



信贷开门红有哪些预期外的因素

——2023年1月金融数据点评

事件

2月10日，央行发布2023年1月金融统计数据报告，1月新增人民币贷款4.9万亿元，同比多增9227亿元，前值1.4万亿元；社会融资规模增量5.98万亿元，同比少增1959亿元，前值1.31万亿元；M2同比12.6%，前值11.8%。

核心观点

信贷增量高于往年同期，实现信贷“开门红”。1月新增人民币贷款4.9万亿元，同比多增9227亿元。总量上看，1月新增信贷高于近年同期，实现信贷“开门红”。结构上看，1月新增信贷延续去年四季度以来“居民弱企业强”的特征，另一特征是企业短期信贷出现了显著增加。

地产销售难言好转，居民中长贷延续疲软。在疫情较为严重的2022年，居民部门资产负债表受到一定影响，收入端不确定性的增加导致居民加杠杆意愿降低，开年首月地产销售延续走弱，仅好于疫情之初的2020年，居民对地产的信心恢复仍需时间。

结构性货币政策工具续作，开年企业贷高增。近期央行延续实施碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款和交通物流专项再贷款三项结构性货币政策工具，加大关键领域信贷支持力度收效显著，前期持续高增的企业中长贷再次创纪录高增，企业短期贷款也出现大幅多增，增量创历年同期最高。企业贷支撑信贷“开门红”释放明确信号，经济修复动能强，全年增长可期。

社融增速延续回落，政府债相对不弱，企业债发行遇阻。政府债方面，1月是政府债发行的季节性淡季，与去年年初相比，今年的春节日期靠前，工作日较少，政府债发行规模低于去年同期，但在近年同期中的位置依然相对较高。**企业债方面**，资金利率宽幅震荡导致企业债发行利率冲高，发债成本不稳定抑制了企业的发债意愿，1月企业债发行额大幅少增。

M1、M2增速回升，居民存款高增持续，权益市场上涨带动非银存款高增。从结构上看，居民存款延续去年四季度以来的高增态势，而1月权益市场行情较好，吸引资金流入金融市场，受此影响非银机构存款出现高增。此外，1月企业信贷大幅多增，企业存款显著少减，也成为1月存款大幅多增的原因。

债市策略：1月信贷增量高于往年同期，实现信贷“开门红”。对债市而言，信贷“开门红”已在充分预期内，值得关注的是权益市场上行带动的非银机构存款高增，或将有助于稳定资金面、缓和债市调整和理财赎回潮以来非银机构的资金压力，对债市而言或是预期外的利好。

风险提示

货币政策变化超预期；外部环境变化超预期；疫情演变超预期。

报告作者

作者姓名	郑倩怡
资格证书	S1710521010002
电子邮箱	zhengqy@easec.com.cn
联系人	杨逸飞
电子邮箱	yangyf729@easec.com.cn

相关研究

《【固收】服务业“抢跑”，制造业“接力”_20230202》2023.02.02

《【固收】服务需求回暖成为最大亮点_20230117》2023.01.18

《【固收】企业中长期信贷高增有哪些因素_20230116》2023.01.16

《【固收】降准落地，持续保障流动性合理充裕_20221128》2022.11.28

《【固收】制造业徘徊荣枯线，建筑业维持高景气_20221031》2022.11.01

1. 事件

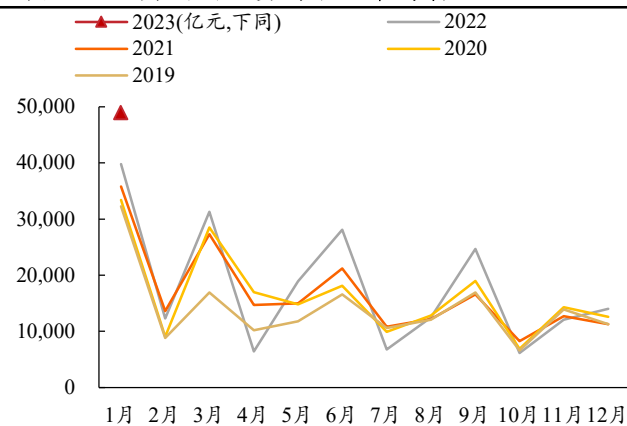
2月10日，央行发布2023年1月金融统计数据报告，1月新增人民币贷款4.9万亿元，同比多增9227亿元，前值1.4万亿元；社会融资规模增量5.98万亿元，同比少增1959亿元，前值1.31万亿元；M2同比12.6%，前值11.8%。

