

## 1月金融数据点评——

# 信贷增量助力经济“开门红”

### 事件：

2月10日晚，央行公布2023年1月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款49000亿元，前值14000亿元。
- (2) 社会融资规模59800亿元，前值13058亿元。
- (3) M2同比增长12.6%，前值11.8%；M1同比6.7%，前值3.7%；M0同比7.9%。

### 投资要点：

- **信贷增量“开门红”：结构方面，依旧维持去年年底的分化局面，都是一个非常典型的对公强，零售弱的特点。**经过1月份的信贷冲量后，我们认为，2月份整体增量上会有调整，同时考虑到春节错位的关系，整体2月份同比应该是稳中有升的节奏，同时票据的占比会提高。**真正需要关注的是3月份，季末月份加上两会召开后政策落地，我们认为3月份信贷可能会再度发力。**
- **整体1月社融同比少增**，主要由于企业债券、政府债券的拖累，企业债券同比少增主要是由于贷款冲量的影响，随着两会即将召开，若是今年财政赤字规模高于去年，届时政府债券今年下半年能够实现多增。
- **流动性依旧维持宽松：在企业融资需求回升的带动下，银行体系的流动性也开始向实体传导。**M2增速创近6年半新高，但社融存量增速为有统计数据以来最低，社融增速连续10个月低于M2增速，两者剪刀差持续扩大。**未来随着经济的进一步修复、专项债提前批的逐步落地，社融与M2剪刀差有望收窄。**
- **投资策略：**当下，经济正常化的速度快于预期，最差的情况已经过去。无论是企业中长期贷款数据，还是春节前后消费数据，均显示经济在快速实现正常化。**经济正在从底部向上复苏，当前时点可以加配内需相关板块。未来，若是居民需求复苏不及预期，政策面有望进一步加码。**
- **风险提示：**一是未来相关政策落地不及预期；二是居民消费和信心复苏不及预期；三是美联储加息带动美元指数升值超预期。

### 团队成员

分析师 朱斌  
执业证书编号：S0210522050001  
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《春季躁动下的行情复盘与展望》  
2023.2.9
- 2、《2022年业绩预告点评：产业链各环节预期业绩表现有所分化》2023.2.7
- 3、《中央政治局第二次集体学习中的五大看点》  
2023.2.1

## 正文目录

1	信贷冲量，经济“开门红”.....	1
2	社融：增幅略有放缓.....	3
3	流动性：宽松依旧，复苏保障.....	4
4	社融统计口径调整.....	5
5	投资策略.....	5
6	风险提示.....	5

## 图表目录

图表 1：近期票据利率陡峭上行.....	2
图表 2：1月 PMI 重回枯荣线以上.....	2
图表 3：贷款维持对公强、零售弱的特点.....	2
图表 4：个人住房贷款余额增速依旧乏力.....	2
图表 5：贷款需求指数显示回暖，彰显复苏活力.....	3
图表 6：去年政府债发型前置导致整体基数较高.....	4
图表 7：社融存量增速创新低，M2 与社融剪刀差走阔.....	5

2月10日晚，央行公布2023年1月金融数据：

(1) 信贷：新增人民币贷款49000亿元，前值14000亿元。

(2) 社融：社会融资规模59800亿元，前值13058亿元。

(3) 货币：M2同比12.6%，前值11.8%；M1同比6.7%，前值3.7%；M0同比7.9%。

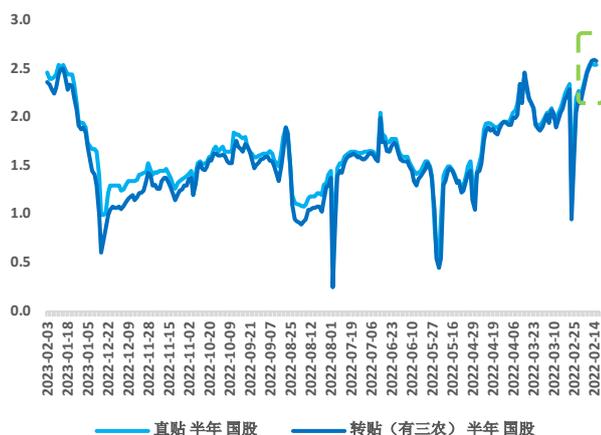
## 1 信贷冲量，经济“开门红”

