

超预期背后，居民仍谨慎

——1月社融数据点评

摘要

- **政策叠加预期，新增社融、人民币贷款“开门红”。**1月，社融存量同比增长9.4%，增速较上月回落0.2个百分点。1月社融增量为5.98万亿元，前期政策落地生效，企业信心好转；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加4.93万亿元，同比多增7308亿元。后续政策积极发力的支持下，金融对实体经济支持仍大，人民币贷款增量或仍在较高水平。
- **企业和政府债券融资同比少增，表外融资占比回升。**1月新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为82.44%，仍处于高位；直接融资表现整体一般，1月新增直接融资占同期社会融资规模增量的11.02%，其中政府债券是主要贡献项，新增政府债券融资同比少增1886亿元，截至2月8日，已有33个省市公布2023年新增地方债提前批额度，合计2.3万亿元，预计今年地方债发行预计仍保持前置节奏，短期政府债券融资或有明显增长。1月企业债券融资同比少增4352亿元，后续在政策发力和市场情绪修复下，企业债券融资有望边际改善。表外融资占比回正，不同分项融资环比都有所改善。
- **企业中长期贷款增长较多，居民贷款仍偏弱。**1月企（事）业单位贷款增加4.68万亿元，短期贷款增加1.51万亿元，同比多增5000亿元，受到季节性及春节因素影响，此外也由于企业预期有所好转。企业中长期贷款增加3.5万亿元，同比多增1.4万亿元，各地推进项目建设，带动了企业中长期贷款加速增长。1月，住户贷款同比少增5858亿元，其中居民短期贷款增加341亿元，居民消费复苏恢复仍需时间，居民中长期贷款同比少增5193亿元，在春节长假影响下，购房需求偏弱，后续多重利好政策下，预计居民中长期贷款将逐渐改善。
- **M2增速超预期回升，居民存款同比继续多增。**1月M2同比增长12.6%，增速比上月末高0.8个百分点。1月末，本外币存款余额271.39万亿元，同比增长11.9%，其中在春节效应及居民消费偏谨慎等多重因素影响，住户存款继续同比多增，非金融企业存款减少，但同比少减6845亿元。M1同比增长6.7%，M1与M2剪刀差较上月缩小3.2个百分点，实体经济需求开始回暖。后续在经济稳健复苏及市场信心修复下，M2增速或逐渐回落。
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

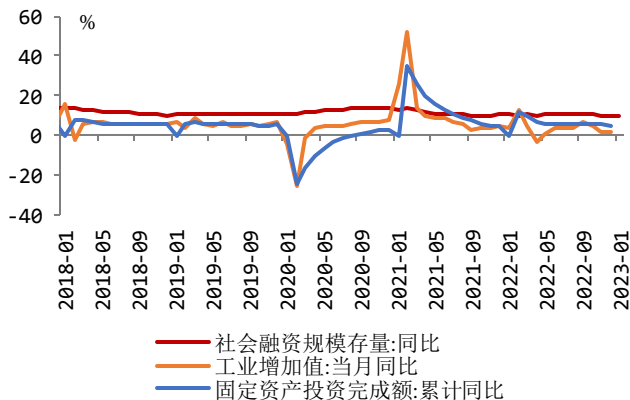
1. 剪刀差继续走阔，季节性影响有多大？——1月通胀数据点评（2023-02-11）
2. 质量强国建设推进，欧美加息规划分道扬镳（2023-02-10）
3. 新发展格局驶入快车道，联储如期放缓加息（2023-02-03）
4. 全球齿轮转动，数字经济机会详解（2023-02-03）
5. 触底回升，复苏已至——1月PMI数据点评（2023-02-01）
6. 2023房地产长效机制新解——基于对保障性住房的研究（2023-01-30）
7. 消费复苏如期而至，风险资产波动率或加大（2023-01-30）
8. 地方两会圈定重点，政策扬帆待佳节（2023-01-20）
9. 收官答卷，消费投资暖意可期——2022年经济数据点评（2023-01-17）
10. 全年外贸稳定增长，岁末国内外压力仍在——12月贸易数据点评（2023-01-15）

