

撰写日期：2023年02月13日

证券研究报告--宏观策略点评报告

总量迎来“开门红”，结构依然待改善

2023年1月金融数据点评

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆事件：2023年2月10日，中国人民银行公布2023年1月份金融数据显示：1月新增人民币贷款4.9万亿元，预期4.1万亿元，前值1.4万亿元；新增社融5.98万亿元，预期5.68万亿元，前值1.31万亿元；社融存量同比9.4%，前值9.6%；M2同比12.6%，前值11.8%；M1同比6.7%，前值3.7%。

◆对此，我们点评如下：整体上看，在政策面鼓励银行靠前投放信贷和经济修复预期改善带动市场主体融资需求上升等因素共同作用下，1月信贷迎来“开门红”。短期或将提振市场信心，但以政策主导的信贷总量上升或难以长时间带动市场的预期，未来仍需看到居民端融资需求的持续改善。当前居民信贷偏弱的特征仍未见改善，居民端加杠杆意愿不足。因此，房地产低迷仍旧制约宽信用效应充分体现，接下来需要关注政策如何更加精准有效的发力以此来提振居民的购房意愿。

展望未来，在宏观政策延续“稳增长”的主线上，中央与地方各项政策前置发力，一季度信贷扩张或将延续。1月28日，国常会指出，推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量，实施好原定延续执行的普惠小微贷款等政策。结构上，在地产销售短期或疲弱的背景下，政策发力或将继续推动企业中长贷保持同比高增。

◆风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断

事件：

2023年2月10日，中国人民银行公布2023年1月份金融数据显示：

1月新增人民币贷款4.9万亿元，预期4.1万亿元，前值1.4万亿元；

1月新增社融5.98万亿元，预期5.68万亿元，前值1.31万亿元；

1月社融存量同比增长9.4%，前值9.6%；

1月M2同比增长12.6%，前值11.8%；M1同比增长6.7%，前值3.7%。

对此，我们的点评如下：

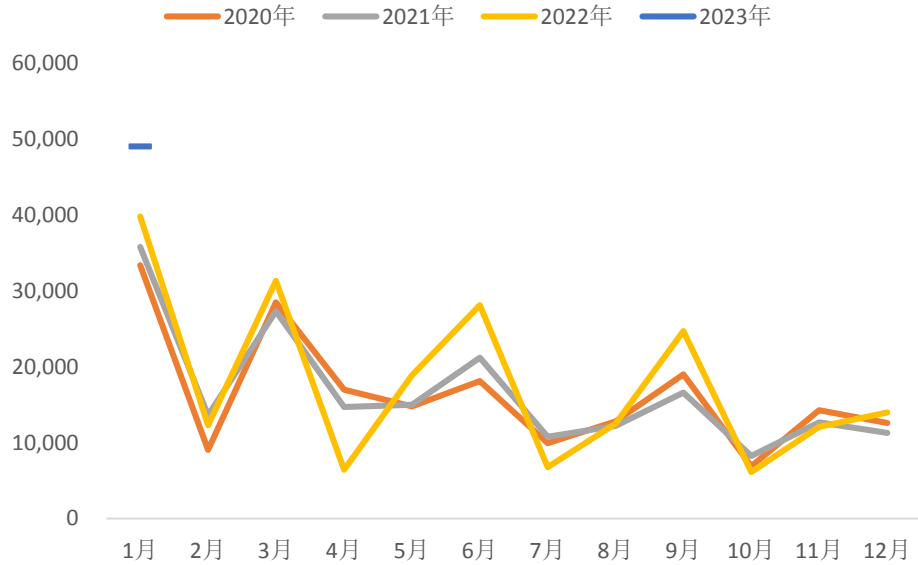
1. 企业贷款推动信贷迎来“开门红”

1月新增信贷4.9万亿元，同比多增9200亿元，创下历史新高。出于“早投放早收益”目的，银行一般会在年初加大放款力度。从过往经验来看，每年1月份大都是金融机构信贷投放量最大的月份。而今年1月信贷的显著多增主要来自于**企业端中长贷强势多增，其中政策支持是核心驱动**。

