

经济修复预期升温叠加政策发力，1月信贷迎来“开门红”

——2023年1月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2023年2月10日，央行公布数据显示，2023年1月新增人民币贷款4.9万亿，同比多增9227亿；1月新增社会融资规模5.98万亿，同比少增1959亿。1月末，广义货币(M2)同比增长12.6%，增速比上月末高0.8个百分点；狭义货币(M1)同比增长6.7%，增速比上月末高3个百分点。

基本观点：整体上看，在经济修复预期改善带动市场主体融资需求明显上升，政策面鼓励银行靠前投放信贷等因素综合作用下，1月信贷出现“开门红”。这将有效提振市场信心，支持一季度经济较快回升。不过，1月金融数据也显示，房地产低迷仍旧制约宽信用效应充分体现，接下来房地产支持政策需要进一步加码。

具体来看，在经济回升和政策支持两方面因素共同作用下，1月信贷供需两旺，当月新增贷款总量创下历史新高，企业贷款结构继续改善，中长期贷款占比上升。不过，在楼市持续低迷影响下，1月居民贷款表现仍然较弱。1月社融环比季节性大幅多增，但同比延续少增，主要拖累项是企业和政府债券融资、表外票据融资，其中企业债券融资同比大幅少增，源于城投融资政策偏紧、发行利率仍处偏高水平，以及上年基数较高；政府债券融资和表外票据融资同比少增则与春节错期有一定关联。1月M2增速高位上扬，主因当月贷款多增带动存款派生加快；当月M1增速低位反弹，主要与上年同期基数走低，以及企业经营、投资活动修复有关，但地产延续低迷拖累M1增速继续处于低位。当月M2-M1增速差缩小，表明宽信用对实体经济的提振效应有所改善。

展望未来，在宏观政策延续稳增长取向，市场主体自主融资需求修复支撑下，2月信贷有望继续保持同比多增势头。进入2月以来，票据利率持续处于高位，也从一个方面预示了这一点。另外，伴随2月地方债大规模发行，社融也有望出现同比多增。整体上看，伴随经济修复势头增强，宽信用效应将在一季度持续体现，这也将对后续经济加快复苏提供关键动力。

具体来看：

一、在经济回升和政策支持两方面因素共同作用下，1月信贷供需两旺，当月新增贷款总量创下历史新高，企业贷款结构继续改善。不过，在楼市持续低迷影响下，1月居民贷款表现仍然较弱。

1月新增人民币贷款4.9万亿，环比多增3.5万亿，同比亦大幅多增9227亿，提振月末贷款余额增速

较上月末加快 0.2 个百分点至 11.3%，表现超出预期。从供给角度看，商业银行有信贷“早投放、早收益”的传统，故而 1 月信贷“开门红”已成惯例；加之监管层强调“要保持信贷总量有效增长”、“合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力”，进一步驱动银行在年初对信贷“应投尽投”。从需求端来看，一方面，自去年 12 月疫情防控放开后，国内经济活动较快修复，市场信心回暖，带动实体经济贷款需求改善；另一方面，为了巩固经济回稳势头，年初稳增长政策继续发力，基建、制造业投资等保持较快增长，支撑配套融资需求，同时，“第一支箭”支持下银行对房企贷款支持力度也明显提升。整体上看，在经济回升和政策支持两方面因素共同作用下，1 月信贷供需两旺，带动当月新增贷款规模创下历史新高。

从结构来看，1 月信贷延续“企业强、居民弱”的特征。1 月企业中长期贷款和企业短贷同比分别多增 1.4 万亿和 5000 亿，但票据融资大幅负增，同比多减 5915 亿，或因当月票据利率持续大幅上行，企业倾向于用短贷来替代票据融资。可以看出，1 月企业贷款在总量扩张的同时，期限结构也继续改善，这一方面源于经济回暖背景下银行风险偏好回升，另一方面也因监管要求银行“进一步优化信贷结构”，银行在政策面引导下也有意加大中长期贷款投放力度。

1 月居民贷款则继续同比大幅少增。其中，主要由房贷构成的居民中长期贷款同比少增 5193 亿，这与当月商品房销量同比继续大幅下滑相印证。值得一提的是，1 月居民短贷同比少增 665 亿，但考虑到春节假期对居民消费和个体经营活动的影响较大，因此，为消除春节错期影响，我们与去年春节所在的 2 月比较，今年 1 月居民短贷大幅多增 3252 亿，这与疫后消费、经营活力回升相一致。

二、1 月社融环比季节性多增，但同比延续少增，主要拖累项是企业 and 政府债券融资、表外票据融资；1 月社融口径调整对社融增量的影响很小。

1 月新增社融 5.98 万亿，环比季节性多增约 4.67 万亿，但同比少增 1959 亿，拖累月末社融增速进一步下滑至 9.4%。从社融各分项来看，1 月除投向实体经济的人民币贷款同比多增 7312 亿，以及委托贷款和信托贷款同比小幅多增或少减外，其他分项同比均少增或多减。

具体来看，1 月理财赎回对债市的冲击减弱，企业债券发行有所恢复，当月新增企业债券融资规模回正，但在城投融资政策偏紧、发行利率仍处偏高水平，以及上年基数较高等因素影响下，同比仍大幅少增 4352 亿；财政政策延续前置发力背景下，1 月新增专项债即大规模开闸发行，带动政府债券融资环比多增，但受春节假期和国债到期量高于上年同期影响，今年 1 月政府债券融资同比少增 1886 亿；1 月表外票据融资同比少增 1770 亿，或与春节错期导致企业开票需求不及上年同期有关；此外，尽管 1 月中美利差倒挂幅度收敛，带动外币贷款环比改善，但仍处负增状态，同比多减 1162 亿。

另外值得一提的是，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等三类银行业非存款

类金融机构纳入金融统计范围，并由此对社融中的“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。不过，1月这三类机构发放的人民币贷款增量仅57亿，对新增社融规模影响不大，贷款核销因此多增30亿，也属很低水平。因此整体上看这次调整对新增社融的影响很小。

三、1月M2增速高位上扬，主因当月贷款多增带动存款派生加快；当月M1增速低位反弹，主因上年同期基数走低，以及企业经营、投资活动修复，但地产延续低迷拖累M1增速继续处于低位。当月M2-M1增速差缩小，表明宽信用对实体经济的提振效应有所改善。

1月末M2增速为12.6%，较上月末大幅加快0.8个百分点。在上年同期增速基数抬高、今年1月财政存款同比多增背景下，M2同比加速主要源于当月贷款投放规模大幅多增，贷款余额同比增速也在加快，这有效提振了存款派生，推动M2增速高位上行，创下近7年以来新高。当前M2增速处于高位，背后的原因还包括上年财政大规模退税等因素带来的影响。这显示货币、财政政策共同发力作用下，金融体系对实体经济的货币供应量持续高增，一旦宽货币向宽信用渠道打通，其对实体经济的提振效应将充分体现。

1月末M1同比增速升至6.7%，除上年同期增速基数出现罕见负值外，主要原因是伴随经济转入修复过程，企业经营和投资活动增加，这会带动企业活期存款上升。不过，当前M1增速仍然处于明显低位，背后是1月楼市延续低迷状态。

1月M2-M1增速差回落，表明在疫情影响减弱、经济修复节奏较快背景下，宽信用向稳增长的传导渠道正在逐步打通。我们预计，后期伴随企业经营活跃度的进一步增强，宽信用效应有望进一步释放，M2-M1的增速会逐步收敛。

整体上看，在经济修复预期改善带动市场主体融资需求明显上升，政策面鼓励银行靠前投放信贷等因素综合作用下，1月信贷出现“开门红”。这将有效提振市场信心，支持一季度经济较快回升。不过，1月金融数据也表明，房地产低迷仍旧制约宽信用效应充分体现，这集中体现为居民中长期贷款延续同比少增势头，显示接下来房地产支持政策需要进一步加码。

展望未来，在宏观政策延续稳增长取向、市场主体自主融资需求修复支撑下，2月信贷有望继续保持同比多增势头。进入2月以来，票据利率持续处于高位，也从一个方面预示了这一点。另外，伴随2月地方债大规模发行，社融也有望出现同比多增。整体上看，伴随经济修复势头增强，宽信用效应将在一季度持续体现，这也将对后续经济加快复苏提供关键动力。

我们预计，下一步为有效激发实体经济贷款需求，稳定宏观经济运行，引导房地产行业尽快实现软着陆，政策面或将在以下几个方面发力：一是引导5年期LPR报价下调。这是推动楼市企稳回暖，带动居民

中长期贷款修复的关键，我们估计最快有可能在一季度落地。二是加快专项债发行节奏，引导银行加大基建项目贷款投放，推动一季度基建投资保持两位数高增。这也会在一定程度上对社融数据形成支撑。三是充分挖掘各项结构性货币政策工具潜力，加快对小微企业、房地产行业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、制造业转型升级、绿色发展等重点领域的信贷投放，推动信贷总量稳定增长。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。