1月，社融增量同比少增，人民币贷款同比多增明显，都超过预期。直接融资占比仍偏弱，政府债券融资占主导，后续在积极财政下有望回升，企业贷款仍部分受理财赎回影响，后续在政策支持下有望有所改善。企业部门贷款结构好转，居民部门短期贷款及中长期贷款同比仍少增，多地政策落地后购房热情有待改善。后续稳增长政策将继续发力，积极的财政政策加力提效，市场信心明显提振，企业和居民融资需求将有所改善。

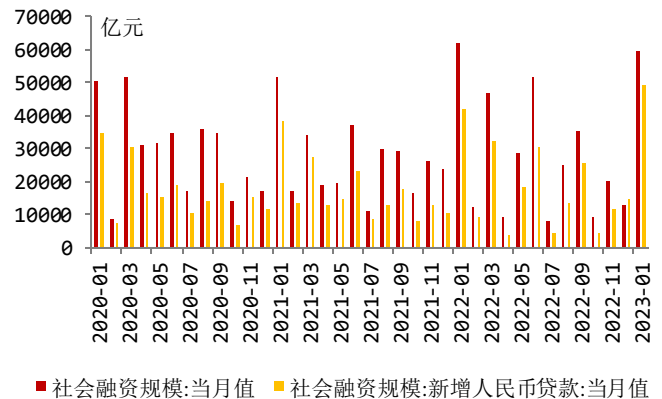
1 政策叠加预期，新增社融、人民币贷款“开门红”

新增社融、新增人民币贷款超过预期，社融存量同比小幅回落。从社融存量看，1月末，社会融资规模存量为350.93万亿元，同比增长9.4%，增速较上月回落0.2个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为218.19万亿元，同比增长11.1%，增速较前值增加0.2个百分点。从结构看，1月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.2%，同比提高1个百分点。从社融增量看，1月社会融资规模增量为5.98万亿元，比去年同期少增1959亿元，但较2021年同期多增7916亿元，在政策落地生效及企业信心好转下，环比去年12月多增4.67万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加4.93万亿元，同比多增7308亿元。在季节性因素下相比12月1.4万亿元的规模回暖。另外，对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少131亿元，同比多减1162亿元。另外，自2023年1月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整，1月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额8410亿元，当月增加57亿元。

1月以来，疫情防控政策在全国全面放开，年初地方两会的积极定调、稳增长政策以及恢复经济政策加快落地。地方两会在1月陆续召开，多地提出要扎实推进产业结构调整，持续深化供给侧结构性改革，多地明确今年会将恢复和扩大消费摆在优先位置。1月10日，人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，指出各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力，进一步优化信贷结构，精准有力支持国民经济和社会发展重点领域、薄弱环节。要加强跟踪监测，及时跟进政策性开发性金融工具配套融资，延续发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力，力争形成更多实物工作量；要继续用好碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、交通物流专项再贷款等结构性货币政策工具，不断完善对重点领域和薄弱环节的常态化支持机制；用好普惠小微贷款支持工具等优惠政策，加力支持小微市场主体恢复发展。当前还要全力支持重点医疗物资生产保供企业的合理资金需求。后续在疫情影响逐渐消退，政策积极发力的支持下，金融对实体经济支持仍大，人民币贷款增量或仍在较高水平。

