

宏观点评报告

2023年2月12日

表内信贷挤占表外，天量存款带动 M2 上行

2023年1月金融数据点评

核心内容：

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

- **社会融资回落，贷款上行** 2023年1月份社会融资规模5.98万亿，预期5.4万亿，同比减少1,951亿。1月份新增贷款4.9万亿，预期4万亿。2023年开年，表内贷款创纪录上行，其他贷款项目表现稍弱。1月份社融总体数量同比略有下行，其中表内贷款、信托贷款和委托贷款同比上行，外币贷款、银行承兑汇票、企业资本市场融资以及政府债券贷款同比下滑。
- **强势贷款难以维持** 1月份的信贷强势和社融弱势可能只是暂时现象，由于1月份包含春节假期，各种数据有所失真。从趋势上来看，信托贷款和委托贷款有向上趋势，未承兑银行汇票也会随着企业经营活动展开而上行。政府债券融资会随着新一年政府融资计划稳步推进，未来社会融资水平会有所上行，而强势的贷款增速无法持续维持。
- **本年度贷款和社融仍然正增长** 鉴于央行对经济增长的支持以及我国2023年预计在4%左右的经济增长，2023年全年新增社融预计在33万亿以上，即新增社融同比增速约在3%左右，新增信贷在22.3万亿左右，新增信贷增速约在5%左右。
- **企业长贷继续上行，居民长贷有所恢复** 2023年1月份新增信贷增速大幅上行，居民长期信贷回升，企业短期贷款回落，但长期贷款增速快速上行。持续的房地产需求政策和疫情封控的停止使得房地产需求缓慢恢复，居民消费需求也在春节期间有所回暖，虽然同比仍然较弱，但环比回升较为明显。企业贷款结构继续改善，企业中长期贷款快速上行，说明：(1)稳增长措施下企业借贷难度减弱；(2)稳信贷措施在逐步起作用。
- **天量存款带动 M2 上行** 1月份 M1 和 M2 增速同时回升。M1 显示企业资金紧张程度，1月 M1 比上月减少 1.6 万亿，减少低于往年，使得 M1 继续回升，这是企业 1 月份信贷创出历史新来带了的。M2 的上行主要是居民存款上行带来的。1 月份居民存款大幅上行 6.2 万亿，创出历史新高，同时 1 月份非银行金融机构存款增加 1 万亿，表明居民向资本市场投资增多。1 月份 M2 总量增加 7.3 万亿，与居民资金增加基本持平。这说明居民的消费仍然没有展开，居民仍然以存款为主，消费信心并未恢复。
- **政策组合才能打破信用渠道的不畅** 2023 年虽然货币信贷实现了开门红，但由于下游信贷需求恢复并不顺畅，表内的信贷挤占了表外的融资，整体社融环境并不理想。当然 1 月处于春节月份，信贷和社融数据有极端性，需要结合 1-2 月份数据同时观察才更准确。

我国宽松的货币政策和财政政策至少延续至 2023 年上半年。现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，高频数据略有好转，但需要观察期持续性。我国现阶段信贷投放的难点在于企业和居民的贷款意愿降低，对经济前景缺乏信心，在经济和信心低迷的情况下，超预期的政策才能奏效。

一、社会融资回落，贷款上行

2023年1月份社会融资规模5.98万亿，预期5.4万亿，同比减少1,951亿。1月份新增贷款4.9万亿，预期4万亿。2023年开年，表内贷款创纪录上行，其他贷款项目表现稍弱。1月份社融总体数量同比略有下行，其中表内贷款、信托贷款和委托贷款同比上行，外币贷款、银行承兑汇票、企业资本市场融资以及政府债券贷款同比下滑。

从贷款来看，1月在工作日减少的情况下，贷款大幅上行，仍然体现了稳增长措施的不变。开年实体经济活动虽然稍显弱势，但贷款需求大幅上行，这种上行预计在1季度持续：(1)1月份的贷款受到银行方面的大幅鼓励；(2)企业贷款需求上行；(3)居民贷款开始回升；(4)政策层面稳增长措施继续进行，新增政策性银行金融债等支持房地产和基建资金下放，企业长债融资继续上行。

影子银行方面，信托贷款和委托贷款同比上行，银行承兑汇票下滑。信托贷款和委托贷款1月份分别-62亿元和584亿元，同比2022年分别增加618亿元和156亿元，信托和委托贷款更多的是面向房地产市场。未贴现银行承兑汇票1月份融资2963亿元，环比出现大幅回升，但同比减少1770亿元，表明企业的经营活动减弱。但考虑到1月份春节，工作日较少，企业经营活动减弱是应有之义，未来需要继续观察。