信贷方面，1月新增人民币贷款49000亿元，同比多增9200亿。其中，中长期占比76.0%，较上月下降24个百分点，较去年同期上升5个百分点。

分项看：(1) 非金融企业贷款新增46800亿元，同比多增13200亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别新增15100和35000亿元，企业票据融资-4127亿元，同比分别多增5000、多增14000和多减5915亿元。(2) 居民贷款新增2572亿元，同比少增5858亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别新增341和2231亿元，同比分别少增665和少增5193亿元。(3) 非银金融机构贷款-585亿元，同比少减832亿元。

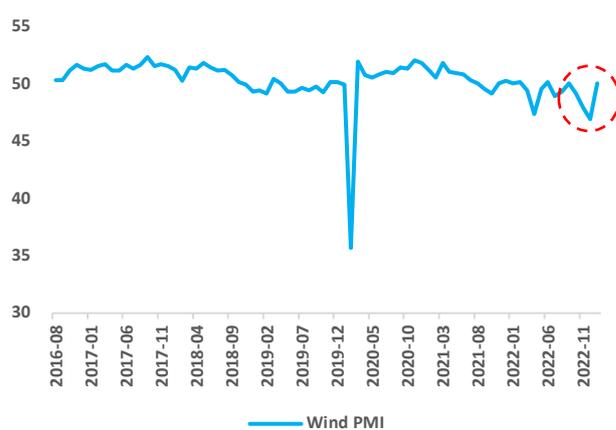
通常而言，春节前会有一定的信贷发力，所以市场对于信贷高增长的情况已有一定预期：一月，短期票据利率陡峭上行，表明金融机构的信贷十分活跃，一方面需要通过抬高票据利率出票为贷款腾挪规模，另一方面，也是通过减少短票的规模来调控信贷规模维持在一个合理的目标区间；同时，一月制造业PMI录得50.1%，时隔数日重回枯荣线以上，也显示了经济景气复苏的征兆，为提升贷款景气度创造了条件。

图表 1：近期票据利率陡峭上行（%）



来源：Wind，华福证券研究所

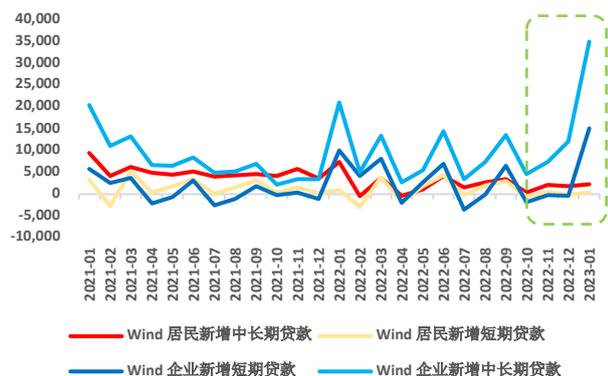
图表 2：1 月 PMI 重回枯荣线以上



来源：Wind，华福证券研究所

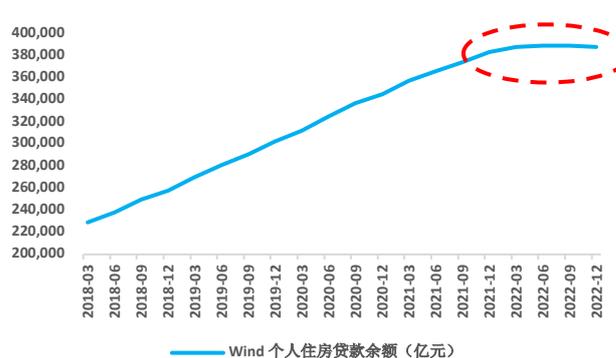
结构方面，依旧维持去年年底的分化局面，都是一个非常典型的对公强，零售弱的特点。相较于对公的强势，零售贷款的增幅回落较大。政策影响下，利率下调，对公需求被激发。居民需求则依旧疲弱，中长期贷款下降趋势明显。疫情放开后，居民的出行恢复，但因为收入稳定性没完全得到确认，消费倾向改善有限，贷款需求减少，超额储蓄依旧在累增；持续同比减少的中长期贷款则反映在房地产市场：从去年下半年开始，地产相关的刺激政策和帮扶政策就在陆续出台，但到目前为止房屋销售数据依旧十分低迷，反映在个人住房贷款余额增长乏力，与政策端形成鲜明对比。因此，未来两会中，地产方面的发展政策是依旧是关注重点。