图 1：社融存量同比增速小幅回落


数据来源：wind、西南证券整理

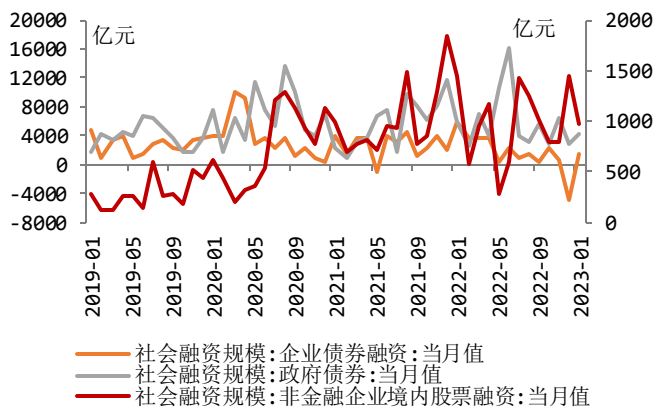
图 2：新增人民币贷款量回升


数据来源：wind、西南证券整理

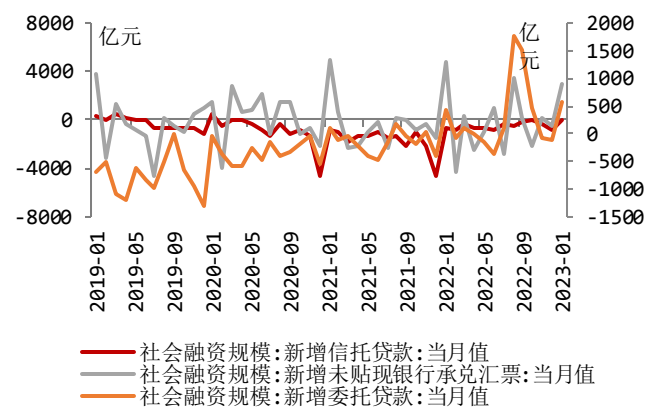
2 企业和政府债券融资同比少增，表外融资占比回升

从社融结构看，1月直接融资以政府债券主导，占比较上月有所回升，但仍处于较低水平。1月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为 82.44%，较上月回落 27.84 个百分点，占比仍处于高位；直接融资表现整体一般，1月新增直接融资 6590 亿元，同比少增 6713 亿元，环比多增 7225 亿元，在人民币贷款增量较大下，直接融资占比仍处于相对低位，1月新增直接融资占同期社会融资规模增量的 11.02%，但占比较 12月回升 15.88 个百分点。从分项看，政府债券是直接融资的主要贡献项，1月新增政府债券融资 4140 亿元，政府债券融资同比少增 1886 亿元，但仍较上月环比多增 1331 亿元，分别较 2021 年和 2020 年同期多增 1703 和少增 3473 亿元。2023 年 1 月，地方债发行总额为 6434.93 亿元，同比减少 7.93%。与 2022 年 1 月地方债发行情况进行同期对比，今年 1 月发行的地方债中，新增一般债券发行 1345.91 亿元，占比 20.92%，同比增加 35.54%；新增专项债发行 4911.84 亿元，占比 76.33%，同比增加 1.40%。从专项债主要投向来看，基础设施、棚户区改造、安居工程等为主要投向领域。1月 30 日，财政部在 2022 年度财政收支情况网上新闻发布会答记者问环节表示，2023 年财政部将加力提效实施积极财政政策，保持必要的财政支出强度，合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大专项债券资金投向领域和用作项目资本金范围，持续形成实物工作量和投资拉动力，确保政府投资力度不减，带动扩大社会投资，推动经济运行整体好转。此外今年专项债投向领域则从的 9 个领域扩大到 11 个领域，增加新能源项目和新型基础设施 2 个领域。2 月，国家发改委发布了《关于组织申报 2023 年第二批地方政府专项债券项目的通知》，且明确六大申报项目要求。截至 2 月 8 日，已有 33 个省市公布 2023 年新增地方债提前批额度，合计 2.3 万亿元，33 省市较 2022 年同比增长 51%。其中广东获批额度最高，为 2750 亿元，同比增长 65.4%。预计今年地方债发行预计仍保持前置节奏，短期政府债券融资或有明显增长。**企业债券方面**，1 月企业债券融资增加 1486 亿元，同比少增 4352 亿元，环比多增 6373 亿元，企业债券融资表现仍相对不强，但与上月相比有所回暖。1 月 10 日，央行、银保监会召开银行信贷工作座谈会，强调保持房地产融资平稳有序，并实施改善优质房企资产负债表计划。此后多部门也陆续强调，要促进金融与房地产正常循环、落实“金融 16 条”等。后续在政策发力和市场情绪修复下，企业债券融资有望边际改善。1 月，非金融企业境内股票融资 964 亿元，同比少增 475 亿元。

表外融资占比回正，不同分项融资环比都有所改善。1月，表外融资增加 3485 亿元，同比少增 996 亿元，环比多增 4904 亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为 5.9%，较上月明显回升 16.7 个百分点，未贴现银行承兑汇票为主要贡献项，1 月未贴现银行承兑汇票增加 2963 亿元，同比少增 1770 亿元，环比多增 3517 亿元；1 月，委托贷款增加 584 亿元，同比多增 156 亿元，环比 12 月多增 685 亿元；信托贷款减少 62 亿元，环比少减 702 亿元，同比少减 618 亿元，信托行业有所改善。