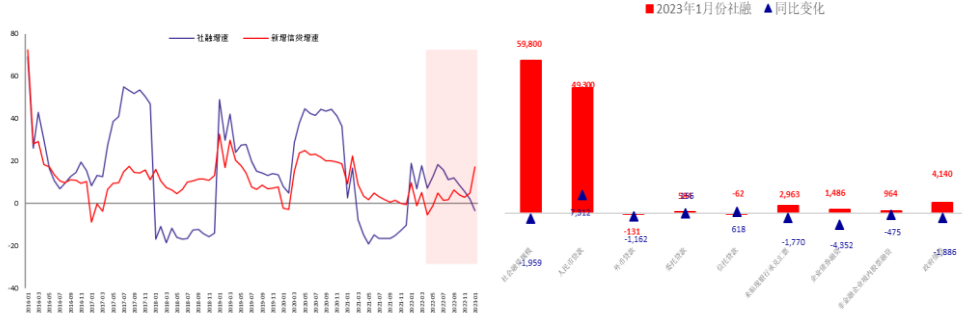
外币贷款大幅下滑，表内银行已经可以大幅度的提供贷款，寻求外资贷款动力减弱。1月份外币贷款融资减少131亿元，去年同期外币贷款1031亿元。

企业从金融市场得到的资金继续减少，企业债券融资和非金融企业境内股票融资继续下滑。1月份两者分别融资1486亿元和964亿元，比去年同期分别减少4352亿元和475亿元。银行系统为企业提供资金增加，加之利率降低，企业更愿意向银行系统寻求资金。

政府债券融资1月份相对平稳，速率保持稳定，政府投资并未放量。1月份政府债券融资4140亿元，比去年减少1886亿元，净融资量属于正常水平。

图1：社融增速上行（%）

图2：社融各部门变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

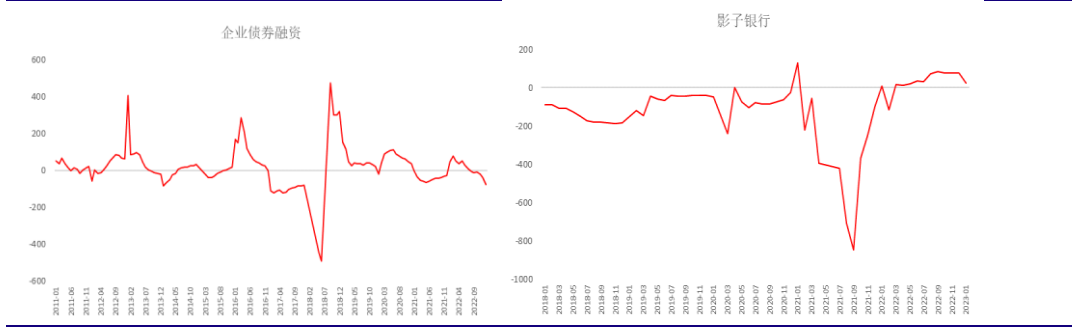
整体来说社会融资下行是经济走弱的表现，信贷超预期上行表明企业的用资需求更多的集中在了表内信贷。1月份信贷实现了开门红，但社会融资并未实现，整体经济运行仍然需要各种政策措施配合推动。

1月份的信贷强势和社融弱势可能只是暂时现象，由于1月份包含春节假期，各种数据有所失真。从趋势上来看，信托贷款和委托贷款有向上趋势，未承兑银行汇票也会随着企业经营活动展开而上行。政府债券融资会随着新一年政府融资计划稳步推进，未来社会融资水平会有所上行，而强势的贷款增速无法持续维持。

鉴于央行对经济增长的支持以及我国 2023 年预计在 4% 左右的经济增长, 2023 年全年新增社融预计在 33 万亿以上, 即新增社融同比增速约在 3% 左右, 新增信贷在 22.3 万亿左右, 新增信贷增速约在 5% 左右。

图 3: 企业债融资持续弱势 (%)

图 4: 影子银行贷款增速回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、企业长贷继续上行, 居民长贷有所恢复

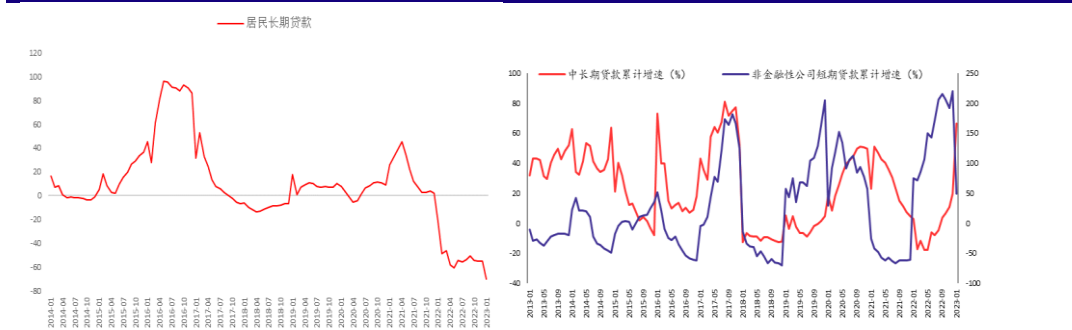
2023 年 1 月份新增信贷增速大幅上行, 居民长期信贷回升, 企业短期贷款回落, 但长期贷款增速快速上行。持续的房地产需求和疫情封控的停止使得房地产需求缓慢恢复, 居民消费需求也在春节期间有所回暖, 虽然同比仍然较弱, 但环比回升较为明显。企业贷款结构继续改善, 企业中长期贷款快速上行, 说明: (1) 稳增长措施下企业借贷难度减弱; (2) 稳信贷措施在逐步起作用。

从居民信贷来看, 1 月份居民贷款 2572 亿元, 增速有所下滑。其中, 居民短期贷款 341 亿元, 同比去年下滑 665 亿元, 长期贷款 2231 亿元, 同比下滑 5193 亿元。虽然 1 月份居民长期贷款和短期贷款增速均继续下滑, 但从环比来看居民房地产消费已经有所改善。居民短期消费仍然较弱, 消费贷款仍然没有恢复, 而在工作日减少的情况下, 长期贷款仍然实现了 2000 亿元以上的额度, 房地产市场的热度小幅修复。

从企业信贷来看, 1 月份企业信贷增速大幅回升, 长期贷款增速快速走高。1 月份企业实现了 1.51 万亿短期贷款和 3.5 万亿长期贷款, 创出历史新高。现阶段银行贷款较为宽松, 企业部分表外融资回归表内, 同时企业自身贷款需求小幅上行。

图 5: 居民长期贷款回落 (%)

图 6: 企业贷款回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、天量贷款带动 M2 上行

1 月份央行货币操作平稳，M1 和 M2 增速同时回升。1 月份 M1 同比增速 6.7%，比上月增长 3 个百分点。M1 显示企业资金紧张程度，1 月社会资金总量比上月减少 1.6 万亿。1 月份是春节月份，1 月份 M1 总量的减少低于往年，使得 M1 继续回升，这是企业 1 月份信贷创出历史新高来带了的。

1 月份 M2 的上行主要是居民存款上行带来的。1 月份居民存款大幅上行 6.2 万亿，创出历史新高，同时 1 月份非银行金融机构存款增加 1 万亿，表明居民向资本市场投资增多。1 月份 M2 总量增加 7.3 万亿，与居民资金增加基本持平。这说明居民的消费仍然没有展开，居民仍然以存款为主，消费信心并未恢复。

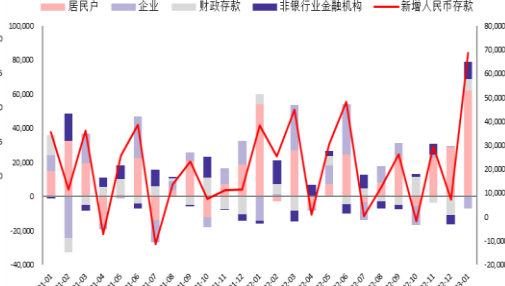
我国央行货币操作仍然较为平稳，宽信用仍然继续进行，但宽信用的渠道受阻使得宽货币并不理想。社融和 M2 的比例本月稍有继续回落，说明实体经济的面临金融状况并不紧张。

图 7：M1、M2 增速回落 (%)



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

图 8：居民存款大幅上行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、政策组合才能打破信用渠道的不畅

2023 年虽然货币信贷实现了开门红，但由于下游信贷需求恢复并不顺畅，表内的信贷挤占了表外的融资，整体社融环境并不理想。当然 1 月处于春节月份，信贷和社融数据有极端性，需要结合 1-2 月份数据同时观察才更准确。

我国宽货币和宽信用的难点仍然没有解决，由于信用下放渠道的不畅使得宽货币效果并不明显。而信用下放渠道的主要焦点在房地产行业，房地产的恢复仍然较为缓慢。即使 1 月份出现了天量信贷，其显示了稳增长推动以及房地产的恢复，但综合来看居民长期贷款仍然偏弱，房地产消费刚刚开始恢复。另一方面，1 月份居民存款出现大幅上行，居民消费仍然较为低迷。

我国宽松的货币政策和财政政策至少延续至 2023 年上半年。现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，高频数据略有好转，但需要观察期持续性。我国现阶段信贷投放的难点在于企业和居民的贷款意愿降低，对经济前景缺乏信心，在经济和信心低迷的情况下，超预期的政策才能奏效。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn