

## 复苏尚需更多证据

——宏观经济研究周报

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

2023年2月12日

## 投资摘要:

1月社融新增规模大幅增长,但与历史1月相比仍然较弱,其中居民部门信贷增长乏力,而企业中长期贷款规模持续增长。预计未来居民部门信贷修复仍需时间,经济复苏仍需更多证据。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

## 社融整体难言强劲

- 新增社融仅低于去年,但同比增速仍然较低。1月当月新增社会融资规模6万亿元,同比少增2000亿元;社融存量350.9万亿元,同比增长9.4%,增速较去年同期下降1.1个百分点。近四年来,2023年1月社融新增规模较高,仅低于2022年,而存量增速则为2016年以来最低。
- 新增人民币贷款好于21、22年,政府债券、非标融资和企业债券新增规模同比下降。新增社融的主要贡献项是人民币贷款,1月新增人民币贷款规模4.9万亿元,高于21、22年。新增政府债券4140亿元,同比少增1886亿元;新增非标融资3485亿元,同比少减996亿元;新增企业债券1486亿元,同比多减4352亿元;外币贷款下降131亿元,同比多减1162亿元。

## 企业贷款支撑社融

## 1、企业中长期贷款增幅亮眼

- 中长期贷款支持信贷增幅。从期限结构来看,1月金融机构口径新增中长期人民币贷款4.9万亿元;新增短期及票据贷款11314亿元。短期及票据贷款中居民户短期贷款仅新增341亿元,同比少增665亿元,疫情管控措施优化后,居民消费意愿仍然不高,预计未来居民消费恢复仍需时间。

## 2、政府债券未来有望贡献社融增长动力

- 专项债发行尚未发力,今年1季度或有增长空间。1月新增政府债券规模4140亿元,同比少增1886亿元。2022年1月专项债快速发力稳增长,当月发行专项债5765亿元,对社融形成有力支撑。2022年全年稳增长压力较大,新增专项债额度及余额基本被使用完毕,因此1月新增政府债券与去年同期相比规模较小,但未来如能有新增专项债额度,则1季度政府债券对社融仍将支持力度。

## 3、非标、企业债券、外币贷款拖累社融

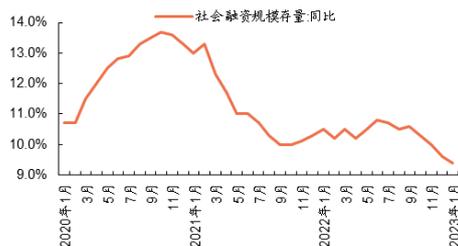
- 企业债券发行量与历史同期相比较低。1月新增企业债券融资1486亿元,同比少增4352亿元。
- 外币贷款规模下降,非标融资较上月修复。1月外币贷款下降131亿元,同比多减1162亿元。外币贷款主要表征企业付汇进口商品以及对外投,内需疲软叠加美联储加息带来套息空间和贬值压力,导致外币贷款2022年以来持续拖累社融。非标融资中,未贴现银票新增2963亿元,同比少增1770亿元,新增委托贷款584亿元,同比多增156亿元,信托贷款下降62亿元,同比少减618亿元。

## 货币增速提升

- M1、M2增速提升, M2-社融剪刀差再次走阔。1月M2同比增长12.6%,前值11.8%;M1同比增长6.7%,前值3.7%。M1统计口径为现金和企业活期存款,由于1月和春节前的发薪需求, M1在1、2月通常为年内低点。2023和2022年春节并未出现显著错位,因此M1增速上行说明企业存款的活化水平得到提升。与此类似, M2-社融增速可代表实体经济额外的信贷需求,虽然M2仍大于社融说明实体信贷需求较弱。

风险提示: 经济复苏超预期、居民购房及消费需求超预期修复。

## 2020-23年各月社融增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《站在新一轮周期的起点——宏观经济研究周报》2022-12-25
- 2、《超季节性收缩——宏观经济研究周报》2023-1-2
- 3、《紧张状态下的弱松动信号——宏观经济研究周报》2023-1-10
- 4、《整体较弱但仍有结构亮点——宏观经济研究周报》2023-1-15
- 5、《出口继续承压——宏观经济研究周报》2023-1-29
- 6、《不作过分“鹰派”判断——宏观经济研究周报》2023-2-5