具体来看，1月企业中长贷新增达3.5万亿元，占总体信贷增量的七成以上，同比多增1.4万亿元，延续8月以来的增长趋势。**政策的支持依旧是核心的驱动力**：1月10日，人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，提出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，保持房企信贷、债券等融资渠道稳定，满足合理融资需求。另一方面，在**疫情防控优化后经济活动较快恢复、企业信心明显修复**（1月PMI指数重回扩张区间）的共同作用下带动企业贷款的增长。

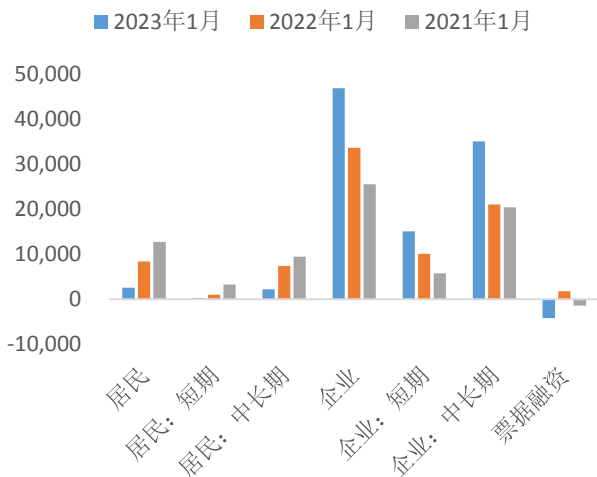
“企业强、居民弱”的特征仍未见改善：企业与居民贷款需求延续分化，指向地产依旧偏弱。1月居民端贷款表现不佳，其中，居民短期贷款新增341亿元，同比少增665亿元。显示出居民收入预期尚未明显修复。在1月消费场景打开后，居民消费并未出现明显的“报复性”反弹，叠加汽车补贴退坡后，汽车销量显著回落等因素共同导致居民短贷明显少增。1月居民中长贷新增2231亿元，同比少增5193亿元，主要受地产销售以及提前还贷拖累。数据显示，1月30大中城市商品房成交总面积仍在探底阶段，同比降幅较12月扩大19个百分点。1月通常为居民中长期贷款全年高点，此次居民中长贷超季节性走弱，或意味着居民提前还贷压力有增无减。

图 1：1 月新增信贷强势多增（亿元）



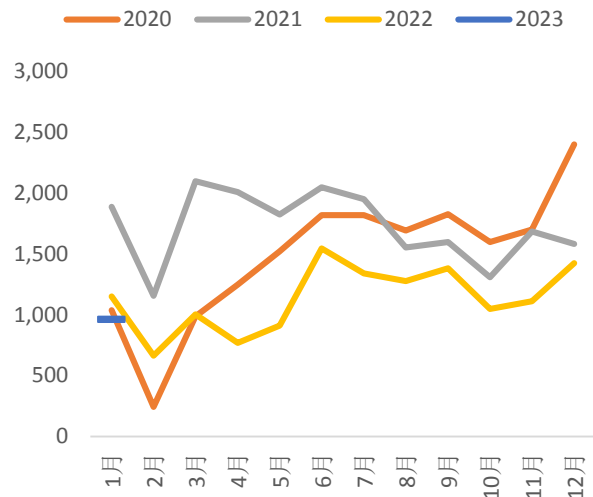
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 2：企业中长贷延续大幅上行（亿元）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 3：1 月房地产销售仍在探底（万平方米）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

2. 春节错期，社融增速有所回落

1 月社融存量增速为 9.4%，较 2022 年 12 月回落 0.2 个百分点，新增社融 5.98 万亿元，同比少增 1959 亿元。结构上，企业债融资延续下滑和政府债融资回落是拖累社融的两大因素。其中，企业债同比少增 4353 亿元，政府债同比少增 1886 亿元。