2. 信贷实现“开门红”，结构性货币政策工具支持企业长短贷齐增

信贷增量高于往年同期，实现信贷“开门红”。1月新增人民币贷款4.9万亿元，同比多增9227亿元。总量上看，1月新增信贷高于近年同期，实现信贷“开门红”。结构上看，1月新增信贷延续去年四季度以来“居民弱企业强”的特征，另一特征是企业短期信贷出现了显著增加。

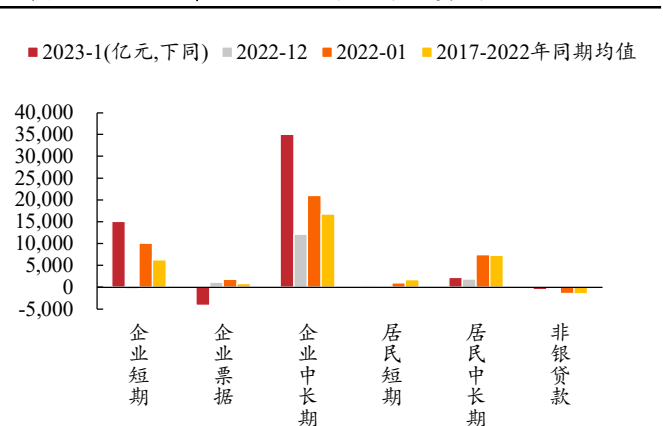
1月起，央行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司纳入金融统计范围，由此对人民币贷款等项目进行调整，根据央行公告，1月上述三类机构发放人民币贷款增量为57亿元，整体体量较小，对1月金融数据影响并不显著。

图表1. 1月新增信贷高于往年同期



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

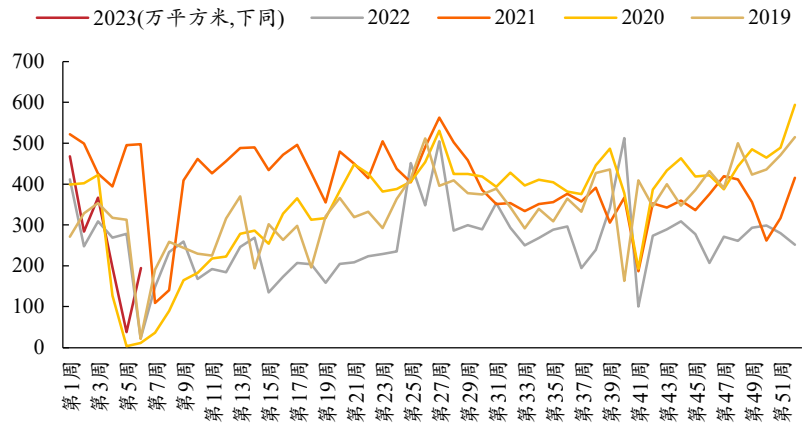
图表2. 企业部门继续独自支撑信贷增量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

地产销售难言好转，居民中长贷延续疲软。1月新增居民中长贷2231亿元，同比少增5193亿元。在疫情较为严重的2022年，居民部门资产负债表受到一定影响，收入端不确定性的增加导致居民加杠杆意愿降低，开年首月地产销售延续走弱，仅好于疫情之初的2020年，居民对地产的信心恢复仍需时间。

图表3. 开年首月地产销售延续颓势



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

结构性货币政策工具续作，开年企业贷高增。1月新增企业中长贷3.5万亿元，同比多增1.4万亿元。近期央行延续实施碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款和交通物流专项再贷款三项结构性货币政策工具，加大关键领域信贷支持力度收效显著，前期持续高增的企业中长贷再次创纪录高增，企业短期贷款也出现大幅多增，增量创历年同期最高。企业贷支撑信贷“开门红”释放明确信号，经济修复动能强，全年增长可期。

