

# 关注后续地产融资

## ——2023年1月金融数据点评

2023年2月13日

A股策略 事件点评

分析师	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521050001
研究助理	孙涤	电话：010-66555181	邮箱：sundi-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121040003

### 事件：

2023年2月10日，中国人民银行发布2023年1月金融数据。社融增速环比下行0.2个百分点至9.4%，同比少增1959亿元，主要拉动仍为人民币贷款，债券、票据融资拖累较大。对此，点评如下：

### 主要观点：

**企业中长期贷款为最主要拉动，但难对冲债券、票据融资少增态势，社融整体回落。**1月社融多增分项包括人民币贷款(+7313亿元)、信托贷款(+618亿元)、委托贷款(+156亿元)，主要依靠信贷拉动。具体来看，企业中长期贷款同比多增1.4万亿元，是信贷、社融最大拉动分项，住户中长期贷款、票据融资、企业债、政府债分别同比少增5193、5915、4352、1886亿元，拖累社融整体增速。

**结构强、总量弱时期，整体来看权益市场涨幅不大。**受稳信贷政策影响，1月企业中长期贷款明显回升，但由于债券、房地产融资拖累，整体增速仍呈回落态势。历史上类似的阶段包括2017/9-2017/11、2020/10-2021/2、2022/8-2022/12，上证综指在各时段涨幅分别为-1.30%、+9.04%、-5.04%，社融仅结构优化对权益市场提振并不明显。相较而言，社融总量增速抬升对权益市场提振力度更强，分别划分社融总量、企业中长期贷款的上行、下行阶段，总量上行阶段市场涨幅明显高于企业中长期大幅上行阶段。

**结构来看价值风格占优。**2017/9-2017/11、2020/10-2021/2、2022/8-2022/12均为经济尚未企稳、但稳增长政策发力阶段，提振价值风格表现，期间“沪深300/创业板指”均呈上行态势。具体地，2017/9-2017/11、2022/8-2022/12期间消费板块上涨，2020/10-2021/2期间则是资源品涨幅居前。

**房地产融资为最大变量。**1月主要拖累分项中，目前企业债信用利差已显著收敛；地方债方面，财政部1月表示“将在专项债投资拉动上加力”，1月地方债发行保持前置，后续增量有保障；但房地产融资方面，剔除春节错位效应，1/16-1/20、1/23-1/27房地产销售同比增速分别为-8.91%、-74.61%。房地产销量、融资后续表现，是影响社融增速最大变量。

**风险提示：**宏观经济超预期波动，政策不及预期。

## 目 录

1. 企业中长期贷款仍为最大拉动 .....	3
2. 社融结构强、总量弱 .....	4
3. 关注下阶段房地产销售情况 .....	5
4. 风险提示 .....	6

## 插图目录

图 1: 1月社融分项同比多增 .....	3
图 2: 1月人民币贷款分项同比多增规模 .....	3
图 3: 社融结构强、总量弱阶段 .....	4
图 4: 总量上行期间主要指数涨幅 .....	4
图 5: 结构上行期间主要指数涨幅 .....	4
图 6: 社融结构强、总量弱阶段价值风格占优 .....	5
图 7: 信用利差有所收敛 .....	6
图 8: 剔除春节效应，房地产销售增速仍下滑 .....	6

## 表格目录

表 1: 2022年12月以来稳信贷政策 .....	3
表 2: 社融结构强、总量弱期间各行业涨幅 .....	5

## 1. 企业中长期贷款仍为最大拉动

企业中长期贷款继续回升。结构来看，开年社融主要拉动分项仍为人民币贷款，各分项中人民币贷款、信托贷款、委托贷款分别同比多增 7313、618、156 亿元。稳信贷政策推动下，企业中长期贷款仍为最大拉动力量，信贷分项中企业中长期贷款同比多增 1.4 万亿元，企业短期贷款同比多增 5000 亿元，是同比多增最大的信贷分项。

