



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

首月效应下的高增不具持续性

——2023年1月份中国金融数据点评

日期：2023年02月12日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

相关报告：

- 《通胀、货币平稳，外贸增长回落》
——2023年02月08日
- 《社融缓回落 信贷长期化》
——2023年01月12日
- 《政策仍需扶持，基建是抓手》
——2022年08月17日

■ 主要观点

信贷、货币双超预期增长

在疫情防控形势变化后，中国经济和社会生活逐步恢复正常，经济回升平稳有序，我们认为信贷需求增长受经济运行状况影响，增长也应比较平稳，1月份新增信贷和货币增长的超预期回升，可归因为季节性波动。

信贷期限长期化特征不变

相对于信贷增长更多的受供给影响，社会融资更多的反映融资需求变化，对经济状况体现更为直接，因此社融的新增规模不及去年同期，表明当前经济运行仍然偏弱，经济仍然处于复苏当中的阶段性特征不变。经济运行状况对信贷期限结构特征有影响，决定了信贷期限的长期性特征不变。

居民部门仍非新增信贷需求主力

由于城市化进程速率变化、人口结构改变，特别是经济发展给社会收入预期带来的改变，楼市的投资需求短期仍难提升，居住性需求则增长较为缓慢，未来住房消费按揭的信贷需求也会维持现有的低增长态势，在银行信贷部门分类中则显现为家庭部门信贷增长的平缓。

“宽货币、紧信用”下经济内生增长重要性提升

反映经济阶段特征的货币、信用的组合状态具有相对稳定性，政策变化对信用和货币组合状态的影响较小，未来无论货币宽松状态如何变化，经济内生性增长动力发展，对经济回升进程有着更为重要影响。

市场融资利率再趋平稳

上月我们就指出，市场融资利率将在缓升后再趋平稳。2022年Q4市场利率抬升不具有持续性，主要是受楼市融资政策放松下，资金“虹吸”效应下的临时扰动，在“降成本”的金融供给侧改革下，中国融资利率中长期下降趋势仍未改变。

首月效应后新增信贷和货币增长或回落

保持流动性合理充裕是央行的政策目标。我们认为2023年1月份信贷和货币增长的大幅度回升，主要是商业银行信贷投放月度变化中的“首月效应”，并不具有持续性，未来或有回落，新增信贷规模和货币增长，都将回落。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变。中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：1 月份金融数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	4
2.1 信贷、货币双超预期增长	4
2.2 信贷期限长期化特征不变	5
2.3 居民部门仍非新增信贷需求主力	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 “宽货币、紧信用”下经济内生增长重要性提升	7
3.2 市场融资利率再趋平稳	9
4 事件预测：趋势判断	10
4.1 首月效应后新增信贷和货币增长或回落	10
5 风险提示：	11

图

图 1：中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）	5
图 2：中国信贷新增规模的期限变化（月，亿元）	6
图 3：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元）	6
图 4：中国企业部门信贷新增规模的期限变化（月，亿元）	7
图 5：中国社会融资和货币、信贷的增长（月，%）	8
图 6：中国社会融资存量占比结构（月，%）	9
图 7：温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率：%、日） ...	10

表

表 1：2023 年 1 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）	4
--	---

1 事件：1 月份金融数据公布

广义货币增长 12.6%。2023 年 1 月末，广义货币(M2)余额 273.81 万亿元，同比增长 12.6%，增速分别比上月末和上年同期高 0.8 个和 2.8 个百分点。狭义货币(M1)余额 65.52 万亿元，同比增长 6.7%，增速分别比上月末和上年同期高 3 个和 8.6 个百分点。流通中货币(M0)余额 11.46 万亿元，同比增长 7.9%。当月净投放现金 9971 亿元。

