	-2,299.0	-4,746.0	3,334.0	-4,127.0	1,788.0	-1,405.0	3,596.0

资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 近12个月各月新增信贷分项同比变化（亿元）

	项目	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
总	新增人民币贷款	9,200.00	2700	-600	2110	8100	300	-4010	6900	3900	-3246	4000	-300
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	1580	2573	1699	1748	2880	232	42	2645.87	8911	415.13	7659	6801
	新增人民币贷款:中长期	8807	7024	232	4456	5829	337	-966	5140.72	-4356	-9184.72	4356	-10520
居民	新增人民币贷款:居民户	-5858	963	-4710	4827	3883	-175	-3842	-203	-3344	-3453	-3940	-4790
	新增人民币贷款:居民户:短期	665	270	992	938	181	426	354	781.87	34	-2820.87	394	220
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-5193	693	-3718	3889	211	-601	-488	-919.28	-3379	-5281.72	-3504	-4572
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	13,200.00	6017	3158	1525	9870	1287	-457	7525	7243	-768	8800	400
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	5000	638	651	1555	4741	1028	969	3815	3286	99	4841	1614
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	14000	8717	3950	2483	6540	2838	-478	6130	977	-953	148	-5948
	新增人民币贷款:票据融资	-5,915.00	2941	56	745	1180	222	1865	951	5591	2487	4912	4907

资料来源: wind, 中航证券研究所

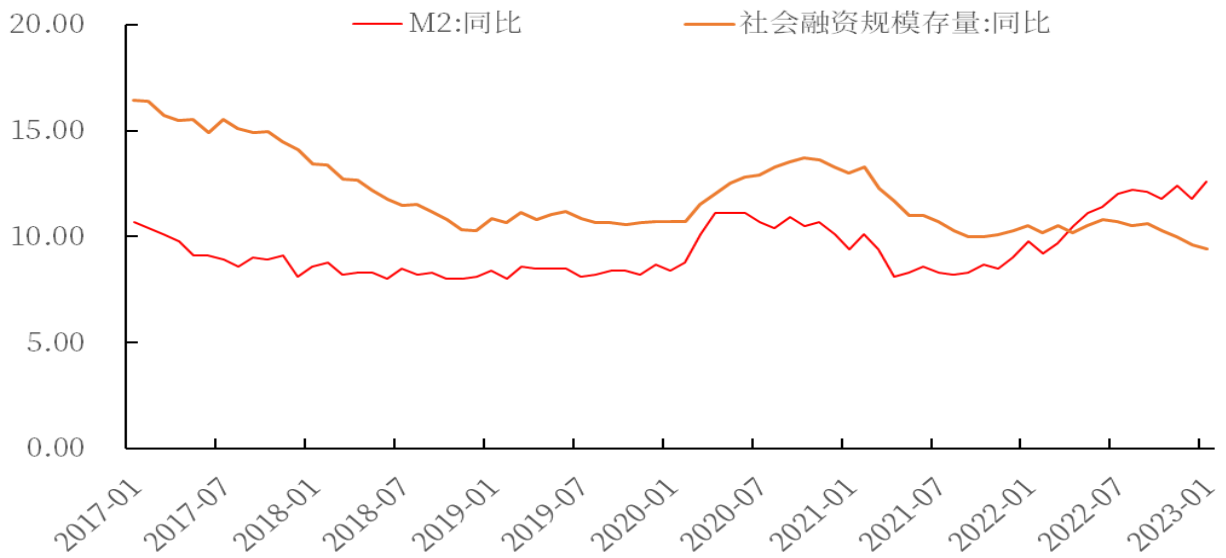
三、M2 增速继续上升，宽信用仍需进一步发力

1月M2增速录得+12.6%，市场预期+11.5%，较去年12月+0.8PCTS。1月M1增速录得+6.7%，较去年12月+3.0PCTS。

我们认为，1月M1增速较去年12月的明显提升，主要系：1，春节假期错位因素下，去年1月M1基数较低。去年春节假期在2月初，因此企业奖金发放集中在1月，造成去年1月资金从企业活期存款向居民存款转移，形成了去年1月M1的低基数。2，经济复苏预期增强下，企业经济活动加速恢复，货币活性化趋势增强，这一点在1月M1-M2增速差由去年12月的-8.1%变为-5.9%亦有体现。

今年1月M2增速较去年12月上行0.8PCTS，核心原因在于信贷政策相对宽松下企业贷款额度增加，贷款创造的存款增速较快。但另一方面，M2增速与社融存量增速的差进一步走阔，达到了3.2PCTS，处在2016年以来高位。表明实体经济信用扩张的速度继续慢于经济系统货币增速，宽货币向宽信用的转化仍需进一步发力。

图6 M2与社融之间增速差仍然较大，实体经济信用扩张落后货币增速（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及/或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637