图表 3：贷款维持对公强、零售弱的特点（亿元）



来源：Wind，华福证券研究所

图表 4：个人住房贷款余额增速依旧乏力

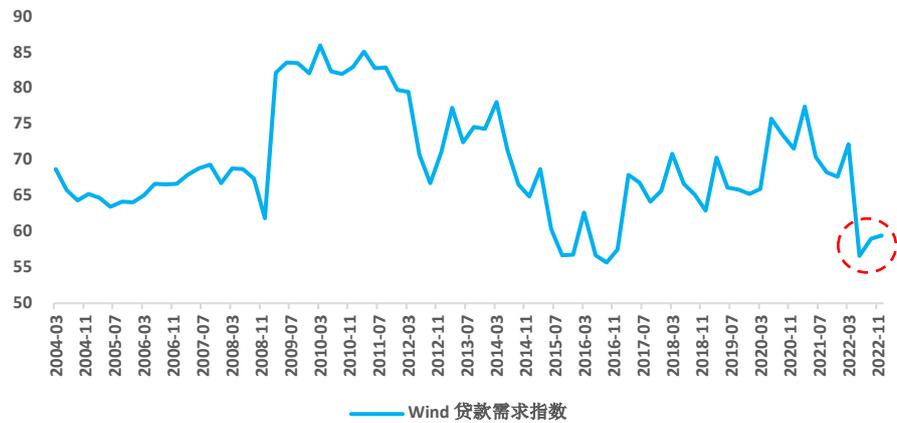


来源：Wind，华福证券研究所

信贷持续性方面：目前来看，随着制造业景气的回暖，对公端的需求已经逐步的恢复，银行方面，息差的缩减增加了银行对债券资产的需求，特别是区域性的城商行。反观零售端，信贷显示需求依旧乏力。所以，经过 1 月份的信贷冲量后，我们认为，2 月份整体增量上会有调整，同时考虑到春节错位的关系，整体 2 月份同比应该是稳

中有升的节奏，同时票据的占比会提高。真正需要关注的是3月份，季末月份加上两会召开后政策落地，我们认为3月份信贷可能会再度发力。

图表 5：贷款需求指数显示回暖，彰显复苏活力



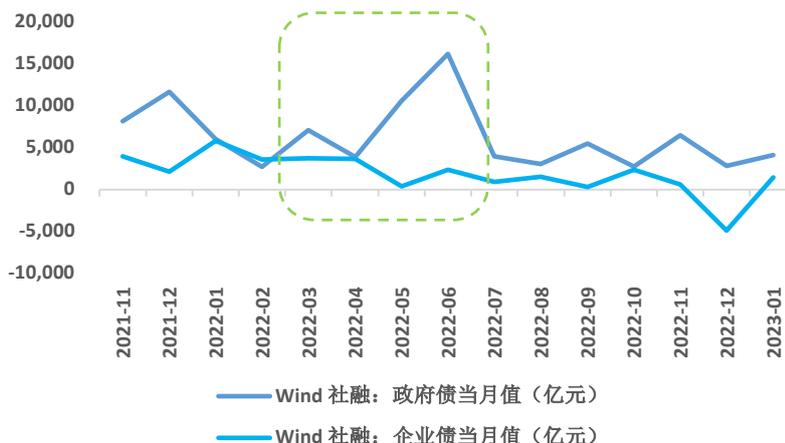
来源：Wind，华福证券研究所

## 2 社融：增幅略有放缓

②社融：1月社会融资规模 59800 亿元，同比少增 1959 亿元。社融存量规模 350.9 万亿，同比增速 9.4%，较上月下滑 0.2 个百分点。

分项看：(1) 社融口径新增信贷 49169 亿元，同比多增 6150 亿元；(2) 非标融资 3485 亿元，同比少增 996 亿元；(3) 企业债券融资 1486 亿元，同比少增 4352 亿元；(4) 企业股票融资 964 亿元，同比少增 475 亿元；(5) 政府债券融资 4140 亿元，同比少增 1886 亿元。

