

## 宏观动态跟踪报告

## 开门红中的“稳信用”线索

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号

S1060522080003

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



## 平安观点：

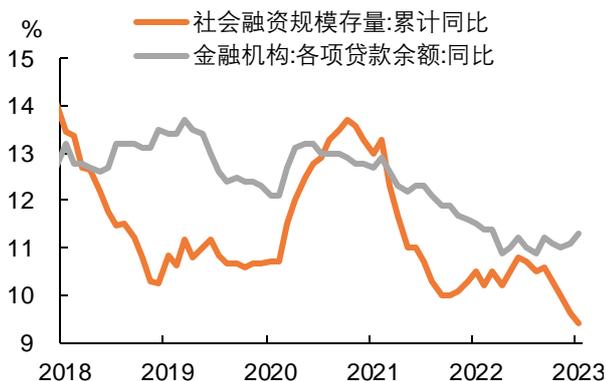
**2023年1月信贷“开门红”，带动新增社会融资规模超预期。**1) **社融结构**：主要支撑是人民币贷款投放强劲，委托、信托贷款压降趋缓也有一定帮助；拖累因素在于政府债和企业直接融资偏弱，表外票据融资缩量。2) **贷款结构**：在企业中长期贷款支撑下，1月人民币贷款创历史新高。人民币信贷支撑主要在企业中长期贷款，企业短期贷款也贡献较多增量；拖累则是居民中长期贷款、居民短期贷款和表内票据贴现。3) **货币供应量**：M1、M2增速同步提升。随着第一波疫情冲击波结束，中国经济逐渐重启，企业经营有所恢复，且人民币信贷投放偏强，助力企业部门现金流回暖。

## ■ 金融数据“开门红”，其中有哪些2023年“稳信用”的线索？

- 哪些亮点有望延续？**1) **企业中长期贷款强势表现有望在2023年持续。**首先是，企业贷款内生需求有所恢复。第一波疫情冲击波过后，中国经济逐步重启，企业预期回暖；2022年四季度贷款需求指数超季节性走高，后续企业中长期贷款的内生需求有望随经济复苏进一步回升。**其次是**，结构性货币政策续力支持。2023年1月央行发文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、交通物流专项再贷款等三项结构性货币政策工具。**最后是**，基建“稳增长”积极发力。2022年政策性开发性金融工具的配套融资需求有待释放，春节假期后经济大省开大会，全力以赴拼经济，释放出积极的政策信号。2) **委托贷款和信托贷款压降规模减少，对社融的支撑有望持续。**自2018年资管新规发布以来，融资类信托业务已经逐步规范，2023年1月社融口径委托贷款和信托贷款的存量规模较2017年年末已分别下滑19%和44%，待压降的存量业务规模已显著减少。
- 哪些拖累昙花一现？**1) **政府债发行对新增社融的拖累是短期的。**政府债融资规模同比减少，受到去年同期政府债发行前置，以及今年春节时间靠前的“错位”影响。预计2023年全年政府债净融资7.5万亿元，与2022年基本持平。2) **非金融企业股票融资规模后续可能逐步回暖，2023年有望同比多增。**近期资本市场改革“紧推进”，股票市场全面注册制改革正式启动，有助于畅通企业融资渠道；随着中国经济的逐渐复苏，2023年A股市场的表现大概率强于2022年，也有助于企业股票融资规模回升。
- 哪些隐忧尚未消退？**1) **居民贷款需求不足，房贷偿还意愿较强。**受三年疫情的累积效应影响，居民资产负债表受损、实际偿债压力大，对经济和就业的预期偏弱，信心恢复或仍需时日。2) **外币贷款可能继续拖累“稳信用”，**出口下行对外币贷款的需求存在负面影响；海外高利率环境下，外币贷款成本偏高。3) **表内外票据融资规模整体缩量，**票据新规落地实施，“挤水分”可能使银行承兑汇票的开票规模趋势性走弱。