## 内容目录

1. 每周一谈：1月金融数据点评 .....	3
1.1 社融整体难言强劲 .....	3
1.2 企业贷款支撑社融 .....	4
1.2.1 企业中长期贷款增幅亮眼 .....	4
1.2.2 政府债券未来有望贡献社融增长动力 .....	5
1.2.3 非标、企业债券、外币贷款拖累社融 .....	5
1.3 货币增速提升 .....	6
2. 风险提示 .....	6

## 图表目录

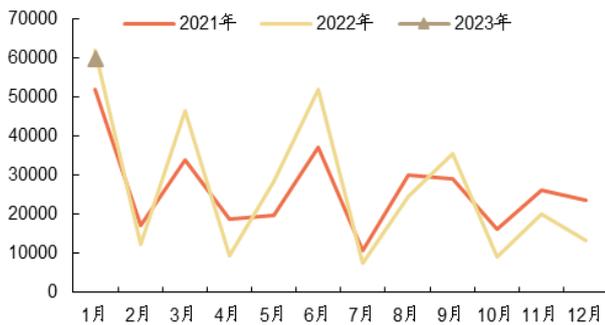
图 1：2021-23 年各月当月新增社融 .....	3
图 2：2021-23 年各月社融存量增速 .....	3
图 3：2021-23 年 1 月新增社融结构 .....	3
图 4：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按期限） .....	4
图 5：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按部门） .....	4
图 6：2022-23 年各月居民部门人民币信贷期限结构 .....	4
图 7：2022-23 年各月企业部门人民币信贷期限结构 .....	4
图 8：2021-23 年各月新增政府债券规模 .....	5
图 9：2021-23 年各月新增企业债券规模 .....	5
图 10：2022-23 年各月新增外汇贷款与非标融资规模 .....	6
图 11：2021-23 年各月 M1、M2 增速 .....	6
图 12：2021-23 年社融及 M2 增速 .....	6

## 1. 每周一谈：1月金融数据点评

### 1.1 社融整体难言强劲

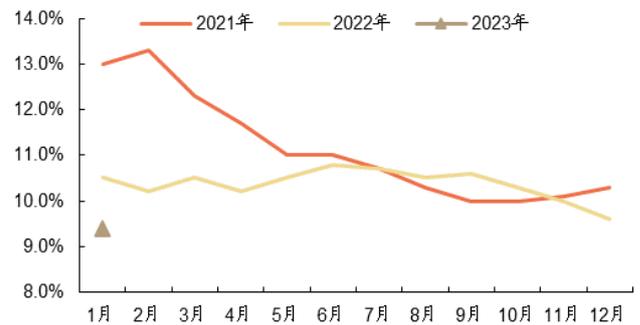
新增社融仅低于去年,但同比增速仍然较低。1月当月新增社会融资规模6万亿元,同比少增2000亿元;社融存量350.9万亿元,同比增长9.4%,增速较去年同期下降1.1个百分点(图1、图2)。年初由于银行有“开门红”投放任务,因此新增社融规模大多为年内高点,将社融数据与历史各1月值对比可有效排除季节性影响。近四年来,2023年1月社融新增规模较高,仅低于2022年,而存量增速则为2016年以来最低。

图1: 2021-23年各月当月新增社融



资料来源: Wind, 申港证券研究所

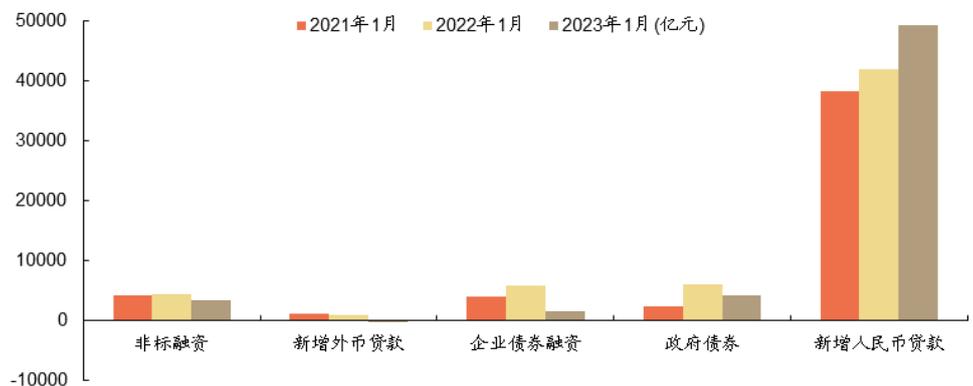
图2: 2021-23年各月社融存量增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