图表4. 延续实施的三项结构性货币政策工具

结构性货币政策工具情况表				
工具名称	支持领域	利率(1年期)/激励比	额度(亿元)	余额(亿元)
碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	1.75%	8000	3097
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	1.75%	3000	811
交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微企业(含快递)企业	1.75%	1000	242

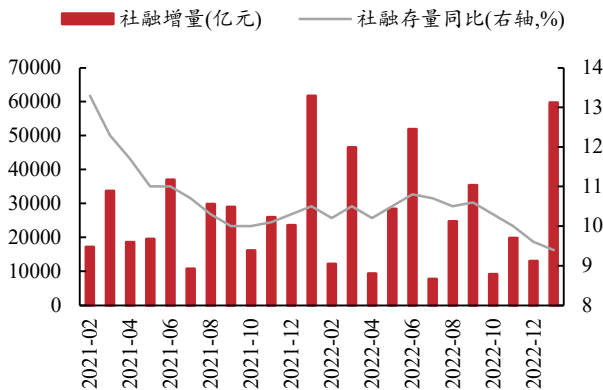
资料来源: 人民银行, 东亚前海证券研究所

3. 社融增速延续回落，资金面不稳压制企业债发行

债券融资延续低迷，贷款多增较为突出。1月社融增量5.98万亿元，同比少增1958亿元；社融存量增速9.4%，较前月低0.2个百分点，较去年同期低1.1个百分点。分项来看，人民币贷款同比多增7313亿元，政府债融资同比少增1885亿元，企业债融资同比少增4351亿元，表外融资合计

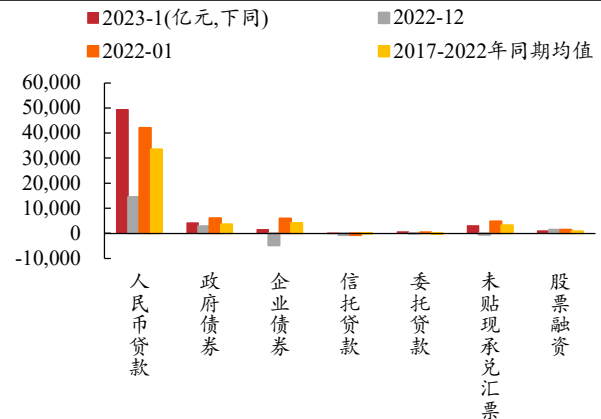
少增 993 亿元。

图表5. 1月社融增速延续下行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表6. 债券融资延续低迷

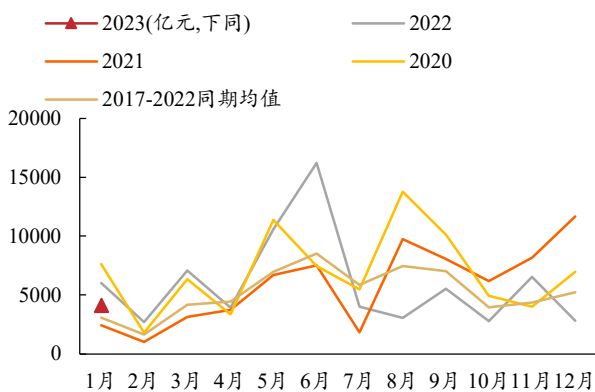


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

政府债方面，在季节性发行淡季叠加春节靠前因素下发行额仍相对较高。1月是政府债发行的季节性淡季，与去年年初相比，今年的春节日期靠前，1月工作日较少，政府债发行规模低于去年同期，但在近年同期中今年1月的政府债发行规模依然相对较高。

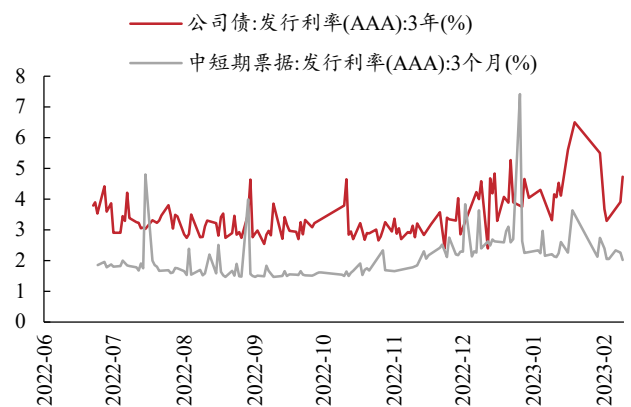
企业债方面，资金利率宽幅震荡导致企业债发行利率冲高，企业发债成本较高。跨月因素、跨年因素、春节因素叠加之下1月资金面不稳，资金利率宽幅震荡，信用债市场随之出现波动，发行利率中枢一度大幅冲高，发债成本不稳定抑制了企业的发债意愿，1月企业债出现大幅少增。