整体上，1月社融同比少增，主要由于企业债券、政府债券的拖累，我们认为，企业债券同比少增主要是由于贷款冲量的影响，考虑到企业债券和企业中长期贷款合计同比仍多增近 9000 亿元，再次印证政策发力下的企业需求复苏显著。政府债券连续 6 个月同比少增，主要由于去年发行前置、同期高基数等因素影响。随着两会即将召开，若是今年财政赤字规模高于去年，届时政府债券今年下半年能够实现多增。

**图表 6：去年政府债发型前置导致整体基数较高**


来源：Wind，华福证券研究所

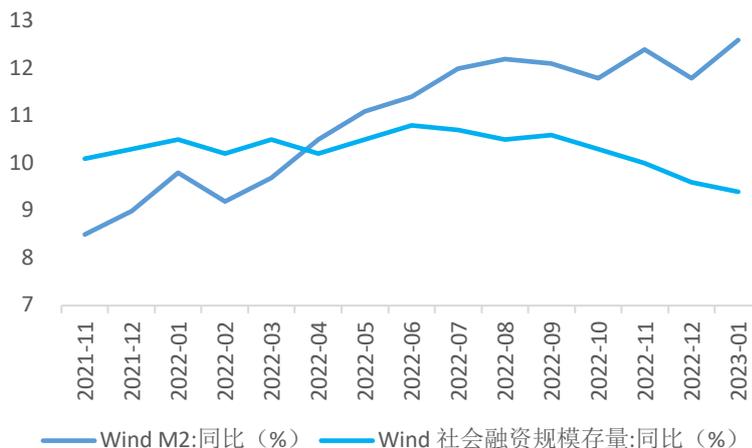
### 3 流动性：宽松依旧，复苏保障

流动性方面：1月M2同比12.6%，较上月上升0.8个百分点；M1同比6.7%，较上月上升3.0个百分点；M0同比7.9%。1月新增存款68700亿元，同比多增30400亿元。

分项看：(1)居民存款62000亿元，同比多增7900亿元；(2)非金融企业存款-7155亿元，同比少减6845亿元；(3)非银金融机构存款10100亿元，同比多增11936亿元；(4)财政存款6828亿元，同比多增979亿元。

整体看，流动性依旧宽松，在企业融资需求回升的带动下，银行体系的流动性也开始向实体传导。**M2增速创近6年半新高，但社融存量增速为有统计数据以来最低，社融增速连续10个月低于M2增速，两者剪刀差持续扩大。**未来随着经济的进一步修复、专项债提前批的逐步落地，社融与M2剪刀差有望收窄，但提前还贷背后的谨慎心态，仍应引起高度重视。

图表 7：社融存量增速创新低，M2 与社融剪刀差走阔



来源：Wind，华福证券研究所

## 4 社融统计口径调整

这次人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司（AIC）等三类银行业非存款类金融机构纳入贷款及核销的统计范围，并对可比数据进行调整。截至 2023 年 1 月末，三类机构贷款余额 8410 亿元，占贷款比重仅为 0.4%。我们认为，本次统计口径变化，在信贷社融数量上整体影响较小，但还是要关注后续政策的变化。

## 5 投资策略

当下，经济正常化的速度快于预期，最差的情况已经过去。无论是企业中长期贷款数据，还是春节前后消费数据，均显示经济在快速实现正常化。经济正在从底部向上复苏，当前时点可以加配内需相关板块。

近三年疫情对实体经济造成多次反复的扰动，使得金融市场对短期的高频数据波动较为敏感。其实，可以拉长周期看，地方政府抢跑拼经济的积极态度才是今年增长的强心剂。总体而言，稳增长和扩内需的主线不会变，近期央行大幅增加公开市场操作，预计货币政策还会维持偏宽松一段时间，以支持内需修复。未来，若是居民需求复苏不及预期，政策面有望进一步加码（详情参见华福证券 2023 年年度报告《政策发力、稳步修复》）。

## 6 风险提示

一是未来相关政策落地不及预期；二是居民消费和信心复苏不及预期；三是美联储加息带动美元指数升值超预期。

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

### 华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn