

2023年02月12日

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 信贷实现开门红，但结构仍有分化

——国内观察：2023年1月金融数据

## 投资要点

- **事件**：2月10日，央行发布1月金融数据。1月M2同比12.6%，前值11.8%，M1同比6.7%，前值3.7%。新增人民币贷款4.9万亿元，前值为1.4万亿元。社会融资规模增量5.98万亿元，前值为1.31万亿元。社融存量增速降至9.4%，前值9.6%。
- **核心观点**：1月信贷强、社融弱反映了企业和居民部门之间融资需求的分化。而1月信贷开门红已在市场的预期之内，目前经济仍处于复苏的早期，且通常1-2月金融数据需要合并观察。就三架马车来看，海外需求回落，出口整体承压的可能性较大；消费等内生增长动力尚难看到斜率较高的恢复，所以在投资端仍需政策发力。这就意味着，宽信用仍需发力，其中结构性工具重要性仍然较强，货币政策也将维持适度宽松。全年对权益来说，盈利的关注优先级要高于流动性。
- **企业强居民弱**。虽然1月人民币贷款创同期历史新高，信贷实现开门红，但结构上的分化仍然比较明显，背后反映出的是投资强，消费弱。
- **居民中长期贷款拖累仍然明显**。1月居民部门贷款增加2572亿元，同比少增5858亿元，12月为同比少增1963亿元，居民贷款依然较弱。从结构上看，短期贷款增加3411亿元，同比少增665亿元，虽然春节期间票房、旅游等数据表现不错，但整体居民消费仍未明显恢复；中长期贷款新增2231亿元，同比少增5193亿元，一方面表明居民购房信心仍弱，多地提前还贷的现象仍然较多；另一方面春节提前返乡，对地产销售也构成影响。从高频数据来看，1月30大中城市商品房成交面积965万平方米，同比-16.1%，较上月下降6.1个百分点，表明当前地产销售仍在底部。虽然房企资金端三支箭已逐步发力，但以往来看预售资金占房企资金来源比重较高，在三成以上，而2022年比重由36.8%回落至33.1%，未来居民购房意愿的提升可能是影响地产投资的关键变量。
- **企业中长期贷款表现依然强劲**。企业贷款新增4.68万亿元，同比多增1.32万亿元，其中短期贷款增加1.51万亿元，同比多增5000亿元；新增中长期贷款3.5万亿元，为历年同期最高，同比多增1.4万亿元。企业中长期贷款延续强劲的表现，一方面政策主导可能仍是主因，但企业的预期以及信心也在增强。
- **企业债券、政府债券为社融主要拖累项**。结构上看，人民币贷款是社融的主要贡献项，但企业债券表现不佳，构成明显拖累。企业债券融资同比少增4351亿元，较上月的拖累有所收窄，利率中枢的抬升以及前期赎回现象引起的信用利差波动导致发债意愿仍然较低，同时部分债券融资需求也转向了银行信贷。政府债券融资新增4140亿元，同比少增1886亿元，拖累较上月明显减弱，今年财政仍有望靠前发力，专项债额度可能略高于2022年，对上半年基建增速形成支撑。此外，稳地产政策有望继续发力，对非标融资压降力度可能继续减小。整体来看，社融增速或已在底部，未来宽信用开启后可能引导社融增速逐步上行。
- **M1、M2增速双双上升，居民存款大幅增加**。M2增速回升的主要原因可能是信贷放量增加货币派生；居民存款也大幅上升；另外，由于1月央行公开市场操作频繁，货币供应量也较为充足。1月人民币存款增加6.87万亿元，同比多增3.05万亿元。其中，住户存款新增6.2万亿元，同比多增7900亿元，主要由于春节假期前企业发放薪酬、福利，使得企业存款向居民存款转移。此外非银存款新增1万亿元，同比多增1.2万亿元；财政存款增加6828亿元，同比多增979亿元。而相对于M2，M1的明显回升更多得体现经济的活力正在恢复。
- **风险提示**：稳增长政策落地不及预期；海外货币政策超预期收紧引发全球金融市场风险。

## 正文目录

1. 企业中长期贷款表现依然强劲 .....	4
2. 居民中长期贷款拖累仍然明显 .....	4
3. 企业债券、政府债券为社融主要拖累项 .....	5
4. M1、M2 增速双双上升，居民存款大幅增加.....	5
5. 核心观点 .....	6
6. 风险提示 .....	6
1. 企业中长期贷款表现依然强劲 .....	4
2. 居民中长期贷款拖累仍然明显 .....	4
3. 企业债券、政府债券为社融主要拖累项 .....	5
4. M1、M2 增速双双上升，居民存款大幅增加.....	5
5. 核心观点 .....	6
6. 风险提示 .....	6

## 图表目录

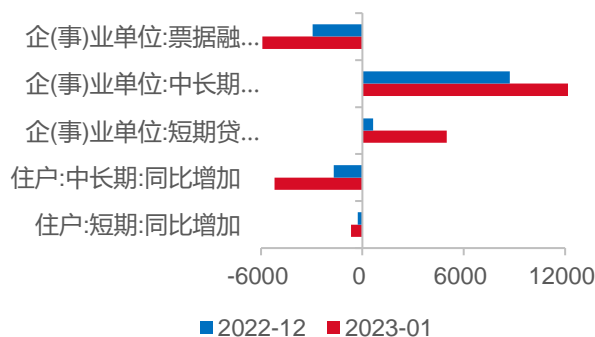
图 1 1/12 月人民币贷款同比多增结构, 亿元 .....	4
图 2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元 .....	4
图 3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元 .....	5
图 4 30 大中城市商品房成交面积及同比, 万平方米, % .....	5
图 5 企业债券融资季节性规律, 亿元 .....	5
图 6 政府债券融资季节性规律, 亿元 .....	5
图 7 1/12 月存款同比多增结构, 亿元 .....	6
图 8 人民币存款季节性规律, 亿元 .....	6

**事件:** 2月10日, 央行发布1月金融数据。1月M2同比12.6%, 前值11.8%, M1同比6.7%, 前值3.7%。新增人民币贷款4.9万亿元, 前值为1.4万亿元。社会融资规模增量5.98万亿元, 前值为1.31万亿元。社融存量增速降至9.4%, 前值9.6%。

## 1. 企业中长期贷款表现依然强劲

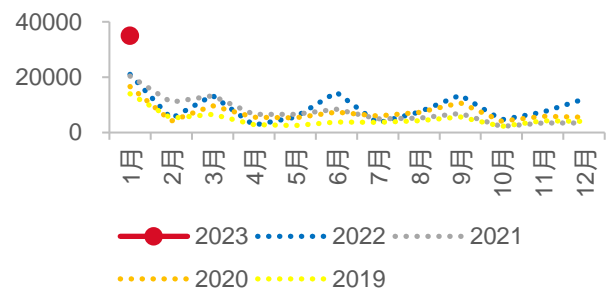
企业中长期贷款表现依然强劲。企业贷款新增4.68万亿元, 同比多增1.32万亿元, 其中短期贷款增加1.51万亿元, 同比多增5000亿元; 新增中长期贷款3.5万亿元, 为历年同期最高, 同比多增1.4万亿元。企业中长期贷款延续强劲的表现, 一方面政策主导可能仍是主因, 但企业的预期以及信心也在增强。1月10日央行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会, 要求信贷投放适度靠前发力。

图1 1/12月人民币贷款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元

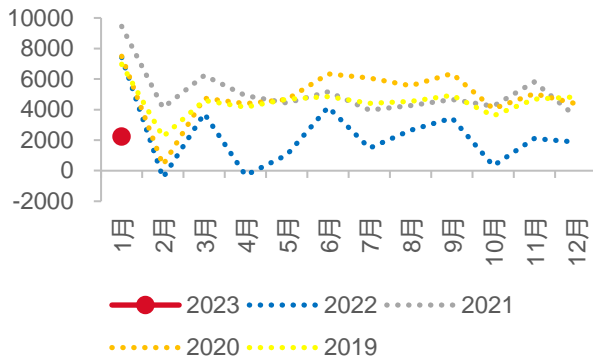


资料来源: 央行, 东海证券研究所

## 2. 居民中长期贷款拖累仍然明显

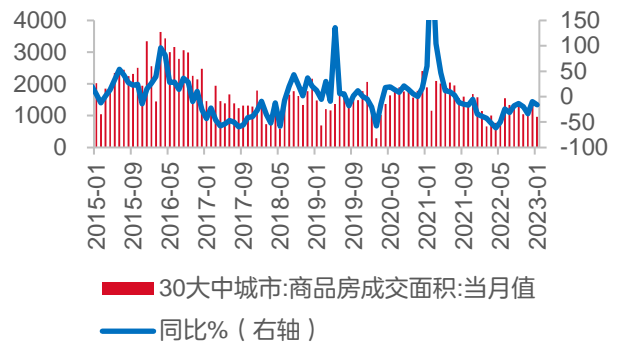
1月居民部门贷款增加2572亿元, 同比少增5858亿元, 12月为同比少增1963亿元, 居民贷款依然较弱。从结构上看, 短期贷款增加341亿元, 同比少增665亿元, 虽然春节期间票房、旅游等数据表现不错, 但整体居民消费仍未明显恢复; 中长期贷款新增2231亿元, 同比少增5193亿元, 一方面表明居民购房信心仍弱, 多地提前还贷的现象仍然较多; 另一方面春节提前返乡, 对地产销售也构成影响。从高频数据来看, 1月30大中城市商品房成交面积965万平方米, 同比-16.1%, 较上月下降6.1个百分点, 表明当前地产销售仍在底部。虽然房企资金端三支箭已逐步发力, 但以往来看预售资金占房企资金来源比重较高, 在三成以上, 而2022年比重由36.8%回落至33.1%, 未来居民购房意愿的提升可能是影响地产投资的关键变量。

图3 居民中长期贷款季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图4 30大中城市商品房成交面积及同比，万平方米，%

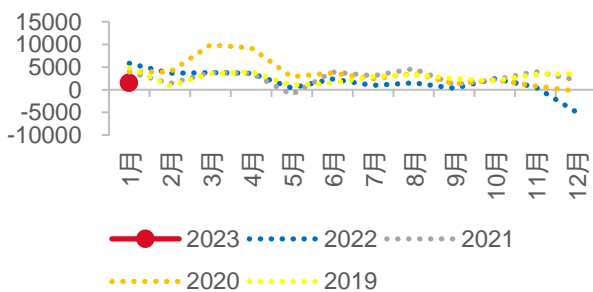


资料来源：同花顺，东海证券研究所

### 3.企业债券、政府债券为社融主要拖累项

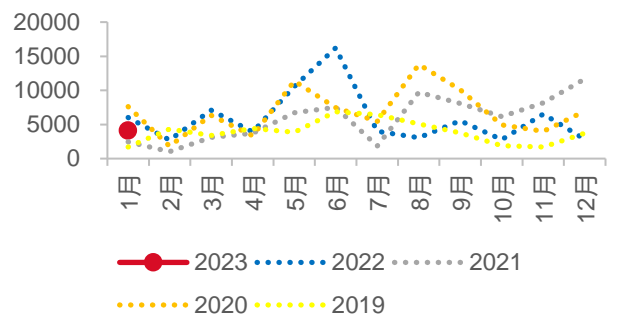
从结构上看，人民币贷款是社融的主要贡献项，但企业债券表现不佳，构成明显拖累。1月份，企业债券融资同比少增4351亿元，较上月的拖累有所收窄，利率中枢的抬升以及前期赎回现象引起的信用利差波动导致发债意愿仍然较低，同时部分债券融资需求也转向了银行信贷。政府债券融资新增4140亿元，同比少增1886亿元，拖累较上月明显减弱，今年财政仍有望靠前发力，专项债额度可能略高于2022年，对上半年的基建增速形成支撑。此外，稳地产政策有望继续发力，对非标融资压降力度可能继续减小。整体来看，社融增速或已在底部，未来宽信用开启后可能引导社融增速逐步上行。

图5 企业债券融资季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图6 政府债券融资季节性规律，亿元

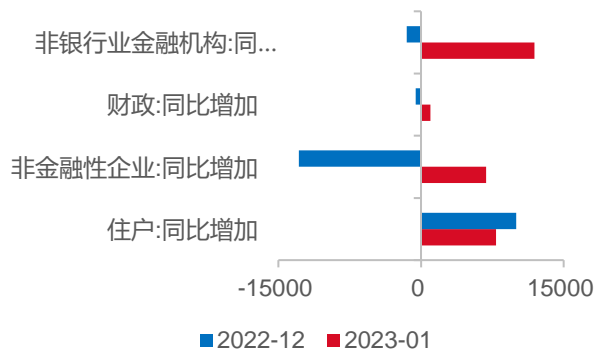


资料来源：央行，东海证券研究所

### 4.M1、M2 增速双双上升，居民存款大幅增加

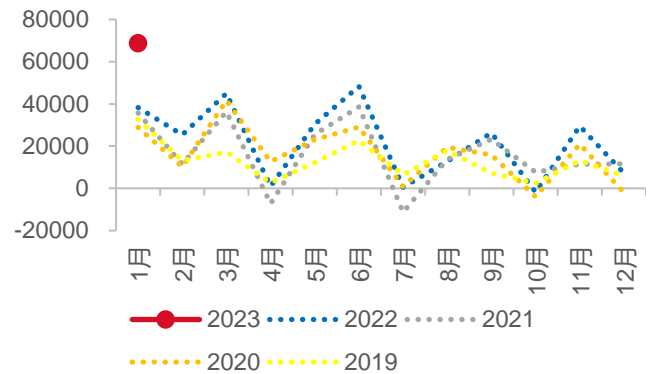
M2 增速回升的主要原因可能是信贷放量增加货币派生；居民存款也大幅上升；另外，由于1月央行公开市场操作频繁，货币供应量也较为充足。1月人民币存款增加6.87万亿元，同比多增3.05万亿元。其中，住户存款新增6.2万亿元，同比多增7900亿元，主要由于春节假期前企业发放薪酬、福利，使得企业存款向居民存款转移。此外非银存款新增1万亿元，同比多增1.2万亿元；财政存款增加6828亿元，同比多增979亿元。而相对于M2，M1的明显回升更多得体现经济的活力正在恢复。

图7 1/12月存款同比多增结构，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图8 人民币存款季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

## 5.核心观点

1月信贷强、社融弱反映出了企业和居民部门之间融资需求的分化。而1月信贷开门红已在市场的预期之内，目前经济仍处于复苏的早期，且通常1-2月金融数据需要合并观察。就三架马车来看，海外需求回落，出口整体承压的可能性较大；消费等内生增长动力尚难看到斜率较高的恢复；所以在投资端仍需政策发力。这也就意味着，宽信用仍需发力，其中结构性工具重要性仍然较强，货币政策也将维持适度宽松。全年对权益来说，盈利的关注优先级要高于流动性。

## 6.风险提示

稳增长政策落地不及预期；海外货币政策超预期收紧引发全球金融市场风险。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089