新增人民币贷款好于21、22年,政府债券、非标融资和企业债券新增规模同比下降。新增社融的主要贡献项是人民币贷款,1月新增人民币贷款规模4.9万亿元,高于21、22年。新增政府债券4140亿元,同比少增1886亿元;新增非标融资3485亿元,同比少减996亿元;新增企业债券1486亿元,同比多减4352亿元;外币贷款下降131亿元,同比多减1162亿元(图3)。

图3: 2021-23年1月新增社融结构



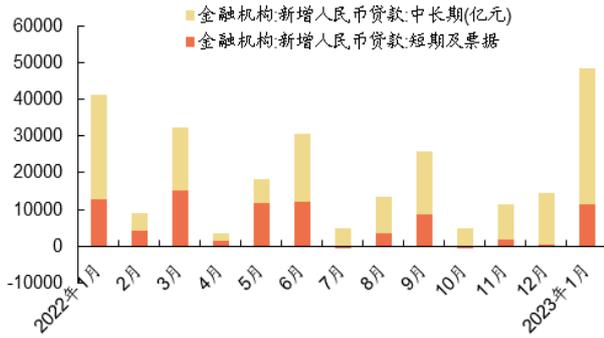
资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 1.2 企业贷款支撑社融

### 1.2.1 企业中长期贷款增幅亮眼

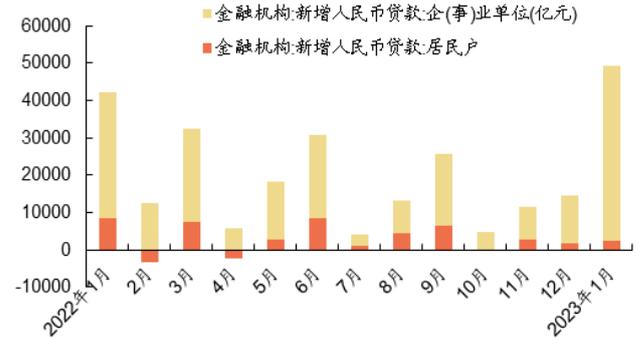
**中长期贷款支持信贷增幅。**从期限结构来看，1月金融机构口径新增中长期人民币贷款 4.9 万亿元；新增短期及票据贷款 11314 亿元。短期及票据贷款中居民户短期贷款仅新增 341 亿元，同比少增 665 亿元，疫情管控措施优化后，居民消费意愿仍然不高，预计未来居民消费恢复仍需时间。

图4：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按期限）



资料来源：Wind，申港证券研究所

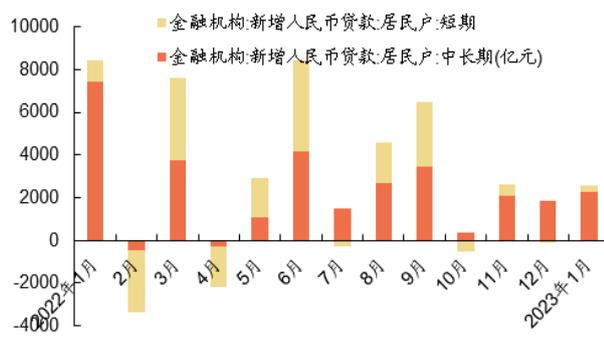
图5：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按部门）



资料来源：Wind，申港证券研究所

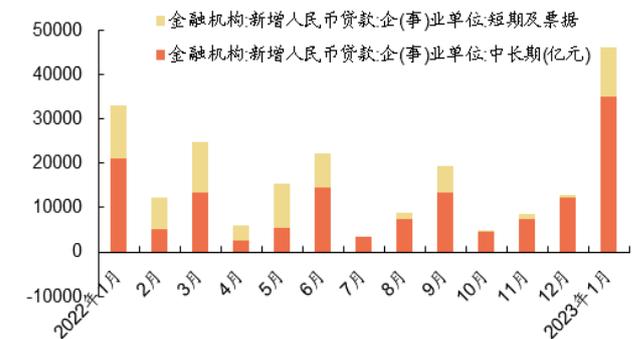
**企事业单位新增贷款是重要贡献项。**从部门来看，1月金融机构口径新增企业人民币贷款 4.7 万亿元，同比多增 1.3 万亿元，企业对未来经营环境的预期有一定改善；新增居民人民币贷款 2572 亿元，同比少增 5858 亿元，居民部门信贷需求仍然较弱（图 5）。