人民币各项贷款增长 11.3%。2023 年 1 月末，人民币贷款余额 219.75 万亿元，同比增长 11.3%，增速比上月末高 0.2 个百分点，比上年同期低 0.3 个百分点。1 月份人民币贷款增加 4.9 万亿元，同比多增 9227 亿元。分部门看，住户贷款增加 2572 亿元，其中，短期贷款增加 341 亿元，中长期贷款增加 2231 亿元；企（事）业单位贷款增加 4.68 万亿元，其中，短期贷款增加 1.51 万亿元，中长期贷款增加 3.5 万亿元，票据融资减少 4127 亿元；非银行业金融机构贷款减少 585 亿元。

人民币各项存款增长 12.4%。2023 年 1 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，非金融企业存款减少 7155 亿元，财政性存款增加 6828 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.01 万亿元。

2023 年 1 月社会融资规模增量为 5.98 万亿元，比上年同期少 1959 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；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；委托贷款增加 584 亿元，同比多增 156 亿元；信托贷款减少 62 亿元，同比少减 618 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 2963 亿元，同比少增 1770 亿元；企业债券净融资 1486 亿元，同比少 4352 亿元；政府债券净融资 4140 亿元，同比少 1886 亿元；非金融企业境内股票融资 964 亿元，同比少 475 亿元。

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 信贷、货币双超预期增长

由于货币体系运转机制和经济运行状况的变化，我们一直认为信贷、货币增速的平稳趋势不变，货币内生体系下信贷和货币增长基本上取决于社会经营主体的行为，即经济平稳决定了信贷和货币增长的平稳。另一方面，从货币政策的角度，中性稳健货币政策亦为政策偏好，并为货币当局多次明示。

在疫情防控形势变化后，中国经济和社会生活逐步恢复正常，经济回升平稳有序，我们认为信贷需求增长受经济运行状况影响，增长也应比较平稳，1月份新增信贷和货币增长的超预期回升，可归因为季节性波动。

2023年1月份新增信贷49000亿，超出市场预期较多；信贷增长超出市场预期的同时，货币增速也超出显著超出市场预期。2023年1月份新增信贷规模的市场预期分布为(35000,45000)亿，均值和中值分别为40755亿和40000亿；同期广义货币增速的市场预期分布为(11.0,11.8)，可见货币增长也是显著超出市场预期。2023年1月份的实际新增信贷和货币增长，都落在了市场预期之外，信贷和货币的双超预期高增态势说明，当前金融环境宽松状态不变。从市场预期的分布看，机构间分歧比较大，无论货币增速还是信贷新增规模、增速，均是如此；表明当前市场对货币环境看法存在一定分歧。

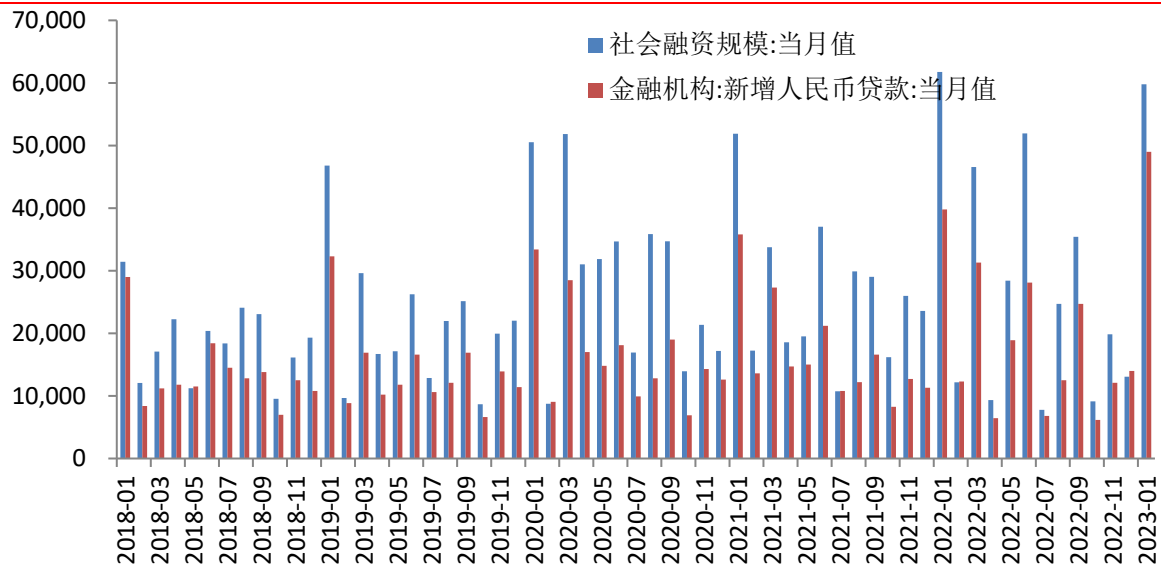
表 1：2023 年 1 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	40000	11.4	
Average	40755	11.5	
High	45000	11.8	
Low	35000	11.0	
No of Forecasts	9	8	
SHSC	38000	11.8	11.0