图表7. 除疫情之初的2020年和发行前置的2022年，今年1月政府债发行额并不低



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表8. 资金面不稳导致信用债发行利率一度冲高



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

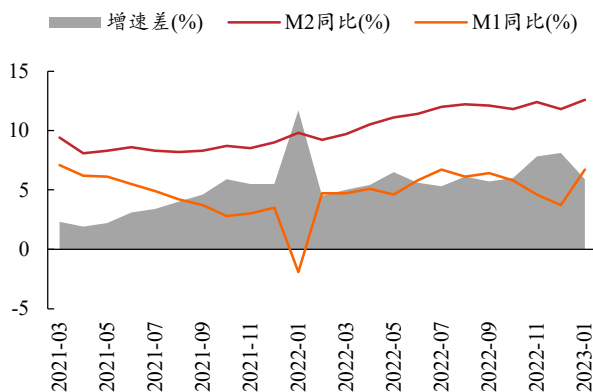
4. M2 增速回升，非银存款高增推动 M1 反弹

M2 增速回升，M2-M1 增速差缩小。1月 M2 同比增长 12.6%，较前月回升 0.8 个百分点。M1 同比增长 6.7%，较前月上升 3 个百分点，带动 M2-M1 增速差显著回落。春节因素导致前期 M1 增速大幅下降，春节后资金回流银

行体系，居民存款延续高增和非银存款高增支撑了M1增速回升。

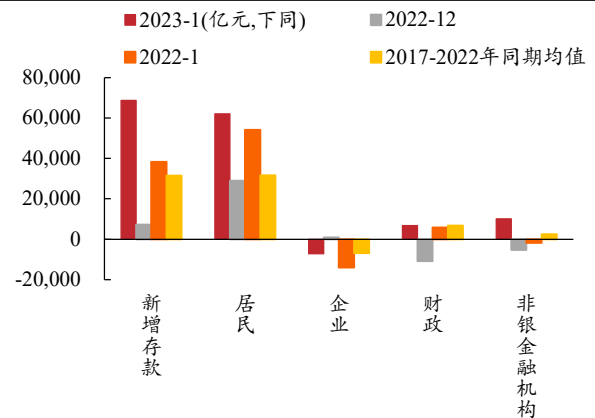
居民存款高增持续，权益市场上涨带动非银存款高增。1月新增人民币存款6.87万亿元，同比多增3.04万亿元。从结构上看，居民存款延续去年四季度以来的高增态势，而1月权益市场行情较好，吸引资金流入金融市场，受此影响非银机构存款出现高增。此外，1月企业信贷大幅多增，企业存款显著少减，也成为1月存款大幅多增的原因。

图表9. M2增速回升，M2-M1增速差缩小



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表10. 居民存款延续高增



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

5. 债市策略

1月信贷增量高于往年同期，实现信贷“开门红”。社融增速延续回落，地产销售未见明确改善，居民端信贷依旧疲软。但企业信贷延续高增，企业中长期信贷延续去年四季度以来的高增态势，企业短贷也出现大幅多增。在央行结构性货币政策续力支持下，预计一季度企业部门有力支撑信贷“开门红”。而1月政府部门在去年高基数因素和春节日期前置的影响下依然实现了不低的发债额度，印证了今年政府债发行前置力度不小，总体而言一季度信贷持续强势难度不大。对债市而言，信贷“开门红”已在充分预期内，值得关注的是权益市场上行带动的非银机构存款高增，这部分存款或将有助于稳定资金面、缓和债市调整和理财赎回潮以来非银机构的资金压力，对债市而言或是预期外的利好。

6. 风险提示

货币政策变化超预期；外部环境变化超预期；疫情演变超预期。

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，东亚前海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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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。

分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019 年加入东亚前海证券。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>