

宏观

证券研究报告

2023 年 02 月 12 日

开门红的成色

- (一) 1 月信贷数据的成色? 信贷开门红 vs 大小月特征
- (二) 居民消费的成色? 报复性复苏的春节消费 vs 偏弱的居民短期贷款
- (三) 固投的成色? 融资需求先行 vs 复工进度偏慢

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

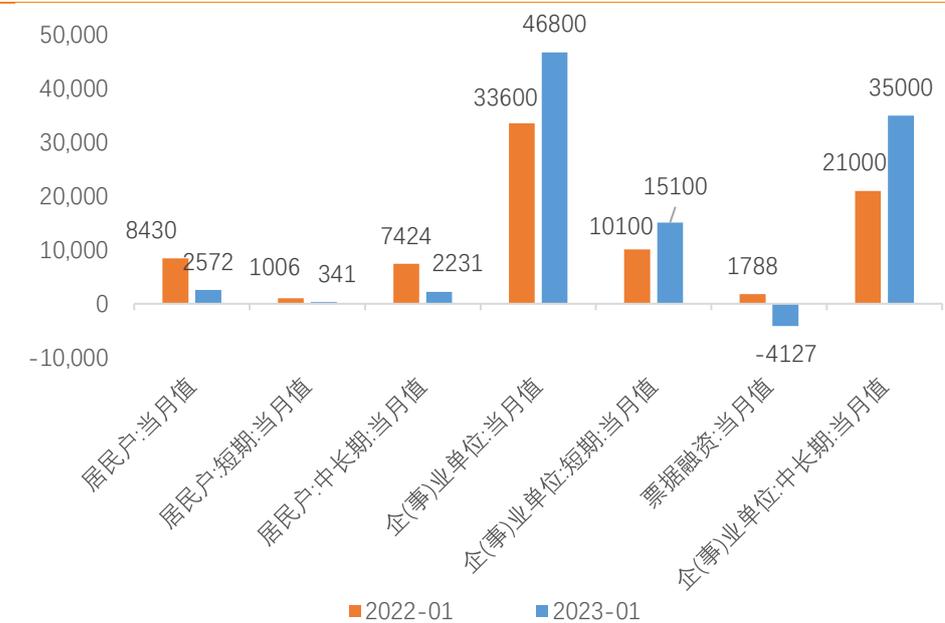
- 1 《宏观报告: 2023 年, 全球财政重新扩张 - 主要海外国家财政一览》
2023-02-08
- 2 《宏观报告: 风险定价-外资定价了多少-2 月第 1 周资产配置报告》
2023-02-04
- 3 《宏观报告: 宏观-一月金融数据前瞻》
2023-02-04

风险提示: 国内经济复产复工进度不及预期, 居民部门加杠杆意愿迟迟未能修复; 信贷数据后续乏力

（一）1月信贷数据的成色？信贷开门红 vs 大小月特征

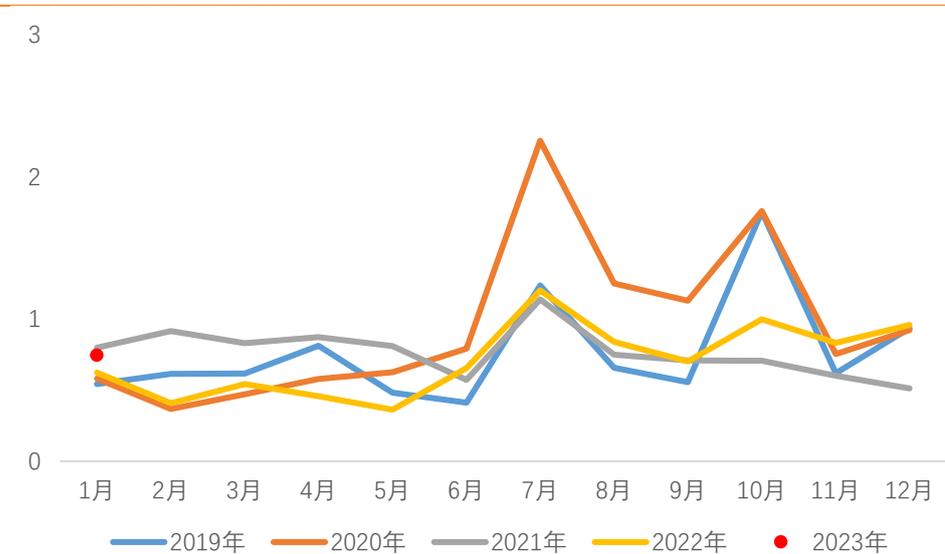
今年1月信贷数据“开门红”，新增人民币贷款4.9万亿，创历史新高，其中新增企业中长期贷款3.5万亿，占比为74.8%，是信贷高增的主要贡献项。从信贷结构上看信贷数据高增既是银行追求“开门红”加速投放的体现，也是疫情后实体经济预期好转、政策发力带动基建等项目配套融资需求回升以及信用债市场调整造成“债转股”的共同结果。（详见《一月金融数据前瞻》，2023.02.04）

图1：新增人民币贷款结构（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图2：企业新增中长期贷款占比



资料来源：wind，天风证券研究所

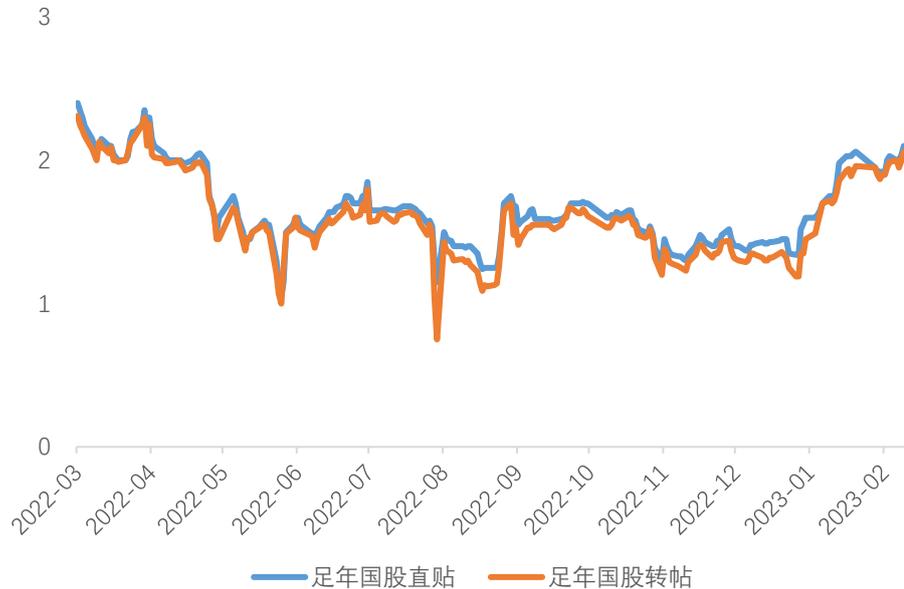
在地产缺席时，政策一直在引导信贷加大对制造业等的支持力度，如2022年工业中长期贷款余额同比增长26.5%，基础设施中长期贷款余额同比增长13%，均高于各项贷款余额11.1%的增速。

债券市场对1月金融数据“开门红”已有预期，数据公布后债券并未出现明显调整，2月10日10年期国债活跃券（220025）反而略有下行。这或与信贷数据高增后，市场开始将目光转向信贷数据的可持续性上有关。

去年在政策等因素的作用下，银行信贷在个别月份冲高后，往往后继乏力。如 2022 年 1 月新增信贷 3.98 万亿，创当时历史新高，但 2 月新增信贷仅 1.2 万亿，同比减少。

但不同于 2022 年 2 月票据利率快速下行，今年 2 月上旬票据利率继续维持在较高水平且相较于 1 月末略有上行，这表明目前实体部门的融资需求依旧具有韧性。而且去年 2 月是信贷小月，这也能为今年 2 月信贷数据提供一个较低的基数。但在今年信贷或仅是弱复苏的情况下，前期信贷投放规模过高或为后续信贷的可持续性造成压力。

图 3：票据利率快速回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

（二）居民消费的成色？报复性复苏的春节消费 vs 偏弱的居民短期贷款

在企业贷款高增时，居民短期贷款和中长期贷款均偏弱。这表明当下居民部门加杠杆诉求依旧偏低。这也对应了 1 月居民部门存款再度高增，1 月居民新增存款 6.2 万亿，同比多增 7900 亿元（部分原因是企业发放年终奖，推动单位存款转向居民存款）。

除地产外，在春节消费数据不弱的情况下，居民短贷偏弱或表明春节消费具有短期集中爆发的特征，从线下消费场景修复（如北京、上海等地近期每日地铁客运量已经超过 1000 万人次）到居民消费意愿修复或还需要一定时间。

从历史数据上看，春节消费占社零的比重较低，2018-2019 年春节旅游收入占全年社会消费品零售比重在 1.2% 左右；2021-2022 年春节旅游收入占全年比重则仅有 0.7% 左右。即单独春节旅游收入对目前消费修复的指示意义并不高。另外，传统消费淡季叠加补贴政策结束，1 月份汽车销售大幅回落，乘联会数据显示 1 月乘用车零售同比下降 37.9%，环比下降 40.4%，这也是居民贷款偏低的原因之一。

从历史经验上看，政策补贴后的透支效应对次年的汽车消费具有明显影响。2009-2010 年的购置税补贴¹推动当时汽车零售额累计同比增速从 2009 年 1 月的 4.2% 快速升至 12 月的 32.3% 并在 2010 年保持了 34.8% 的高增，但补贴结束后，2011 年汽车零售额同比增速就回落至 14.6% 了。

2015-2017 年的补贴²相比于 2009 年的效果略弱，2016 年汽车零售额同比实现 10.1% 的增速，2017 年汽车销售就已经略显乏力，全年增速仅有 5.6%，2018 年随着补贴结束，汽车

¹ 关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知 (chinatax.gov.cn)

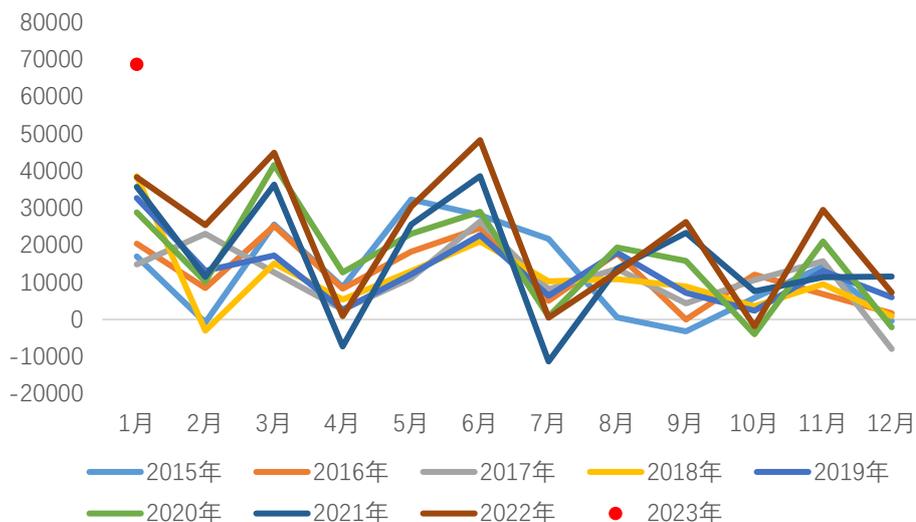
关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知 (www.gov.cn)

² 两部门：2015 年 10 月 1 日至 2016 年底 1.6 升及以下排量乘用车购置税减半 滚动新闻 中国政府网 (www.gov.cn)

关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知 (chinatax.gov.cn)

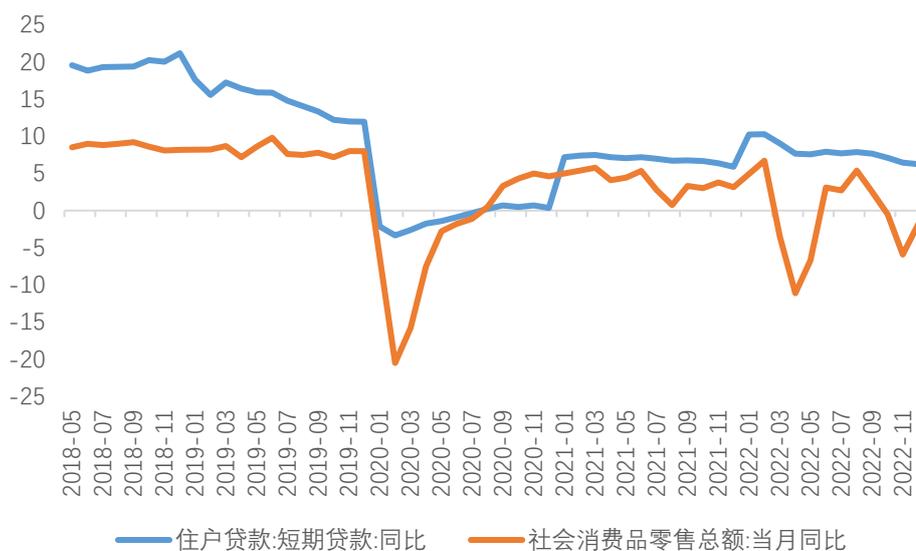
消费持续走弱，汽车当月零售额增速在 2018 年 5 月转负并延续至年末，全年同比增速为 -2.4%。从这个角度看，此前的汽车消费补贴或将对今年汽车消费产生不小的透支影响。