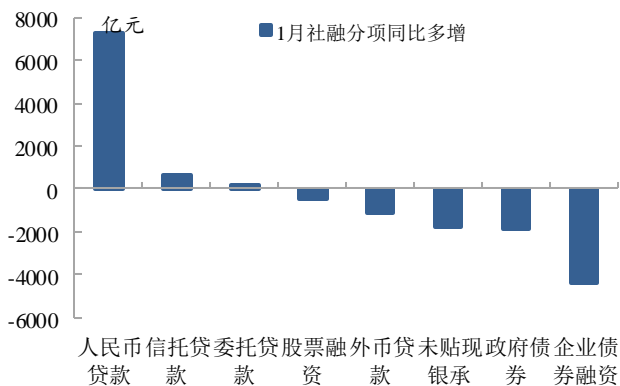
表1：2022年12月以来稳信贷政策

时间	部门	主题	内容
2023.1.16	人民银行 上海总部	2023年货币 信贷工作会 议	一是保持货币信贷总量平稳增长。二是精准有力落实好稳经济各项政策措施。三是着力做好房地产金融工作。四是继续做好小微企业、民营企业和乡村振兴金融服务。五是继续释放贷款市场报价利率（LPR）改革成效。
2023.1.1	央行、银保 监会	主要银行信 贷工作座谈 会	合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力，进一步优化信贷结构，精准有力支持国民经济和社会发展重点领域、薄弱环节。要加强跟踪监测，及时跟进政策性开发性金融工具配套融资，延续发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力，力争形成更多实物工作量。
2023.1.4	央行	2023年中国 人民银行工 作会议	要精准有利实施好稳健的货币政策，多措并举降低市场主体融资成本，保持人民币汇率正在合理均衡水平上的基本稳定；加大金融对国内需求和供给体系的支持力度，支持房地产市场平稳健康发展。
2022.12.3	央行	央行货币政 策委员会 2022年第四 季度例会	要用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设。满足房地产行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况，因城政策支持刚性和改善性住房需求。加大宏观政策调控力度，大力提振市场信心。

资料来源：央行，证监会，东兴证券研究所

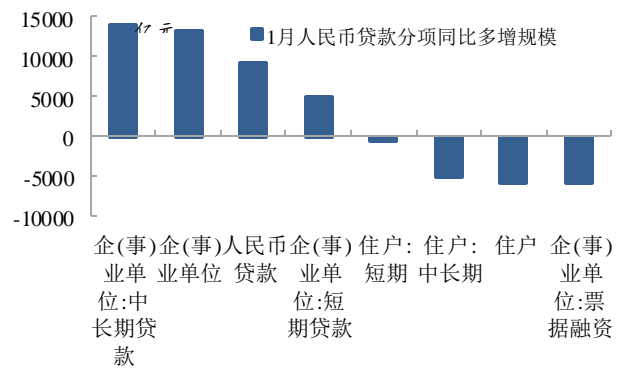
但其余分项仍偏弱，社融整体少增。1月同比少增规模较大分项为企业债融资、政府债融、未贴现银行承兑汇票，分别同比少增 4352、1886、1770 亿元。贷款分项中，住户中长期贷款、票据融资分别同比少增 5193、5915 亿元，是贷款最大拖累分项。

图1：1月社融分项同比多增



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：1月人民币贷款分项同比多增规模

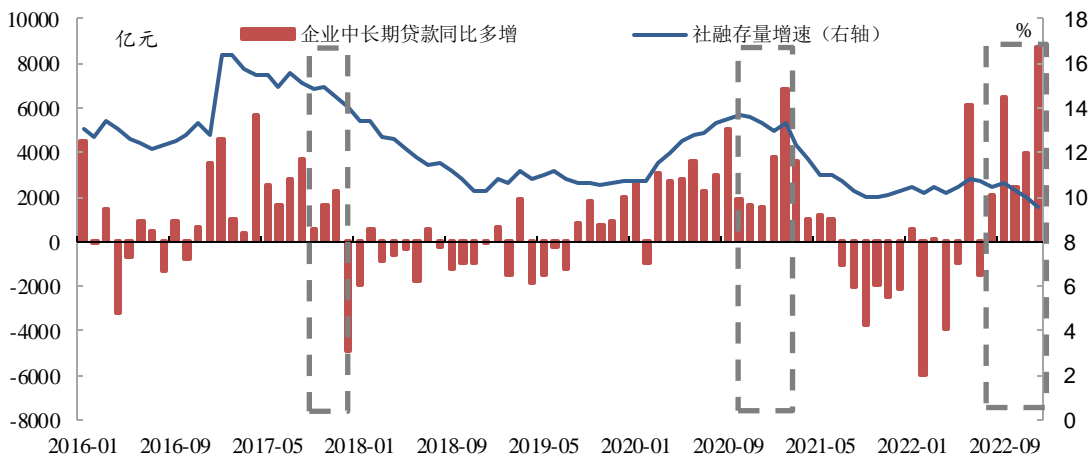


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2. 社融结构强、总量弱

**结构强、总量弱时期的权益市场表现。**受稳信贷政策影响，1月企业中长期贷款明显回升，但由于信用债、房地产信贷拖累，整体增速仍呈回落态势。历史上类似的阶段包括 2017/9-2017/11、2020/10-2021/2、2022/8-2022/12。主要指数中，上证综指在各时段涨幅分别为-1.30%、+9.04%、-5.04%；创业板指在各时段涨幅分别为-4.28%、+13.18%、-12.12%。说明社融结构强但总量弱，对于权益市场提振并不明显。

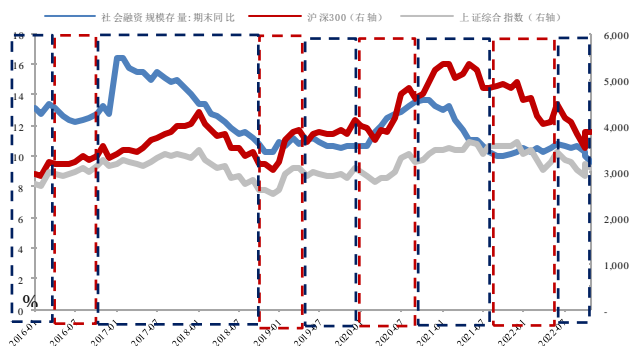
图3：社融结构强、总量弱阶段



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

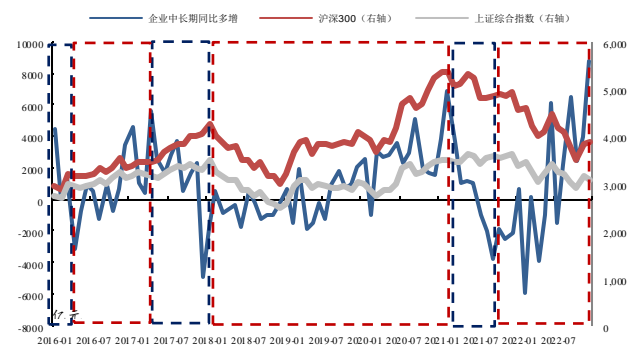
**社融总量抬升对权益市场提振力度较结构更强。**分别划分社融总量、企业中长期贷款的上行、下行阶段，其中总量持续上行阶段为 2016/7-2016/12、2018/12-2019/6、2020/3-2020/10、2021/12-2022/6，上证综指分别上涨 5.93%、15.09%、11.95%、-4.64%；企业中长期贷款持续上行阶段，上证综指则分别上涨 7.52%、5.32%、-13.42%（2016/5-2017/1、2018/1-2021/12、2021/10-2022/12）。社融增速整体抬升时期权益市场涨幅较大。

图4：总量上行期间主要指数涨幅



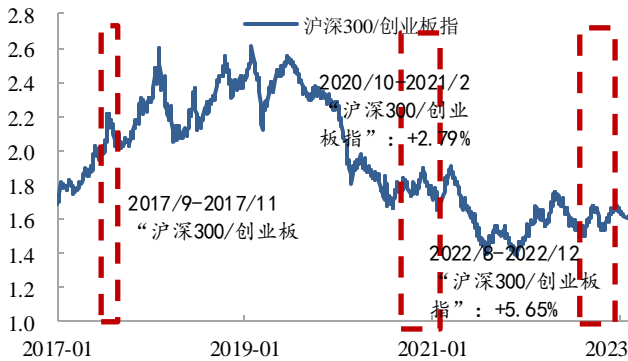
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：结构上行期间主要指数涨幅



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

结构来看，社融结构强于总量阶段价值风格占优。2017/9-2017/11、2020/10-2021/2、2022/8-2022/12 期间，均为经济尚未企稳、但中长期贷款在稳增长政策提振下明显恢复阶段，价值风格明显占优，“沪深 300/创业板指”均呈上行态势。具体来看，2017/9-2017/11、2022/8-2022/12 期间消费板块上涨，食品饮料、消费者服务等行业涨幅居前，2020/10-2021/2 期间则是资源品上涨，有色、石油等行业涨幅居前。

**图6：社融结构强、总量弱阶段价值风格占优**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**表 2：社融结构强、总量弱期间各行业涨幅**

单位：%	2017/9-2017/11	2020/10-2021/2	2022/8-2022/12		
食品饮料	17.42	有色金属	62.40	消费者服务	12.87
家电	13.11	电新	36.65	商贸零售	8.78
电子	12.32	石油石化	34.55	非银行金融	8.00
通信	8.44	基础化工	30.99	计算机	6.57
建材	7.45	钢铁	29.24	交通运输	5.97
医药	5.92	消费者服务	26.04	传媒	5.80
煤炭	5.32	食品饮料	25.33	医药	3.69
消费者服务	5.20	汽车	23.49	轻工制造	2.86
房地产	4.76	机械	23.34	银行	1.80
非银行金融	3.39	银行	17.33	房地产	1.34

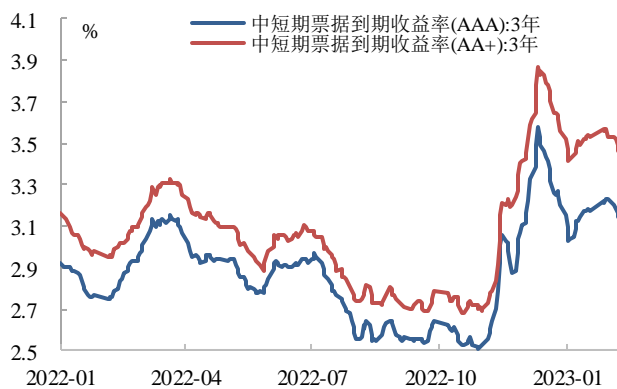
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3. 关注下阶段房地产销售情况

1月主要拖累分项中，债券融资下阶段有望恢复。截至2/10，AAA、AA+中短期票据分别较2022年12月高点下行43、40BP，虽然并未恢复至2022/12前水平，但利差已现收敛态势。政府债方面，2023年初财政部即表示“在专项债投资拉动上加力，适当扩大投向领域和用作资本金范围”，1月地方债净融资共计6400亿元，同比基本持平，2023年地方债仍发行仍保持前置，一季度发行规模仍大。

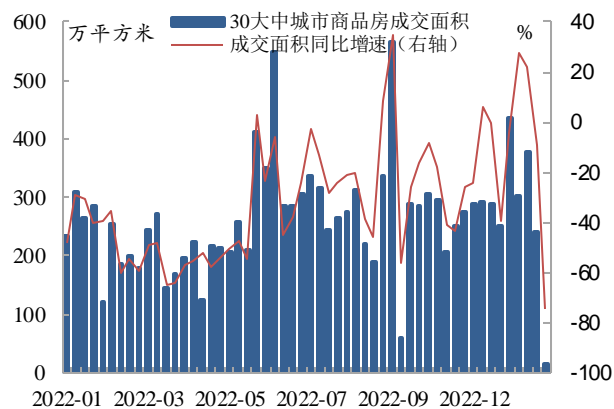
房地产销售仍未回暖。剔除春节错位效应，1/16-1/20、1/23-1/27 房地产销售同比增速分别为-8.91%、-74.61%，较前期继续下行；加之居民中长期贷款同比少增超5000亿元，是社融较大拖累分项。房地产销量、融资后续表现，是影响社融增速最大变量。

图7：信用利差有所收敛



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：剔除春节效应，房地产销售增速仍下滑



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 4. 风险提示

宏观经济超预期波动，政策不及预期。

## 分析师简介

### 分析师：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020年7月加入东兴证券研究所，负责A股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪A股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

## 研究助理简介

### 研究助理：孙涤

对外经济贸易大学金融硕士，曾就职于中债资信研究部，负责债券市场研究。2021年3月加入东兴证券研究所，侧重货币政策分析，市场流动性研判，利率走势分析，投资者行为研究。

## 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研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。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，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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038



电话：010-66554070  
传真：010-66554008

电话：021-25102800  
传真：021-25102881

电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526