资料来源：wind，上海证券研究所

按照货币增速和名义经济增速相适应的基准（初略计约为消除基数效应后的实际GDP增速+CPI，或者名义GDP增速），适宜的货币增速应该在7-9之间，由于经济运行实际上偏弱，因此货币当局实际上倾向于让货币增长位于区间上半部。即使考虑到物价形势，当前货币环境实际上处于较为宽松状态，社会的流动性环境并没有出现收紧迹象。保持流动性环境平稳，并在平稳中改变流动性结构分布，一直为货币当局的政策导向和意图偏好。

图 1: 中国社融、信贷新增规模变化 (月, 亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

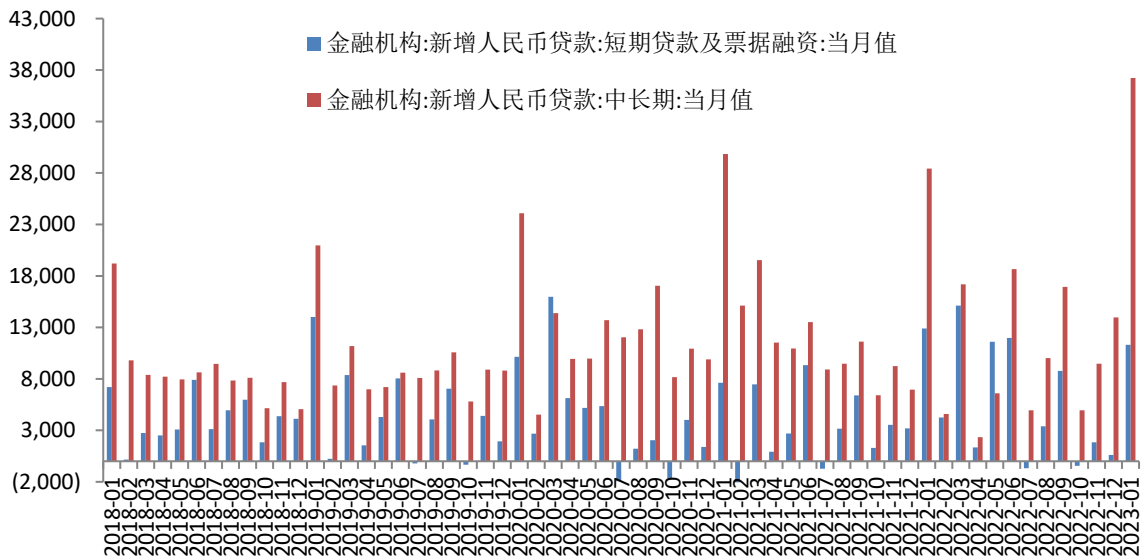
2.2 信贷期限长期化特征不变

2023年1月份,人民币贷款增加4.9万亿元,同比多增9200亿元,规模提升显然为历史之最;其中中长期贷款增长37231亿元,短期贷款和票据融资当月新增规模仅为11314亿元。从期限分布看,中长期贷款规模就接近2022年1月份新增贷款水平。

值得注意的是,2023年1月社会融资规模增量为5.98万亿元,比上年同期少1959亿元。相对于信贷增长更多的受供给影响,社会融资更多的反映融资需求变化,对经济状况体现更为直接,因此社融的新增规模不及去年同期,表明当前经济运行仍然偏弱,经济仍然处于复苏当中的阶段性特征不变。经济运行状况对信贷期限结构特征有影响,决定了信贷期限的长期性特征不变。

我们先前就指出,信贷期限的长期化趋势不会改变。信贷期限结构基本上也是由经济环境决定的。经济低迷时期新增信贷期限的一个显著特征是长期化——经济低迷时当期融资需求下降,政策激励固定资产投资增长以托底经济,故中长期投资会得到鼓励和发展。无论是基础设施投资,还是企业的固定资产投资,政策性鼓励下发放的银行贷款,最终都会体现在企业部门中长期贷款增长上。因此,2020-2022年的3年疫情期间,信贷期限长期化是基本特征。

图 2：中国信贷新增规模的期限变化（月，亿元）

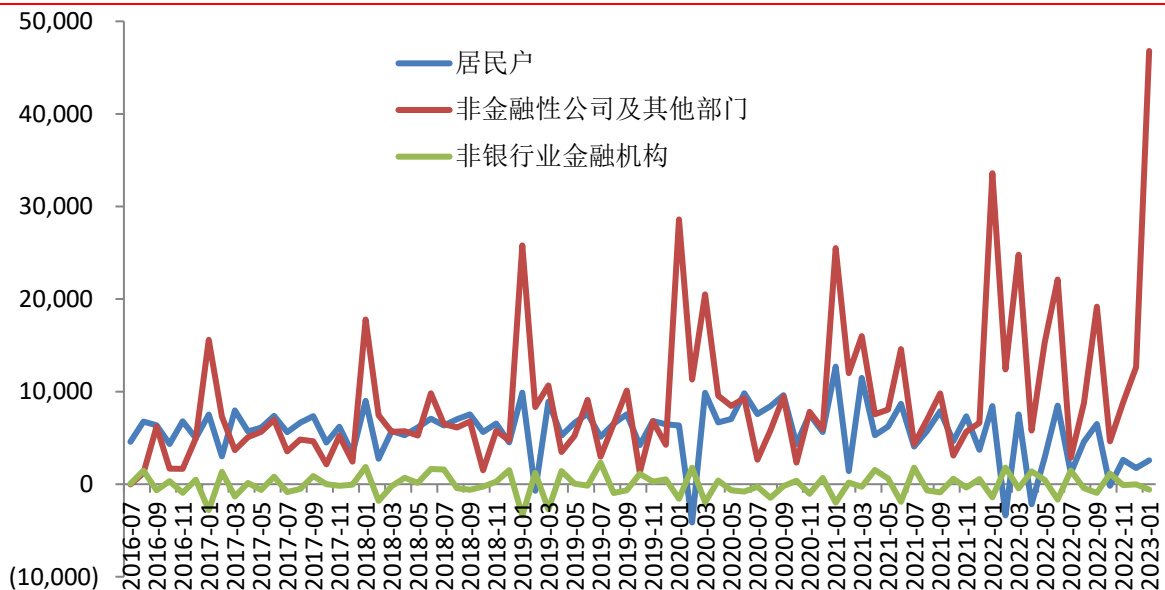


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.3 居民部门仍非新增信贷需求主力

从新增信贷的部门分布看，2023 年 1 月份金融同业投放依然处于微缩状态，居民部门仍然低迷，企业部门则呈现了显著的大幅度增长态势。企业部门在当前经济环境下的信贷增长，主要以中长期贷款形势实现，更多的受政策性推动，基建投资、工业基础类投资等是新增中长期信贷的主要投放领域。从商业银行经营的角度，固定资产投资类投资更有“早投放早受益”特征，因而银行信贷投放的首月效应愈发明显。

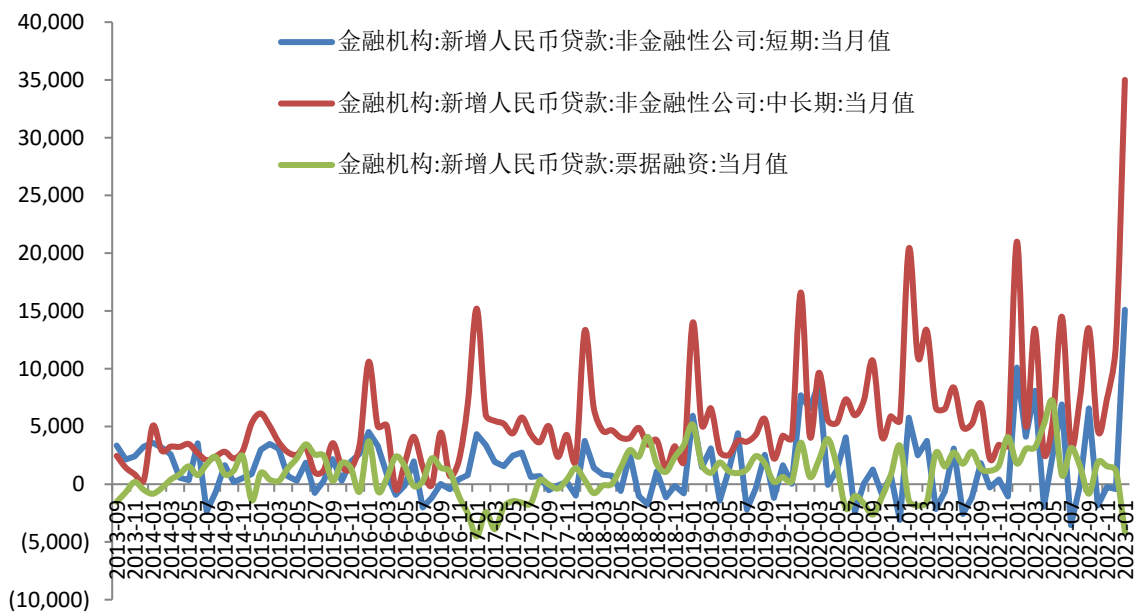
图 3：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2023 年 1 月份新增信贷的主要增长部门仍然是企业部门，表明房地产市场的恢复仍不明显，居民部门的按揭需求仍处较低水平；虽然 2022 年 4 季度以来，对地产的融资限制不断有实质放松措施出台，但商业银行系统对居民部门的信贷增长仍处低位，表明居民的购房需求仍然处于低位。我们认为，由于城市化进程速率变化、人口结构改变，特别是经济发展给社会收入预期带来的改变，楼市的投资需求短期仍难提升，居住性需求则增长较为缓慢，未来住房消费按揭的信贷需求也会维持现有的低增长态势，在银行信贷部门分类中则显现为家庭部门信贷增长的平缓。

图 4：中国企业部门信贷新增规模的期限变化（月，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 “宽货币、紧信用”下经济内生增长重要性提升

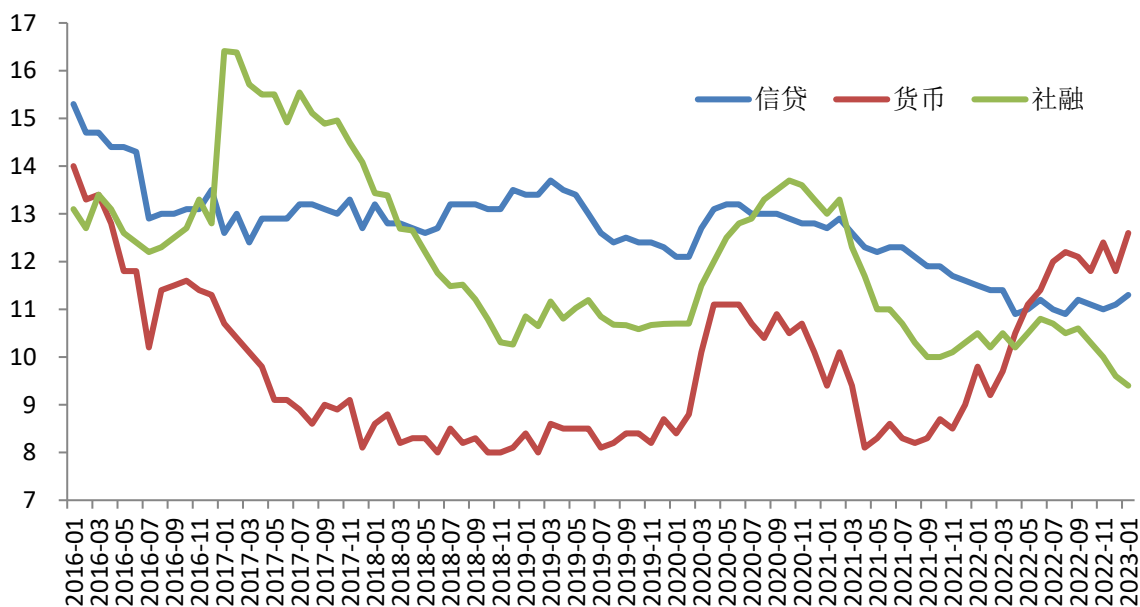
对货币和信用之间的关系，我们一直认为松紧相对组合是会发生变化的，我们所言的松紧是指两者间互为基准的比较关系，即信用增速（信贷、社融的增长）超过货币增速时，我们界定为“宽信用、紧货币”，反之则为“宽货币、紧信用”。对信用和货币间组合状态的关系，之前我们有过几期专门论述。我们认为，信用增长直接实现货币政策变化，而货币增长是金融和实体两部门共同作用下的结果，因而比信用增长更体现当期经济状况，因

而在经济底部时期，“宽信用、紧货币”是一种常态。

2022年Q2时，中国货币增速M2回升并先后穿越社融和信贷增速。我们曾指出，社融增长相较于信贷增长，更体现经济需求变化，信贷增长的政策指向效应更明显。随着2018年资管新规后中国资本市场规范化的发展，中国货币内生体系逐渐成长。货币、信用（信贷和社融）变化和经济间的联系都得到增强，加上货币政策结构化发展，货币增长更易受宽松政策推动而领先增长。货币和经济间机理的变化，导致了货币和信用间组合状态的变化，2022年Q2后，中国货币环境由“宽信用、紧货币”转变为“宽货币、紧信用”。

虽然2023年1月份中国货币和信贷增长均超出市场预期回升，但广义货币回升的幅度显然要更大：M2增速由上月的11.8回升到12.6，信贷余额增速由上月的11.1回升到11.3，社会融资的增速则是延续下降态势不变。我们认为，反映经济阶段特征的货币、信用的组合状态具有相对稳定性，政策变化对信用和货币组合状态的影响较小，未来无论货币宽松状态如何变化，经济内生性增长动力的发展，对经济回升进程有着更为重要的影响。