图 4：金融机构新增人民币存款大超历史记录（单位：亿元）



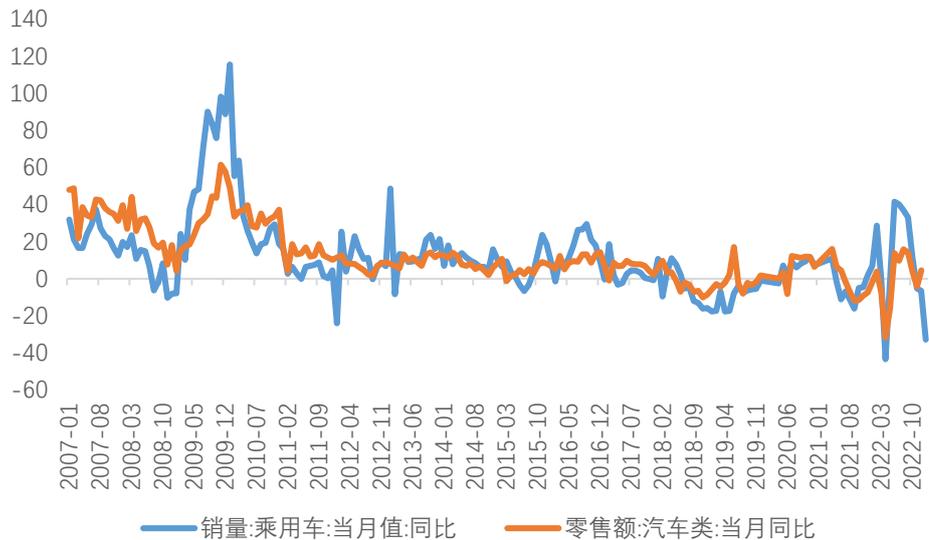
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：居民短期消费贷与社零存在一定正相关（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：为看清趋势 2022 年使用两年复合同比增速）

图 6：1 月汽车消费明显回落（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：为更好看清趋势，数据不包含2020年1-3月和2021年1-3月数据）

（三）固投的成色？ 融资需求先行 vs 复工进度偏慢

在政策推动、预期改善等情况下，实体融资需求率先好转，从而推动1月信贷数据跳升。但直至2月初，实体经济的复产复工进度依旧较慢。

从建筑业复产复工数据来看，当下依旧是预期先行、资金先行，而整体复工进度偏慢。截至2023年2月7日（正月十七），全国工程项目开复工率为38.4%，较2022年正月十七（农历同比）下降12.6个百分点；全国工程项目劳务到位率43.3%，较2022年正月十七（农历同比）下降16.9个百分点。分项目来看，基建项目的开复工率和劳务到位率好于市政和房建。截至2023年2月7日，基建开复工率和劳务到位率为42.1%和47.9%，高于房建的39.2%和40.6%与市政工程项目的32.2%和42.3%。

这在一定程度上也体现虽然去年以来房地产政策频出，但节后商品房销售修复速度偏慢、行业信心偏弱，考虑到房地产已经进入中长期下行周期，地产年内超预期的可能性不大。

此外，在元宵节前偏弱的水泥熟料产能利用率、石油沥青装置开工率持续偏弱也表明建筑业复产复工进度或需要等到元宵节后才会逐步加快。

图7：实体经济复产复工节奏依旧偏慢（截至正月十七）（单位：%）

区域	总开工率	较上期	较去年	劳务到位率	较上期	较去年
华东	37.3	31.2	-6.3	43.5	32.9	-10.5
华南	40.1	27.3	-28.1	45.3	27.2	-30.5
华中	56.3	33.0	-6.0	54.8	31.3	-10.1
西南	48.4	27.8	4.1	39.9	17.9	-16.6
西北	21.2	10.7	-24.8	28.3	10.4	-9.2
华北	25.0	13.6	8.9	41.8	26.0	-1.2
东北	14.3	14.3	-13.0	12.9	12.9	-19.0
全国	38.4	27.9	-12.6	43.3	28.6	-16.9

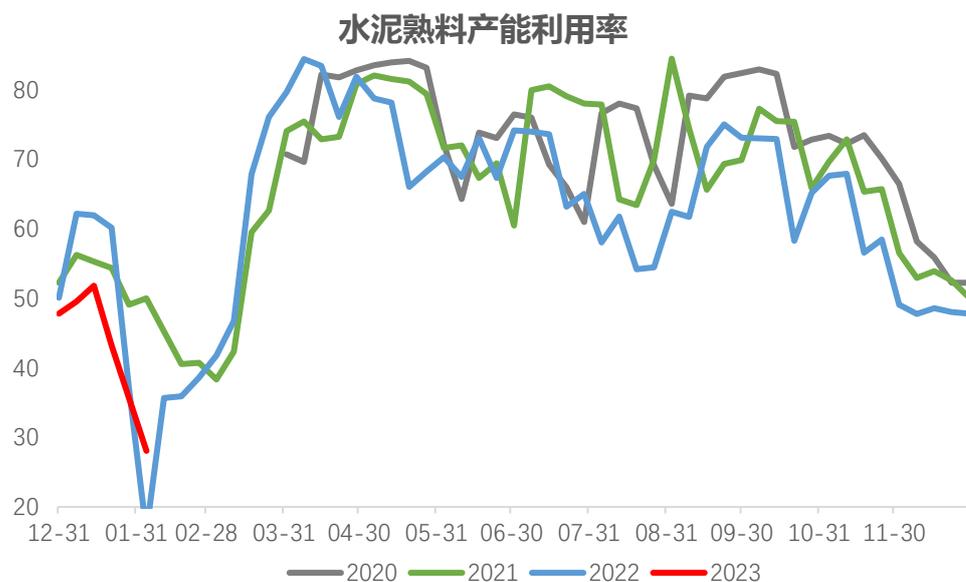
资料来源：百年建筑网公众号，天风证券研究所（较去年比较的是农历）

图8：基建、房建、市政等开复工情况（截至正月十七）（单位：%）

	项目	全国	与上期相比	华东
开复工率	基建	42.1	28.8	42.2
	市政	32.2	31	25.4
	房建	39.2	21	40.6
劳务到位率	基建	47.9	31.6	45.3
	市政	42.3	27	42.5
	房建	40.6	27.8	42.7

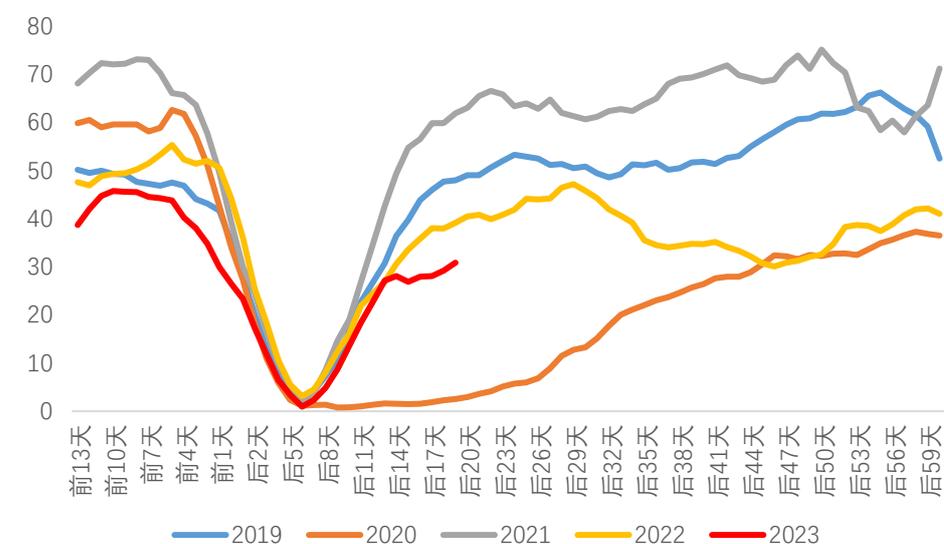
资料来源：百年建筑网公众号，天风证券研究所

图9：水泥熟料产能利用率（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图10：30大中城市商品房成交面积情况（单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：数据为7天移动平均值）

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5% - 5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com