图 3：1 月直接融资各分项表现


数据来源：wind、西南证券整理

图 4：1 月表外融资分项表现


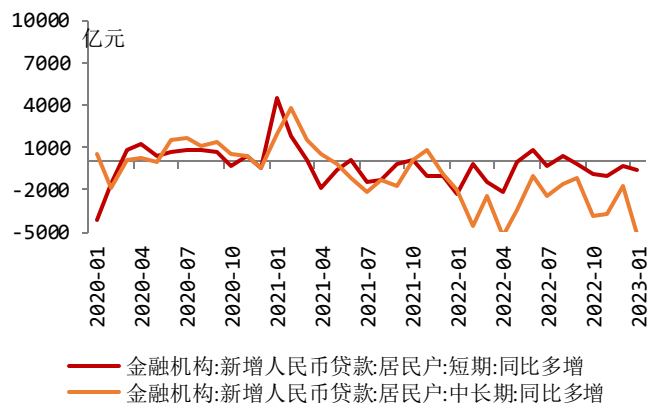
数据来源：wind、西南证券整理

3 企业中长期贷款增长较多，居民贷款仍偏弱

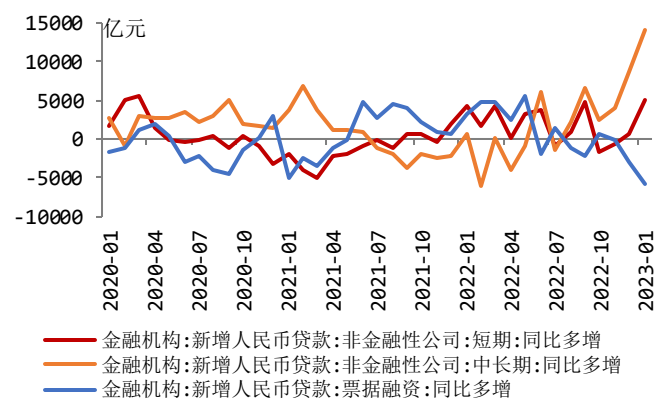
企业短期贷款和中期贷款都回升明显，贷款结构继续改善。1 月，人民币贷款增加 4.9 万亿元，同比多增 9227 亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加 4.68 万亿元，从贷款结构来看，企业短期贷款增加 1.51 万亿元，在连续三个月减少后大幅回升，同比多增 5000 亿元，环比 12 月更是多增 15516 亿元，一方面受到季节性及春节因素影响，此外也由于企业预期有所好转。1 月，企业中长期贷款增加 3.5 万亿元，环比 12 月多增 22890 亿元，同比多增 1.4 万亿元，本月企业中长期贷款增加较多，随着各地加大投入，推进项目建设，经济回稳向好，也带动了企业中长期贷款加速增长。1 月，山东、四川、重庆、大连等地银保监局出台文件，要求银行业、保险业加大对制造业、专精特新企业、小微企业等的支持；湖南、广东、江苏、厦门等地银保监局出台文件，要求当地金融机构加大对个体工商户、三农、养老托育，以及交通、能源等民生领域的支持力度。在监管部门政策措施推动下，不少地方在贷款投放加速的同时，融资成本进一步下降。随着国内经济稳健复苏，企业信心继续加强，预计企业贷款结构将继续改善，中长期贷款仍将保持较高增长。

住户短期贷款回正但同比少增，中长期贷款表现仍不强。1 月，住户贷款增加 2572 亿元，同比少增 5858 亿元。其中，居民短期贷款增加 341 亿元，继上月减少后回正，但同比少增 665 亿元，虽 2023 年春节提前，但居民消费复苏恢复仍需时间，后续随着各地促消费政策的落地发力，居民信心的增强，居民短期贷款有望回暖。1 月，居民中长期贷款增加 2231 亿元，环比多增 366 亿元，但同比少增 5193 亿元，在春节长假影响下，居民购房需求偏弱，但近期从找房热点及各线城市房地产高频数据看，都有回暖迹象。根据 2023 年 1 月《国民安居指数报告》显示，1 月中国楼市预期转暖，全国各线城市新房找房热度均有所上涨，购房者和经纪人信心指数出现双涨。报告显示，2023 年 1 月中国新房找房热度环比上涨