图6：2022-23 年各月居民部门人民币信贷期限结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

图7：2022-23 年各月企业部门人民币信贷期限结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

**居民部门新增中长期贷款规模与较上月略有增长，但与去年同期相比仍然较低。**1月金融机构口径居民部门新增中长期人民币贷款 2231 亿元，环比多增 366 亿元，但同比少增 5193 亿元；新增短期人民币贷款 341 亿元，环比多增 454 亿元，同比少增 665 亿元（图 6）。居民部门的中长期贷款主要是车贷和房贷，而同比少增反映出居民部门扩表意愿仍然较弱，2022 年房价的下行对购房需求的压制并未出现显著缓解，未来居民部门中长期贷款修复或仍需时间。

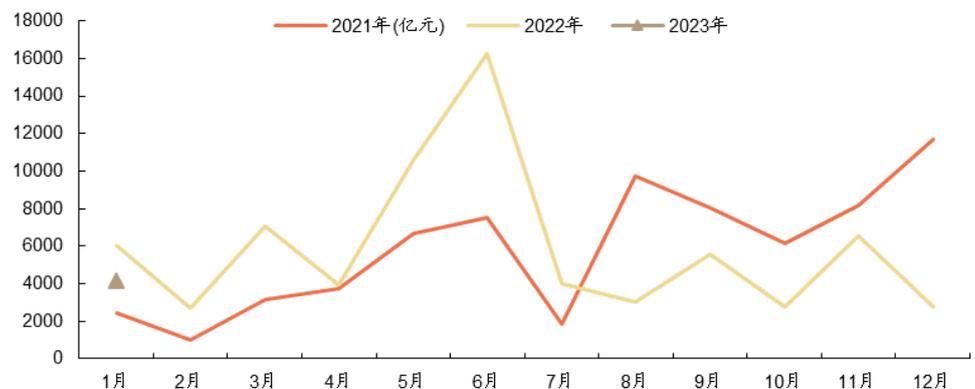
**4 季度以来企业中长期贷款稳健增预示经营预期好转。**1月金融机构口径企业部门新增中长期人民币贷款 3.5 万亿元，环比多增 2.3 万亿元，同比多增 1.4 万亿元；

新增短期贷款及票据融资 1.1 万亿元，环比多增 1 万亿元，同比少增 915 亿元。新增中长期贷款规模延续自去年 4 季度以来的增长趋势，企业对未来的经营预期得到持续修复（图 7）。

### 1.2.2 政府债券未来有望贡献社融增长动力

专项债发行尚未发力，今年 1 季度或有增长空间。1 月新增政府债券规模 4140 亿元，同比少增 1886 亿元（图 8）。2022 年 1 月专项债快速发力稳增长，当月发行专项债 5765 亿元，对社融形成有力支撑。2022 年全年稳增长压力较大，新增专项债额度及余额基本被使用完毕，因此 1 月新增政府债券与去年同期相比规模较小，但未来如能有新增专项债额度，则 1 季度政府债券对社融仍将有支持力度。

图8：2021-23 年各月新增政府债券规模

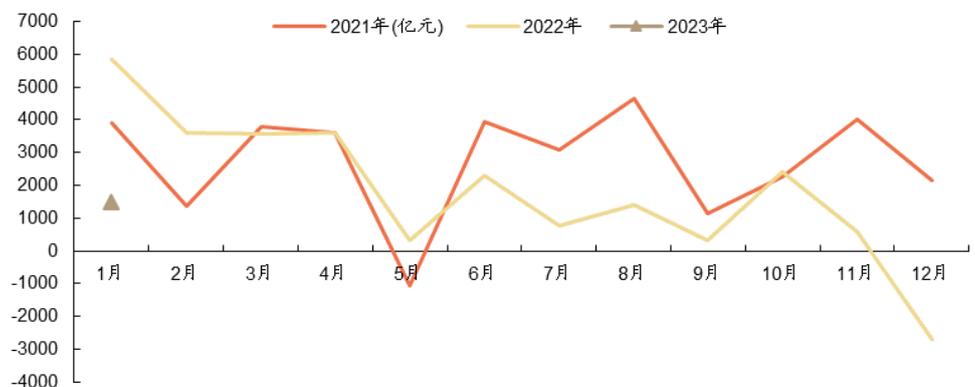


资料来源：Wind，申港证券研究所

### 1.2.3 非标、企业债券、外币贷款拖累社融

企业债券发行量与历史同期相比较低。1 月新增企业债券融资 1486 亿元，同比少增 4352 亿元（图 9）。前期由于疫情管控的优化以及资金面的扰动债市进行了较大幅度的调整，企业债券发行量仍受到影响。