图 5：中国社会融资和货币、信贷的增长（月，%）

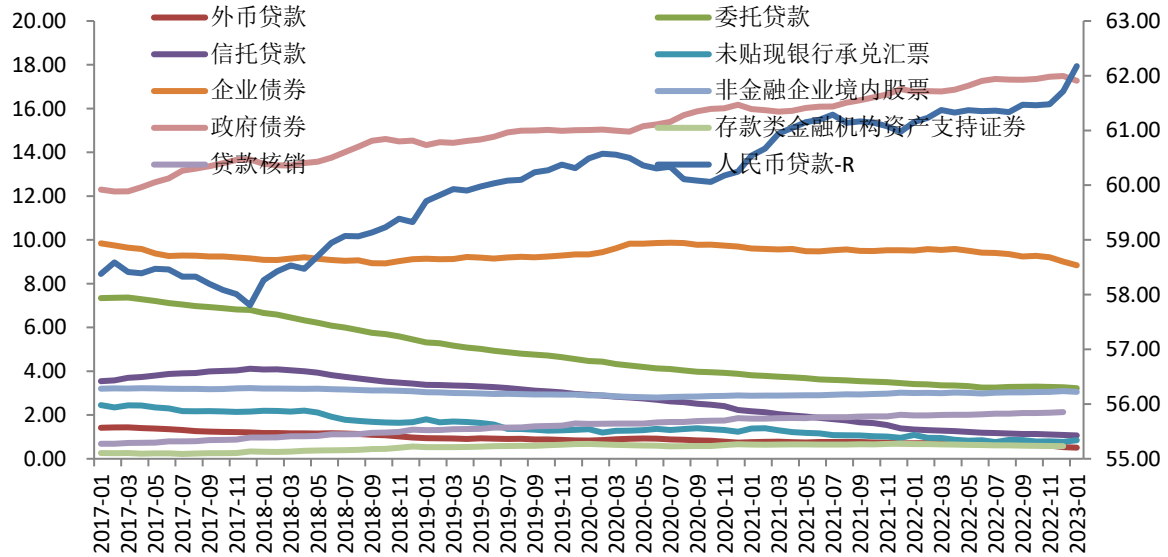


资料来源：Wind，上海证券研究所

“宽货币、紧信用”的组合状态，也意味着社会融资增长的表内化发展趋势。从2023年1月份的社会融资结构变化看，表内融资比重继续提高。随着社会融资的规范化发展，表外日益转表内，无论是委托贷款、信托贷款，还是未贴现银行承兑汇票，其

占比均出现了下降趋势，信贷占比和资本市场直接融资比重则上升。融资规范化的发展和社会融资结构改善，意味着资金“脱虚向实”的发展，维持资产泡沫的财务性融资性周转下降，在金融环境上位经济高质量发展创造了条件。

图 6：中国社会融资存量占比结构（月，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3.2 市场融资利率再趋平稳

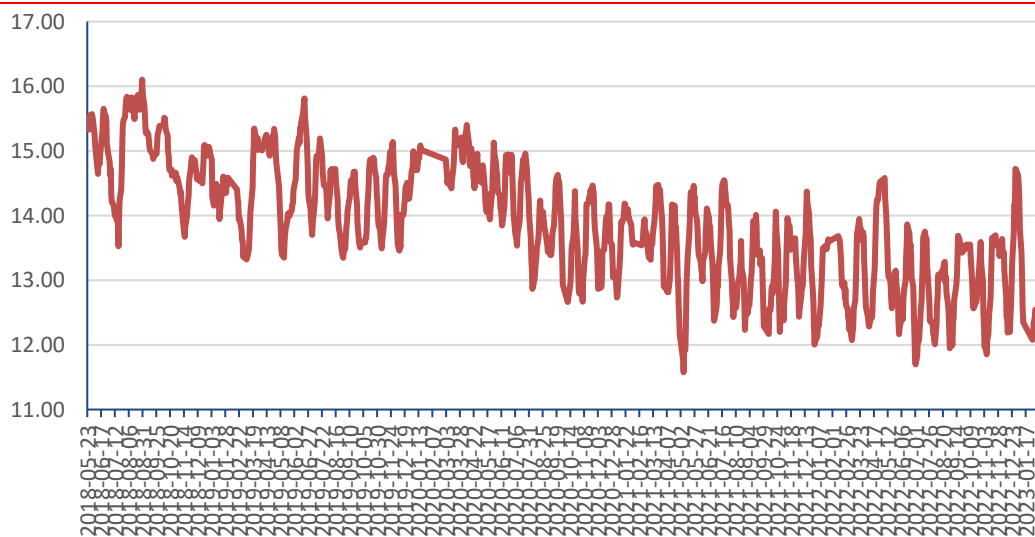
上月我们就指出，市场融资利率将在缓升后再趋平稳。从 2023 年 1 月份市场融资体系的变化看，波动中平稳特征不变。从同业市场情况看，1 月份同业拆借加权平均利率为 1.44%，比上月高 0.18 个百分点，比上年同期低 0.57 个百分点；质押式回购加权平均利率为 1.56%，比上月高 0.15 个百分点，比上年同期低 0.48 个百分点。对比 2022 年 12 月份，同业拆借加权平均利率为 1.26%，分别比上月和上年同期低 0.29 个和 0.76 个百分点；质押式回购加权平均利率为 1.41%，分别比上月和上年同期低 0.2 个和 0.68 个百分点。

我们认为，2022 年 Q4 市场利率抬升不具有持续性，主要是受楼市融资政策放松下，资金“虹吸”效应下的临时扰动，在“降成本”的金融供给侧改革下，中国融资利率中长期下降趋势仍未改变。中国融资利率偏高的市场格局，主要是楼市融资持续高位的结果，正是楼市融资持续高位造成了中国在较长时期以来的中小企业融资贵问题。实体之所以融资难、融资贵，尤其是中小企业的融资问题，主要是因为存在着房地产融资的竞争，房地产项目融资对金融的吸引力较为强大。随着楼市政策环境的改变，

以及央行直达实体工具的推出，中小企业融资利率偏高局面已得到较大缓解，流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境逐渐得到好转。

从中小企业融资利率下降的实践效果看，虽然货币环境持续平稳，中小企业融资利率仍然延续了趋向下行局面。我们先前就指出，中国融资利率偏高主要受楼市融资需求发展变化的影响。房地产融资新规出台后，社会融资需求趋于下降，实体经济中的融资利率就受益这种结构变化，趋向下行。2022年Q4楼市融资政策趋放松后，实体经济的市场融资利率又趋紧。2023年后，前期楼市融资政策环境变化对市场融资的扰动基本过去，从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，继续了趋势性抬升态势。不过，由于房地产融资需求的低迷和开发性融资不会膨胀，实体领域的市场融资利率不会延续抬升，预计将很快转入平稳运行阶段。

图 7：温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率：% ，日）



数据来源：Wind，上海证券研究所

4 事件预测：趋势判断

4.1 首月效应后新增信贷和货币增长或回落

保持流动性合理充裕是央行的政策目标。我们认为 2023 年 1 月份信贷和货币增长的大幅度回升，主要是商业银行信贷投放月度变化中的“首月效应”，并不具有持续性，未来或有回落，新增信贷规模和货币增长，都将回落。

请务必阅读尾页重要声明

从趋势上看，2023 年内国货币仍存在“双降”（降息和降准）的内在需求。按照我们的货币“二分法”分析框架，当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。

尽管西方主要经济体通胀持续高位，主要经济体纷纷经历了一波大幅度、快速升息进程；但中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而难以缺少的选项。虽然海外利率较高，但在双循环背景下，国内经济发展需要在货币环境上仍需要降准、降息的配合。随着疫情影响消退后中国经济运行恢复正常，为保持流动性环境平稳，降准、降息的时机将更趋成熟、条件将更趋完备。

5 风险提示：

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变：俄乌冲突已升级为两国之间的战争，西方对俄罗斯实施制裁或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：大宗商品价格高位波动，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。