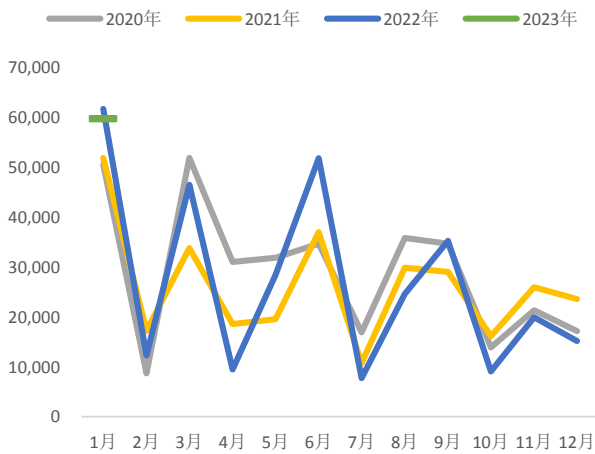
春节错期影响地方债发行。在财政政策延续前置发力背景下，1 月新增专项债大规模发行，带动政府债券融资环比多增。1 月地方债发行 6436 亿元，其中新增专项债 4912 亿元，占比 76.3%。但受春节假期错位和国债到期量高于上年同期影响，今年 1 月政府债券融资同比少增 1886 亿。在“稳增长”主线的背景下，后续财政有望持续发力，政府债券融资或是支撑未来一季度社融增长的主要驱动力。

理财赎回对债市的冲击减弱，1 月企业债券发行有所恢复，当月新增企业债券融资规模回

正。但在城投融资政策偏紧、发行利率仍处偏高水平以及银行表内信贷融资替代效应等因素影响下，同比仍大幅少增 4352 亿元。

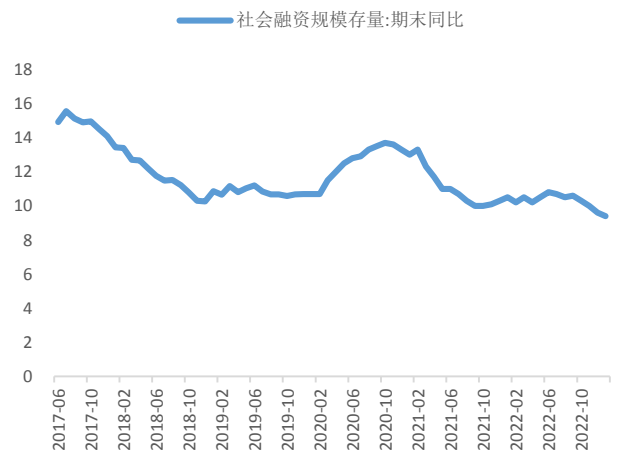
表外三项，非标融资同比少增 996 亿元，环比增加 4903 亿元，压降规模有所改善。2022 年 12 月 31 日信托业再迎重磅政策，规范信托业务分类体系，2023 年 1 月信托贷款减少 62 亿元，同比少减 618 亿。1 月委托贷款新增 584 亿元，同比多增 156 亿元，委托贷款增长继续受益于政策性开发性金融工具投放；未贴现票据增加 2963 亿元，同比少增 1770 亿元，主要由于实体融资需求依然偏弱的情形下，贷款融资高增造成未贴现票据明显收缩。

图 4：春节错期，社融增量小幅回落（亿元）



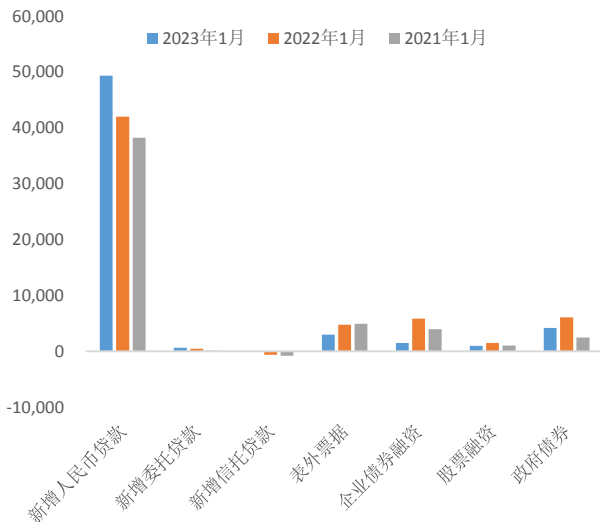
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 5：社融存量规模情况（%）