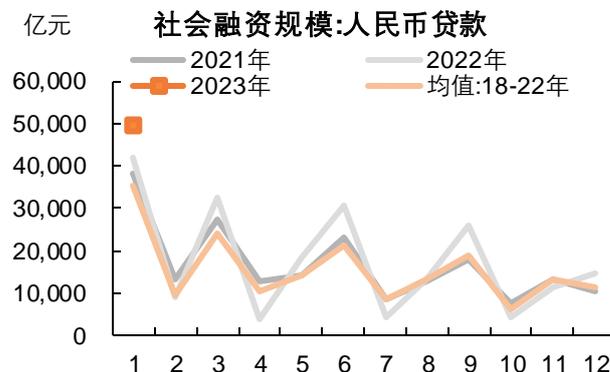


图表2 社融存量同比增速较上月下行0.2个百分点



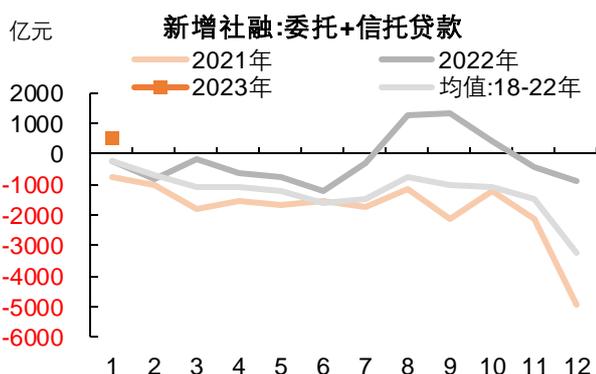
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2023年1月社融口径新增人民币贷款创历史新高



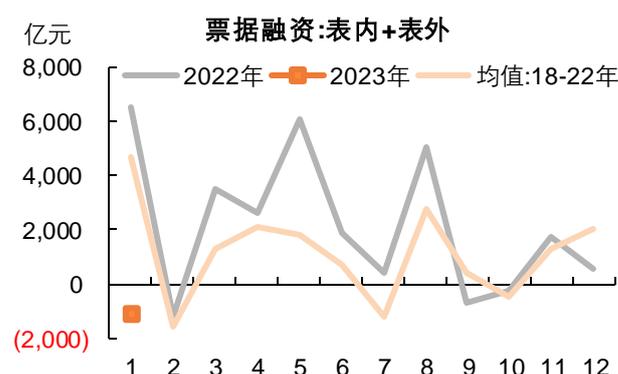
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 2023年1月委托贷款和信托贷款同比增量可观



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2023年1月表内外票据规模显著减少



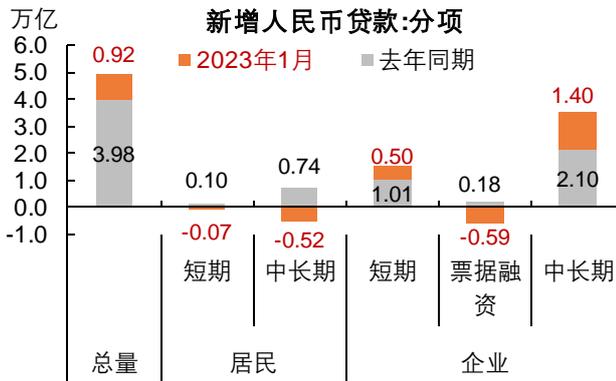
资料来源: wind, 平安证券研究所

## 2、企业中长贷历史新高

在企业中长期贷款的支撑下，1月人民币贷款创历史新高。2023年1月新增人民币贷款为49000亿元，同比多增9200亿元，相比18年-22年同期多增14940亿元；贷款存量同比增长11.3%，较上月提升0.2个百分点。人民币信贷支撑主要在企业中长期贷款，企业短期贷款也贡献较多增量；拖累因素则是居民中长期贷款、居民短期贷款和表内票据贴现。

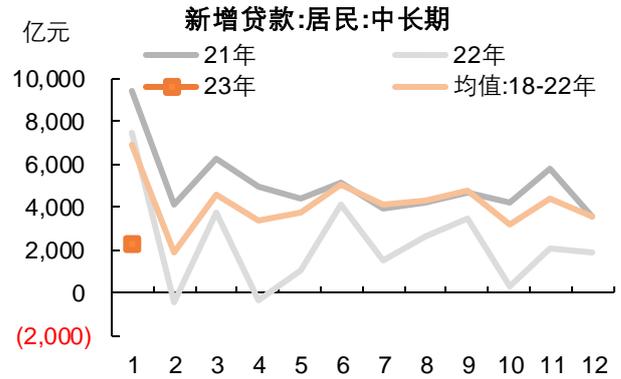
- 居民贷款同比继续缩量。1) 居民短期贷款 341 亿元，同比少增 665 亿元，相比 18 年-22 年同期少增 1493 亿元。2) 居民中长期贷款 2231 亿元，同比少增 5193 亿元，相比 18 年-22 年同期少增 5217 亿元，缩量至去年同期的 30%。
- 企业中长期贷款创历史新高。1) 企业短期贷款 15100 亿元，同比多增 5000 亿元，相比 18 年-22 年同期多增 8455 亿元。2) 企业中长期贷款 35000 亿元，同比多增 14000 亿元，相比 18 年-22 年同期多增 17940 亿元，创历史新高。3) 票据融资减少 4127 亿元，同比多减 5915 亿元，相比 18 年-22 年同期多减 6024 亿元，缩减规模仅次于 2017 年 1 月。

图表6 2023年1月人民币贷款同比多增



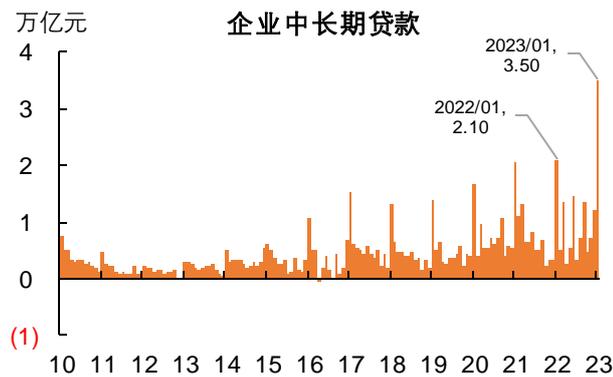
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 2023年1月居民中长贷增量为去年同期的三成



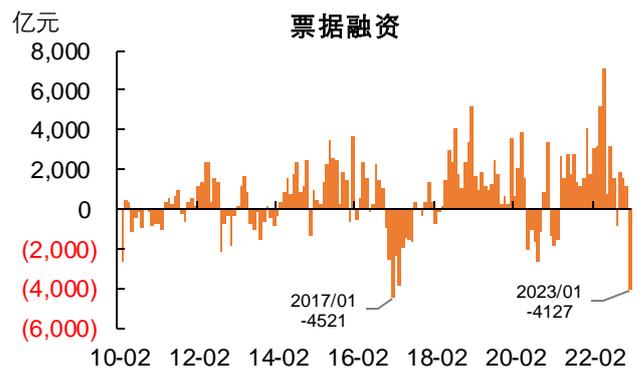
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2023年1月企业中长期贷款增量创历史新高



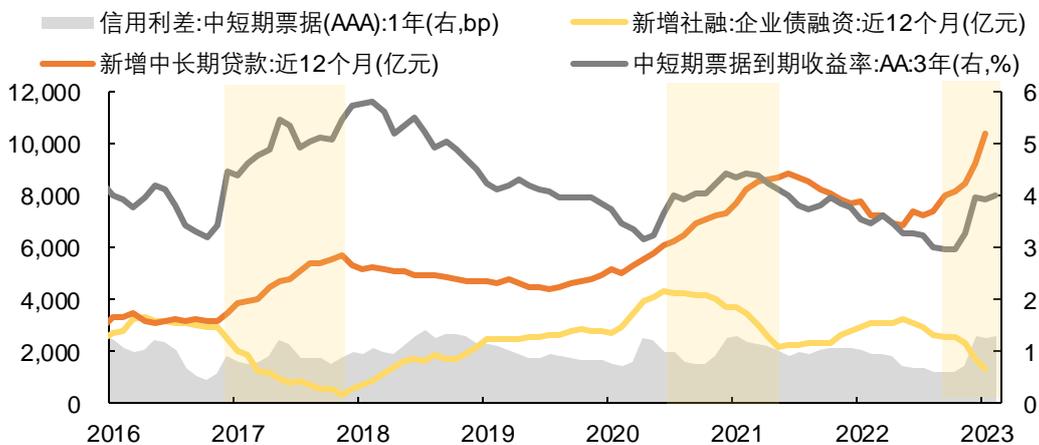
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 2023年1月表内票据融资同比大幅缩量



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 2023年1月信用债利差处于高位,企业债券融资缩量、中长期贷款放量



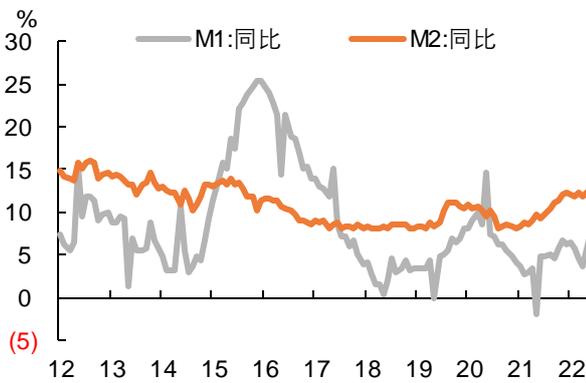
资料来源: wind, 平安证券研究所

### 3、企业部门现金流回暖

**M1、M2 增速同步提升。**2023 年 1 月 M1 同比增长 6.7%，较上月提升 3.0 个百分点；M2 同比增长 12.6%，较上月提升 0.8 个百分点。随着第一波疫情冲击波的结束，中国经济逐渐重启，企业经营有所恢复，且人民币信贷投放偏强，助力企业部门现金流回暖。

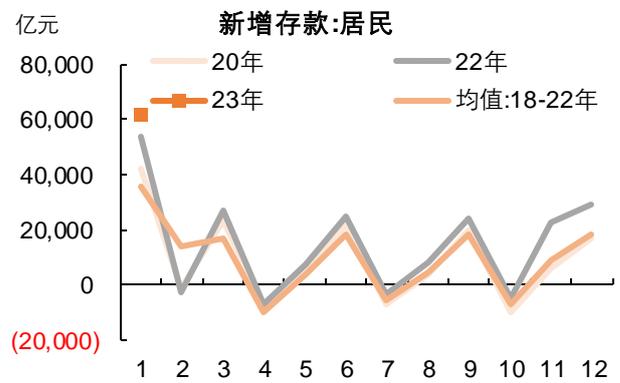
**从存款结构来看，居民、企业存款同比多增，春节假期对数据构成一定扰动。**2023 年 1 月新增人民币存款增加 6.87 万亿元，同比多增 3.04 万亿元；人民币存款余额同比增长 12.4%，较上月提升 1.1 个百分点。**从分项看：居民存款**同比多增 7900 亿元，相比近五年春节月同期多增 3.9 万亿元；**企业存款**同比多增 6845 亿元，相比近五年春节月同期多增 7827 亿元；**非银行业金融机构存款**同比多增 11936 亿元，但较去年春节月少增 3800 亿元，相比近五年春节月同期多增 2179 亿元；**财政存款**同比多增 979 亿元，相比 18 年-22 年同期少增 511 亿元，基本符合季节性规律。

图表11 2023 年 1 月 M1、M2 增速同步回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 2023 年 1 月居民存款同比多增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、“稳信用”有何线索？