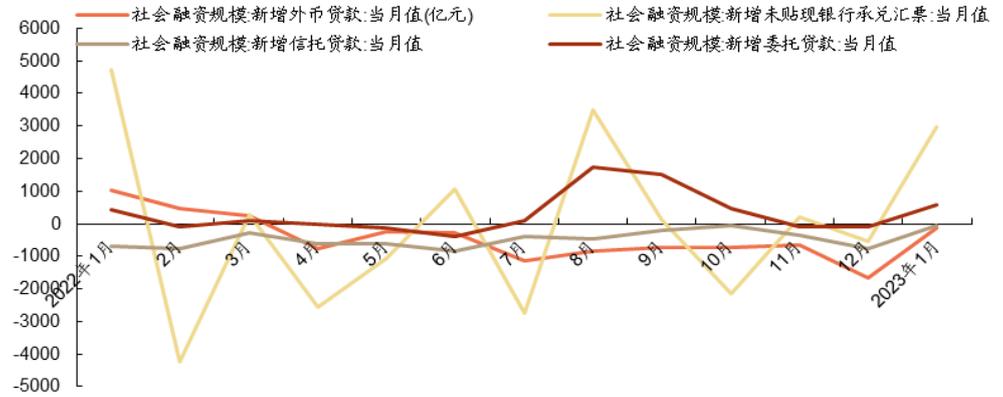
图9：2021-23 年各月新增企业债券规模



资料来源：Wind，申港证券研究所

外币贷款规模下降，非标融资较上月修复。1月外币贷款下降131亿元，同比多减1162亿元。外币贷款主要表征企业付汇进口商品以及对外投，内需疲软叠加美联储加息带来套息空间和贬值压力，导致外币贷款2022年以来持续拖累社融。非标融资中，未贴现银票新增2963亿元，同比少增1770亿元，新增委托贷款584亿元，同比多增156亿元，信托贷款下降62亿元，同比少减618亿元。

图10：2022-23年各月新增外汇贷款与非标融资规模

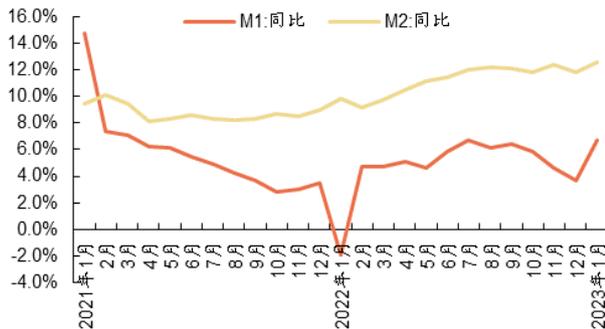


资料来源：Wind，申港证券研究所

### 1.3 货币增速提升

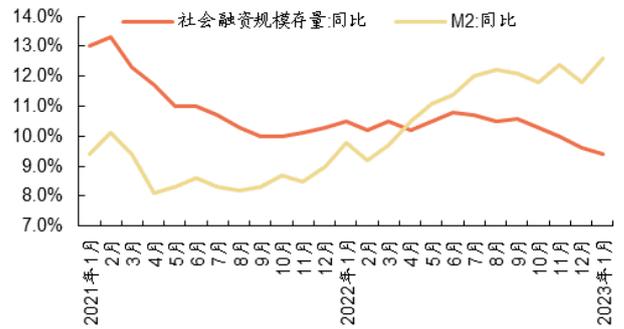
**M1、M2增速提升，M2-社融剪刀差再次走阔。**1月M2同比增长12.6%，前值11.8%；M1同比增长6.7%，前值3.7%。M1统计口径为现金和企业活期存款，由于1月和春节前的发薪需求，M1在1、2月通常为年内低点。2023和2022年春节并未出现显著错位，因此M1增速上行说明企业存款的活化水平得到提升。与此类似，M2-社融增速可代表实体经济额外的信贷需求，虽然M2仍大于社融说明实体信贷需求较弱（图12）。

图11：2021-23年各月M1、M2增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

图12：2021-23年社融及M2增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

## 2. 风险提示

经济复苏超预期、居民购房及消费需求超预期修复。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上