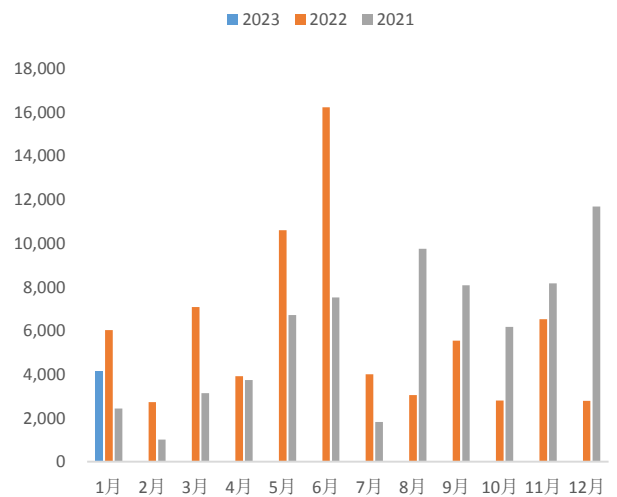
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 6：社融结构情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 7：政府债券延续前置发力（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

3. M2-M1 增速差收敛

2023 年 1 月新增人民币存款 6.87 万亿元，同比多增 3 万亿元。其中，企业存款少减 6845 亿元，财政存款多增 979 亿元，居民存款多增 7900 亿元，非银贷款同比多增 11936 亿元。

居民存款新增 6.2 万亿元，创历史同期新高。主要原因：1) 春节前企业发放薪资和奖金，

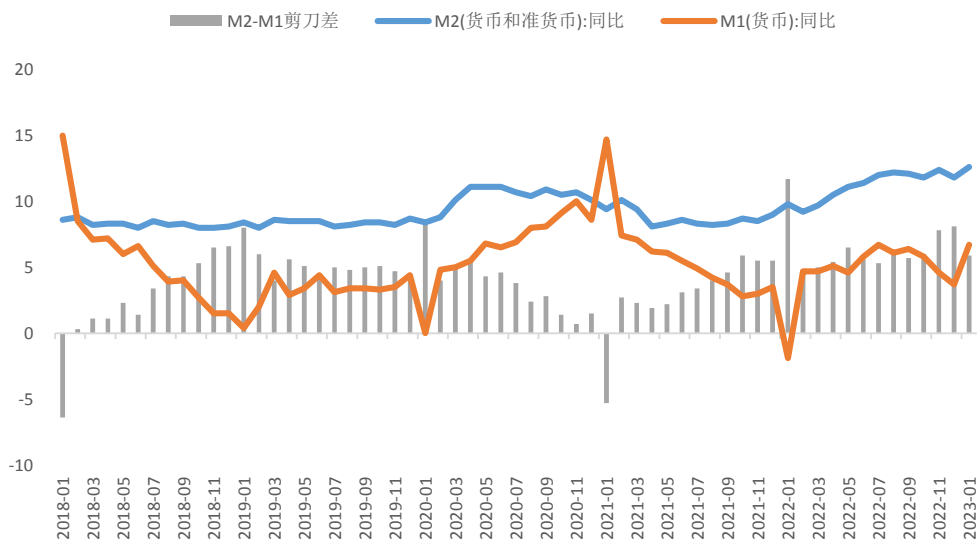
企业活期存款转化为居民存款；2) 理财赎回的情况依然在演绎，部分互联网三方机构也在引导客户赎回债基；3) 居民购房意愿尚未修复叠加收入预期依然偏弱，“预防性”储蓄意愿以及量保持较高；4) 当前市场依旧缺乏优质投资标的，存款收益并未明显低于投资收益，等因素共同助推居民存款创新高。