14.0%，其中一线城市找房热度全线上涨，环比涨幅为 13.9%，北京、上海、广州、深圳分别上涨 13.9%、14.3%、14.9%、11.3%。二线城市找房热度环比上涨 12.9%，其中重庆涨幅为 24.9%，石家庄上涨 24.8%，南昌上涨 23.8%。此外，合肥、大连、郑州、长沙、济南、哈尔滨等多个城市现 20%左右的涨幅。三、四线重点城市找房热度环比上涨 17.8%，其中三亚旅游热度的攀升也带来了楼市热度的大涨。从政策看，2023 年开年全国楼市政策主要涉及优化限购措施、降低首付比例及房贷利率、提高公积金贷款额度等方面。各地因城施策主要围绕降利率、降首付两大方面持续发力。截至 1 月 31 日，已有 50 省市（县）出台 53 项政策，多地继续出台优化措施，促进房地产市场健康发展，且多地节后下调首套房贷利率，已有超 20 城降低首套房贷利率下限至 4% 以下。在多重利好政策下，预计短期优质民企、头部示范房企融资环境或有边际改善，房地产市场信心或得到进一步提振，居民中长期贷款或有所改善。

图 5：居民部门贷款仍同比少增


数据来源：wind、西南证券整理

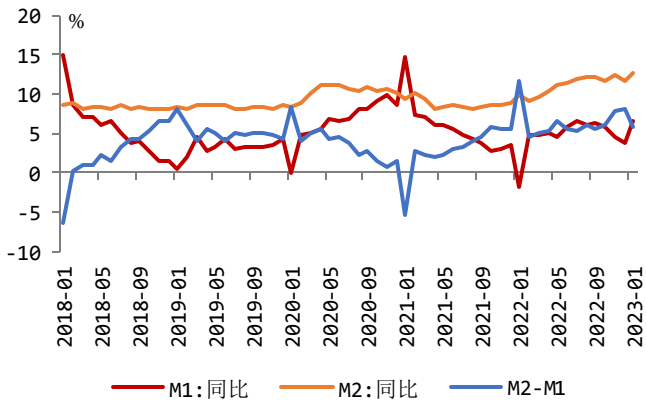
图 6：企（事）业单位中长期贷款同比多增


数据来源：wind、西南证券整理

4 M2 增速超预期回升，居民存款同比继续多增

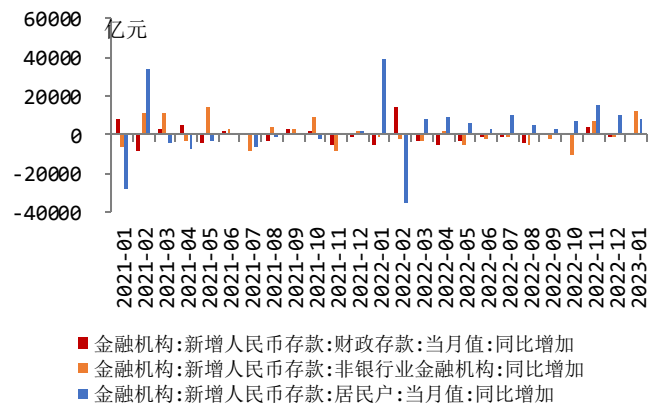
剪刀差缩小，M2 增速回升。1 月末，广义货币 (M2) 余额 273.81 万亿元，同比增长 12.6%，高于预期 1 个百分点，增速分别比上月末和上年同期高 0.8 个和 2.8 个百分点。1 月末，本外币存款余额 271.39 万亿元，同比增长 11.9%；月末人民币存款余额 265.39 万亿元，同比增长 12.4%，增速分别比上月末和上年同期高 1.1 个和 3.2 个百分点。1 月份人民币存款增加 6.87 万亿元，同比多增 3.05 万亿元。其中，住户存款增加 6.2 万亿元，同比多增 7900 亿元，在春节效应及居民消费偏谨慎等多重因素影响下，居民存款增量仍较大；春节的季节性因素下，非金融企业存款减少 7155 亿元，同比少减 6845 亿元；财政性存款增加 6828 亿元，同比多增 979 亿元；非银行业金融机构存款增加 1.01 万亿元，同比多增 1.19 万亿元。狭义货币 (M1) 余额 65.52 万亿元，同比增长 6.7%，在基数影响下，增速分别比上月末和上年同期高 3 个和 8.6 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 5.9 个百分点，较上月缩小 3.2 个百分点，实体经济需求开始回暖。后续在财政政策发力、经济稳健复苏及市场信心修复下，再加上基数效应，M2 增速或逐渐回落。

图 7：1 月 M2 增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：1 月居民存款同比多增



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn