

企业信贷主导社融“开门红”

——2023 年 1 月金融数据点评

1 月我国新增社融 5.98 万亿（预期 5.68 万亿），较去年同期少增 1,959 亿；新增人民币贷款 4.93 万亿（预期 4.08 万亿），较去年同期多增 7,308 亿；M2 同比增长 12.6%（预期 11.5%）。

一、信贷：企业贷款创历史新高，居民购房意愿未见改善

1 月新增信贷超季节性大增，企业端表现亮眼，居民端需求仍乏力。新增人民币贷款同比多增 7,308 亿，其中中长期贷款同比多增 8,807 亿，短期贷款同比多增 4,335 亿，票据融资同比多减 5,915 亿。

企业贷款开门红表现超预期，中长期贷款和短贷均创历史新高。1 月非金融企业贷款新增 4.68 万亿，同比多增 1.32 万亿，环比多增 3.42 万亿。其中，中长贷当月新增 3.50 万亿，同比多增 1.40 万亿；短贷新增 1.51 万亿，同比多增 5,000 亿。随着疫情隐忧暂消、经济活动回归正常、企业预期转积极，叠加信贷工作座谈会明确要求银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力，本月企业贷款开门红表现超预期。企业信贷需求扩张导致票据融资减弱，票据利率陡峭上行，1 月表内票据融资减少 4,127 亿，同比多减 5,915 亿。

居民贷款仍表现不佳，1 月居民贷款新增 2,572 亿，同比少增 5,858 亿。中长贷方面，房地产需求端仍未见明显起色，拖累居民中长贷同比少增 5,193 亿。短贷方面，由于春节消费仅温和复苏，并未出现报复性增长，叠加春节错位影响，居民短贷新增 341 亿，同比少增 665 亿。

二、社融：表内信贷支撑

1 月新增社融 5.98 万亿，高于市场预期（5.68 万亿），环比多增 4.67 万亿，同比少增 1,959 亿。受去年高基数的影响，社融存量同比增速回落 0.2pct 至 9.4%。从结构上看，表内信贷是社融的支撑项，未贴现票据、企业债券、政府债券和外币贷款均对社融构成拖累。

一是信托贷款持续同比改善，同时基建信托取代房地产信托成为主流，但企业贸易融资带来的未贴现票据需求有所收缩。非标融资当月新增 3,485 亿，同比少增 996 亿。其中，未贴现银行承兑汇票新增 2,963 亿，同比少增 1,770 亿；信托贷款减少 62 亿，同比少减 618 亿；委托贷款新增 584 亿，同比多增 156 亿。

二是开年多地已前置发行专项债，以支持基础设施建设，但由于基数效应，政府融资仍小幅拖累社融。1 月新增政府债融资 4,140 亿，同比少增 1,886 亿，环比多增 1,331 亿。

三是由于信用债利率仍处在高位，叠加银行信贷投放力度上升，企业债券融资同比连续 3 个月收缩。1 月企业债券融资新增 1,486 亿，同比大幅少增 4,352 亿，环比大幅多增 6,373 亿。

四是 1 月新增外币贷款融资减少 131 亿，同比多减 1,162 亿，环比少减 1,534 亿。由于美联储加息渐近尾声，中美收益率倒挂幅度显著收敛，人民币汇率大幅回升，未来外币贷款需求或有所提振。

三、货币：居民存款继续高增拉升 M2

1 月 M2 同比增速上升 0.8pct 至 12.6%，创近五年来最高水平。居民因疫情受损的资产负债表仍在修复中，叠加春节前后奖金发放导致企业存款向居民搬家，使得居民存款居高不下；企业信贷也对企业存款形成支撑。居民存款新增 6.20 万亿，同比多增 7,900 亿；企业存款减少

7,155 亿，同比少减 6,845 亿；非银金融机构存款新增 1.01 万亿，同比多增 1.19 万亿。此外，由于去年财政收支缺口较大，今年初缴税力度有所提升，导致当月财政存款新增 6,828 亿，同比多增 979 亿。

1 月广义流动性和狭义流动性延续背离趋势。一方面，M2 同比增速继续超过社融，广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）大幅走扩 1.0pct 至 3.2pct，商业银行“资产荒”格局延续。另一方面，由于贷款需求回升，同时存款高增导致缴准压力加大，叠加春节因素影响，狭义流动性收紧，节前和月末资金利率中枢均有所抬升。受春节取现、企业活力改善的影响，货币活化度提升，M1 同比增速上升 3.0pct 至 6.7%， “M2-M1”增速剪刀差大幅缩小 2.2pct 至 5.9%。

四、债市影响：债券收益率小幅上行

1 月社融数据发布后，债券收益率整体小幅上行。1 月初以来，经济复苏预期主导市场，债券市场收益率逐步走高，10 年期国债收益率从 12 月底 2.84% 的低位水平逐渐上行，最高达到 2.93%。

从流动性看，1 月银行间流动性从宽松变为平衡，春节后继续收敛。DR001 波动率进一步加大，中枢从 12 月的 1.3% 附近上升至 1.7%。短端债券中，1 年期和 3 年期国开债收益率从去年底低点 2.22%、2.60% 各上行 16bp 和 17BP 至 2.38% 和 2.77%。

从市场预期看，资金面波动加大和基本面回暖预期走强已带动前期收益率回升。1 月社融数据发布后，市场反应较为平静，收益率曲线整体变动不超过 2bp 也佐证了市场已提前进行定价。未来收益率上行动力则取决于资金面走向、社融、消费复苏的可持续性和两会的政策方向。

五、前瞻：居民部门预期成为关键

总体而言，1 月的金融数据反映了“投资强、消费弱”和“基建强、地产弱”的基本格局。一方面，强劲的表内信贷以及主要用以支持基建的信托贷款和专项债融资，为投资尤其是基建投资注入增长动力；另一方面，居民中长期贷和短贷表现仍未明显改善、储蓄存款仍处高位，同时春节前后提前还贷需求明显，反映居民消费意愿不强，对房地产市场信心不足。

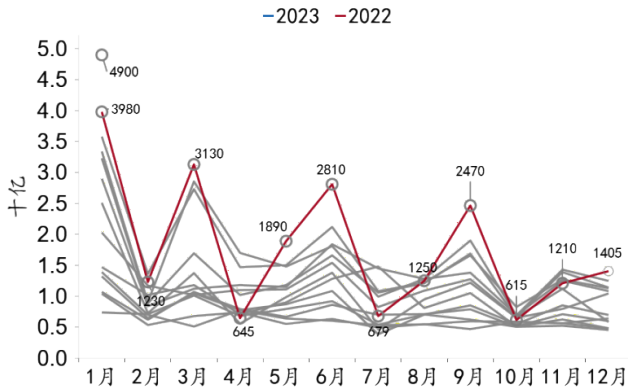
前瞻地看，居民部门预期是我国经济和金融内生企稳的关键所在。由于居民资产负债表修复仍需时间，预计上半年企业和居民的融资需求或延续分化，广义流动性或持续处于盈余状态（M2 增速高于社融），下半年有望从盈余转向缺口（社融增速高于 M2）。

（评论员：谭卓 张巧栩 牛梦琦 林颖颖）

附录

图 1：1 月信贷增量略超预期

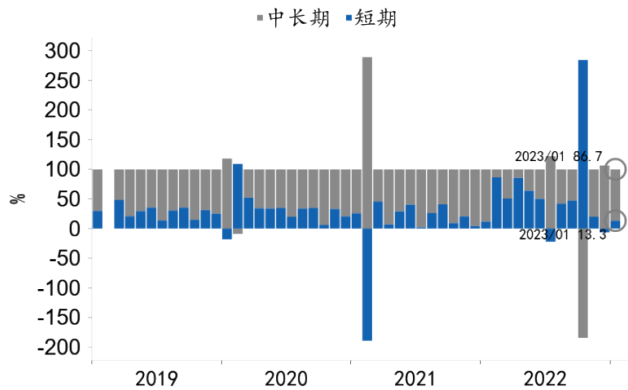
信贷的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：新增居民贷款构成占比

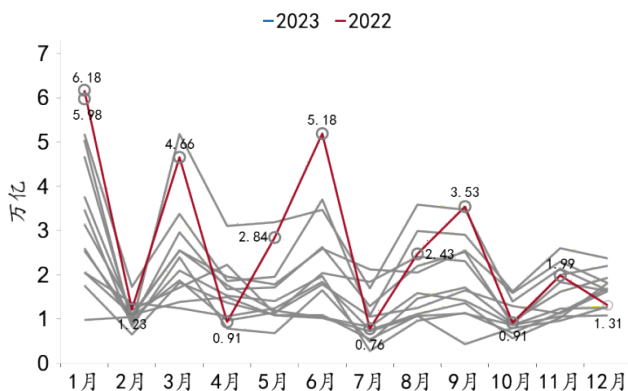
新增居民部门贷款构成



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：1 月新增社融略超预期

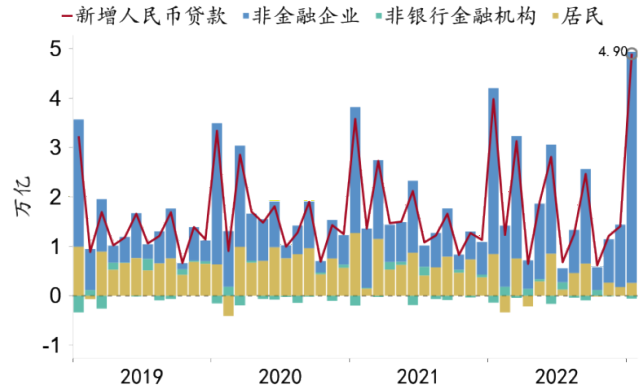
新增社融的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：非金融企业贷款大幅多增

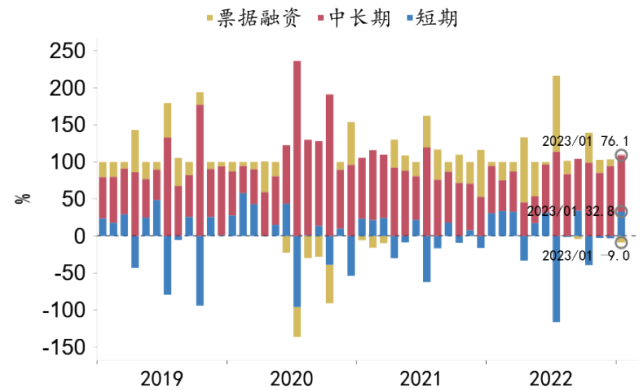
新增人民币贷款及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：新增非金融企业贷款构成占比

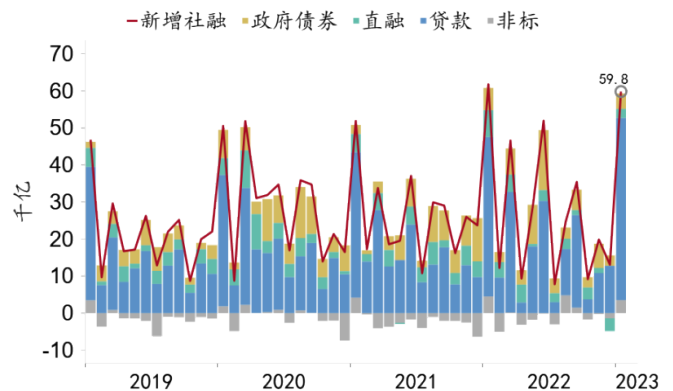
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

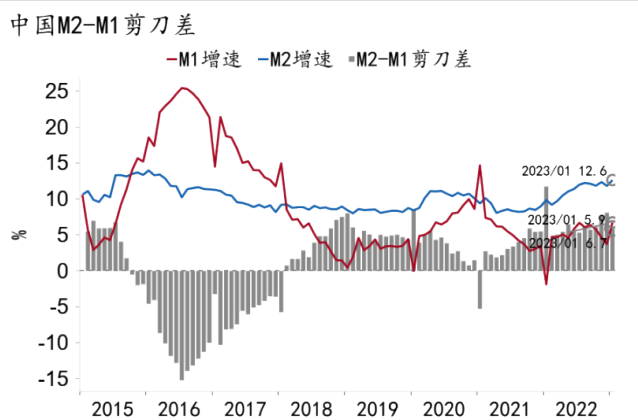
图 6：表外融资和直接融资成为社融拖累项

新增社融及构成



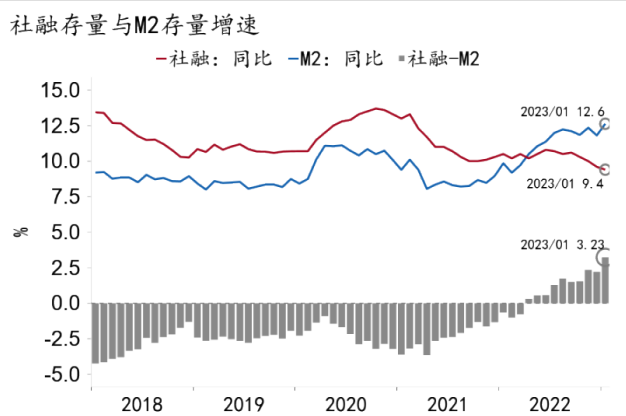
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 7: 1 月 M2-M1 剪刀差缩小



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 广义流动性盈余大幅扩大 1pct 至 3.2pct



资料来源: Macrobond、招商银行研究院