### 1、哪些亮点有望延续？

**第一，企业中长期贷款有望继续维持强势表现。**企业中长期贷款是今年信贷“开门红”的亮点所在，其强势表现受贷款内生需求修复、稳增长政策支持的共振影响。

- **首先是，中国经济重启后，终端需求回暖、企业预期好转，带动贷款内生需求的恢复。**从预期来看，第一波疫情冲击波过后，中国经济逐步重启，企业预期出现回暖。其中，**制造业**预期近两个月加速回升，制造业 PMI 生产经营活动预期指数在 2022 年 12 月、2023 年 1 月分别环比增加 3.0、3.7 个百分点；**服务业**企业信心在跌至低谷后大幅增强，2023 年 1 月服务业 PMI 业务活动预期指数已升至 64.3%，为近 10 年来最高值。**内生需求方面**，我们此前在《2023 年中国货币政策展望：信用篇》中的研究表明，贷款需求指数与表征经济基本面的 PMI 指数，在趋势和重要拐点上基本一致；而贷款需求指数与企业中长期贷款同比增速的走势较为接近。央行 2022 年四季度发布的银行家调查问卷中，贷款需求指数超季节性走高，后续企业中长期贷款的内生需求有望随经济复苏进一步回升。
- **其次是，结构性货币政策续力支持。**2023 年 1 月，人民银行发布通知，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、交通物流专项再贷款等三项结构性货币政策工具。
- **最后是，基建“稳增长”积极发力。**2022 年政策性开发性金融工具共投放 7399 亿元，预计其能拉动的基建项目总投资达 7-9 万亿，而项目的配套融资需求往往随着项目资金的消耗、建筑施工的展开而逐步放量。**节后经济大省开大会，全力以赴拼经济，或有助于释放基建配套融资需求。**2023 年春节假期后，广东、上海和江苏等多个经济大省，以会议、

文件等形式部署 2023 年稳增长和经济高质量发展的工作，投资仍是 2023 年稳增长主要抓手（如广东省提出 2023 年基建投资维持两位数增长的目标，按照“三年工程瞄准两年干”要求抓大项目）。

- 不过，1 月企业中长期贷款也在一定程度上受贷款需求延后、信用债融资成本偏高等偏短期因素助推。一方面，2022 年 12 月，多地疫情达峰，冲击企业生产经营，部分贷款的申请、审批可能有所延后，经济重启后方才释放。另一方面，2022 年 11 月以来，信用债市场受到银行理财赎回冲击的影响，信用利差明显上行，企业发债融资的成本抬升，因而更倾向于自银行贷款获取中长期资金。

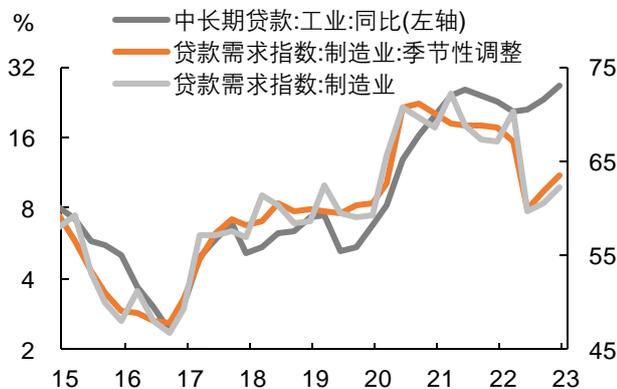
**第二，委托贷款和信托贷款压降规模减少，对社融的支撑有望持续。**2022 年 12 月 30 日，银保监会发布《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知(征求意见稿)》，强调“坚决压降影子银行风险突出的融资类信托业务”，要求在 3 年过渡期中有序压缩。自 2018 年资管新规发布以来，融资类信托业务已经逐步规范，2023 年 1 月社融口径委托贷款和信托贷款的存量规模较 2017 年年末已分别下滑 19%和 44%，待压降的存量业务规模已显著减少。

## 2、哪些拖累昙花一现？

**第一，政府债发行对新增社融的拖累是短期的。**1 月政府债融资规模同比减少，受到去年同期政府债发行前置，以及今年春节时间靠前的“错位”影响。我们预计，2023 年全年政府债净融资 7.5 万亿元左右，这与 2022 年基本持平：**1）**公共财政方面，预计 2023 年赤字率设定在 3%左右甚至更高，对应公共财政赤字约 3.9 万亿元，较 2022 年增加 5200 亿；**2）**地方政府专项债方面，2023 年新增额度或持平于近两年的 3.65 万亿元。

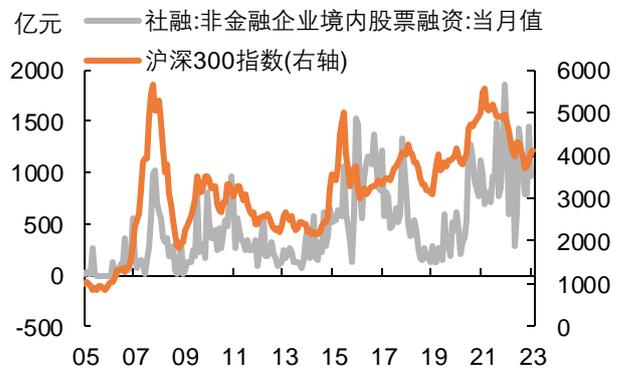
**第二，股票融资规模有望逐步回暖，2023 年全年有望同比多增。**近期资本市场改革“紧推进”，股票市场全面注册制改革正式启动，这有助于提升金融服务实体经济的效率，畅通企业直接融资渠道；同时，随着中国经济的逐渐复苏，2023 年股票市场表现有望较 2022 年明显回暖，也有助于非金融企业股票融资规模的企稳回升。

图表 13 2022 年四季度制造业贷款需求指数较快回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 14 非金融企业股权融资与 A 股市场表现密切相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 3、哪些隐忧尚未消退？

当前看，2023 年“稳信用”依然存在几点拖累因素。

**第一，居民“加杠杆”意愿不足，信心恢复或仍需时日。**1 月居民中长期贷款走弱的原因在于：一方面，地产销售依然偏弱。克而瑞研究中心数据显示，2023 年 1 月单月百强房企销售操盘金额环比降幅达到 48.6%，同比降幅较 2022 年 12 月扩大 1.7 个百分点至 32.5%。另一方面，居民提前偿还房贷意愿增强。随着首套住房贷款利率政策动态调整机制的建立，更多地区房地产按揭贷款利率调降至 4%以下，而去年以来银行普遍下调挂牌存款利率。银行存款收益率下行，且新投放贷款利率明显低于前期，这或使居民更有动力将年终奖及其他闲置资金用于提前偿还房贷。受三年疫情的累积效应影响，我国居民资

产负债表受损（2022年一季度以还本付息额/可支配收入衡量的家庭部门偿债比率，中国家庭部门为15.7%，高于主要发达国家）、实际偿债压力大（2022年一季度中国居民可支配收入中用于还本付息的比例达15.7%，高于美、日、德、法、英等主要发达国家），对经济和就业的预期偏弱，房贷偿还意愿较强，信心恢复或仍需时日。

**第二，外币贷款可能继续拖累“稳信用”。**海外高利率环境下，外币贷款成本偏高，此外发达经济体的需求下行可能继续拖累中国出口，继而拖累外币贷款需求。

**第三，表内外票据融资规模整体缩量，“挤水分”的新规落地实施，或使银行承兑汇票的开票规模趋势性走弱。**将表内外合并看，1月表内外票据融资缩量1164亿元，较过去5年同期均值多减6314亿元。2022年11月，人民银行、银保监会发布《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》，自2023年1月1日起实施，新规要求票据承兑银行审查是否“具有真实交易关系和债权债务关系”。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033