M2-M1 剪刀差回落，表明在疫情影响减弱、经济修复的背景下，宽信用向稳增长的传导渠道正在逐步打通。

其中，1 月末 M1 增速低位反弹，主要由于上年同期基数走低以及经济转入修复进程，企业经营、投资活动预期修复。M2 增速为 12.6%，较上月末大幅加快 0.8 个百分点。在上年同期增速基数抬高的背景下，M2 同比加速或主要源于当月贷款投放规模大幅多增，贷款余额同比增速也在加快，或有效提振了存款派生，推动 M2 增速高位上行。

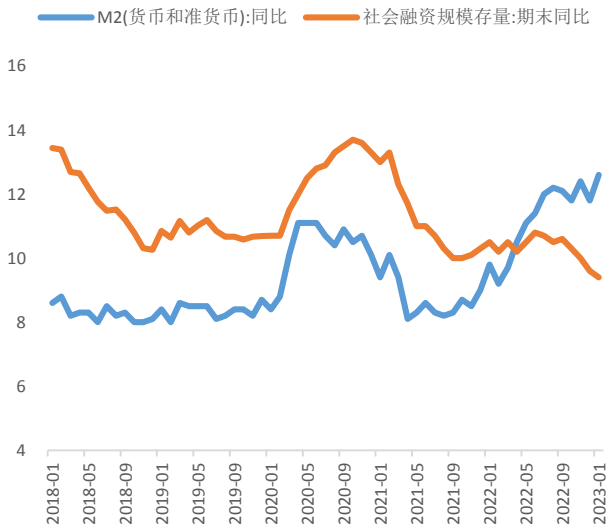
我们预计，随着企业经营活跃度的进一步增强，宽信用效应有望进一步释放，M2-M1 的增速差或将会逐步收敛。

图 8: M2-M1 剪刀差收窄 (%)



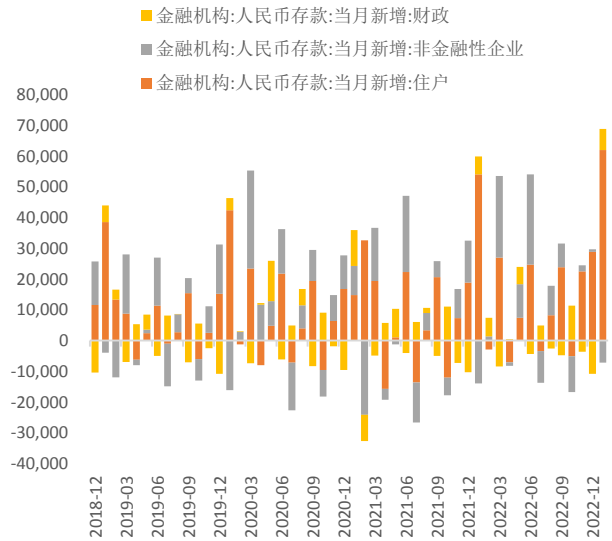
资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 9: M2 与社融存量增速情况 (%)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 10: 非银、企业和居民部门存款情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

4. 总结

整体上看,在政策面鼓励银行靠前投放信贷和经济修复预期改善带动市场主体融资需求上升等因素共同作用下,1月信贷迎来“开门红”。短期或将提振市场信心,但以政策主导的信贷总量上升或难以长时间带动市场的预期,未来仍需看到居民端融资需求的持续改善。当前居民信贷偏弱的特征仍未见改善,居民端加杠杆意愿不足。因此,房地产低迷仍旧制约宽信用效应充分体现,接下来需要关注政策如何更加精准有效的发力以此来提振居民的购房意愿。

展望未来,在宏观政策延续“稳增长”的主线上,中央与地方各项政策前置发力,一季度信贷扩张或将延续。1月28日,国常会指出,推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量,实施好原定延续执行的普惠小微贷款等政策。结构上,在地产销售短期或疲弱的背景下,政策发力或将继续推动企业中长贷保持同比高增。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 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。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。