

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

重申——信用大扩张是今年的一条宏观主线

2023年3月11日

去年底以来,我们发布多篇报告提示信用大扩张的逻辑,包括在2023年宏观经济和信贷社融展望报告中,提出社融需要多增五万亿,为经济回升提供强力支持。以及近期的《从货政报告看信用大扩张》、《政府工作报告中隐含的七点预期差》等。如今,我们重申信用大扩张或是今年的一条宏观主线,经济复苏具有较强持续性。

- **新增信贷再超预期,企业和居民端双双向好。**在1-2月经济数据发布前的真空期内,市场对国内需求修复存在分歧。2月信贷数据总量和结构双双向好,有助于引导市场预期向乐观方向修正。企业中长贷得益于贴息工具支持,存量增速升至17%,连续第8个月回升。企业短期信贷结构优化,短贷多增、票据融资多减,银行填充信贷规模的意愿明显减弱。居民中长贷结束了2021年12月以来的同比收缩局面,我们推测有两方面原因,一是居民生产活动常态化背景下,经营贷需求回升;二是随着宏观环境和房价预期逐步改善,居民房贷需求L型企稳。居民短期贷款大幅同比多增,指向居民消费倾向有所释放。
- **社融增速反弹,信用结构进一步优化。**去年的信贷社融具有鲜明的“年初、季末冲高,季初回落”特征,今年1月新增社融创历史第二高增幅,2月同比大幅多增1.9万亿元,存量增速反弹至9.9%,信用扩张的延续性好于去年。分项上看,社融结构在进一步优化。体现在人民币贷款开始取代政府债融资成为拉动社融增长的头号主力,尤其是企业部门加杠杆意愿明显增强,信用扩张对于“政府之手”的依赖减弱。
- **企业资金活跃度出现实质性回暖。**将M1增速中企业活期存款贡献的部分拆分出来,剔除春节错位的影响后,构建得到企业资金活跃度指数。2月指数录得4%,较前月大幅上升3.7个百分点。近期发布的2月PMI、BCI指标均显示企业生产经营活动预期好转,进一步验证了企业资金活跃度出现实质性回暖。M2增速升至12.9%,分项上居民、企业存款多增,非银存款降幅较大。
- **信用大扩张或是今年的一条宏观主线。**在贴息政策支持和经济内生动能修复的格局下,信贷有望持续扩张。我们判断企业中长贷增速仍有1-2个百分点的上升空间,是引领信用进一步扩张的关键抓手。信用大扩张有利于提振股市信心。历史经验显示,企业中长贷增速回升期,价值股和成长股都有不错表现,价值股的持续性可能更好。建议关注政策支持力度较大,与消费、设备更新改造、数字经济等领域相关的投资机会。
- **风险因素:**国内政策推出不及预期,美欧经济衰退等。

目录

一、新增信贷再超预期，企业和居民端双双向好	3
二、社融增速反弹，信用结构进一步优化	4
三、企业资金活跃度出现实质性回暖	6
四、信用大扩张或是今年的一条宏观主线	8
风险因素	8

图目录

图 1: 2 月新增人民币贷款再超预期，企业和居民端双双向好	3
图 2: 2019-2023 年 30 大中城市商品房成交面积（剔除春节错位影响）	4
图 3: 一二线城市房价止跌，1 月环比上涨	4
图 4: 2 月新增社融继续扩张，同比大幅多增 1.9 万亿元	5
图 5: 2 月社融存量同比增速反弹至 9.9%	5
图 6: M1 增速可拆分为 M0 贡献和企业活期存款贡献	6
图 7: 2 月企业资金活跃度指数大幅反弹	6
图 8: 2 月多项指标显示企业生产经营活动预期持续好转	7
图 9: 2 月居民、企业存款多增，非银存款降幅较大	7
图 10: 2 月资金面基本维持“紧平衡”	8
图 11: 信用扩张期间，股市通常有不错表现	8

事件：

2023年3月10日，央行公布2023年2月金融数据：新增人民币贷款1.81万亿元，预期1.44万亿元，前值4.9万亿元。新增社会融资规模3.16万亿元，前值5.98万亿元。M2同比增长12.9%，预期12.3%，前值12.6%。

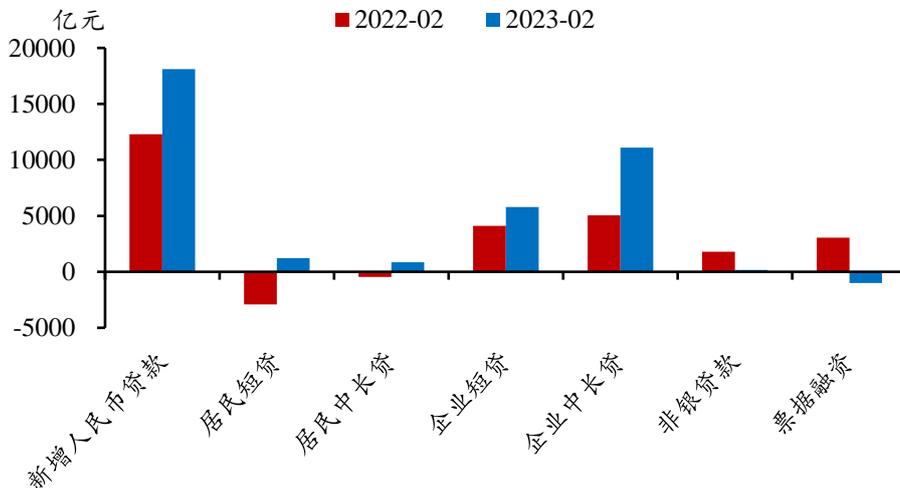
一、新增信贷再超预期，企业和居民端双双向好

2月新增人民币贷款再超预期。2月新增人民币贷款1.81万亿元，高出市场预期的1.44万亿元（WIND口径），较去年同期多增5800亿元。结构上看，企业和居民端信贷需求双双向好，尤其是新增居民贷款初步企稳，同比多增5450亿元。新增企业贷款延续扩张态势，同比多增3700亿元。在各项宏观数据进一步发布前的真空期内，市场仍对国内需求修复存在分歧。2月信贷数据表现强劲，有助于引导市场预期向乐观方向修正。**我们重申信用大扩张或是今年的一条宏观主线，经济复苏具有较强持续性。**

贴息政策工具支持下，企业中长期贷款增速进一步抬升。此前，财政部部长刘昆在全国财政工作会议上要求，优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具，适度扩大财政支出规模。其中，贴息是宏观政策发力的重要工具。从作用上看，贴息政策相当于对相关领域定向降息，贴息力度远大于降息力度，恰好体现了货币政策“精准有力”的要求。在去年设备更新改造再贷款政策的带动下，全国多地推出了接续政策。以北京市为例，去年12月北京市发改委等11部门制定了《关于推动“五子”联动对部分领域设备购置与更新改造贷款贴息的实施方案（试行）》，对符合要求的项目给予2.5个百分点的贴息，政策期限为2023年1月1日至11月30日。在贴息政策的支持下，2月企业中长贷增速升至17%，连续第8个月回升。

企业短期信贷结构优化。在企业去库存阶段，短期融资需求相对收敛，体现在2月新增企业短贷和票据融资合计同比少增2367亿元。从结构上看，企业短贷同比多增1675亿元，主要是票据融资同比多减4041亿元造成较大拖累。反映出当前实体融资需求旺盛，银行通过做多票据来填充信贷规模的意愿明显减弱，与去年同期形成鲜明对比（2022年2月新增人民币贷款同比少增，票据融资为最大贡献项）。

图 1：2月新增人民币贷款再超预期，企业和居民端双双向好



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

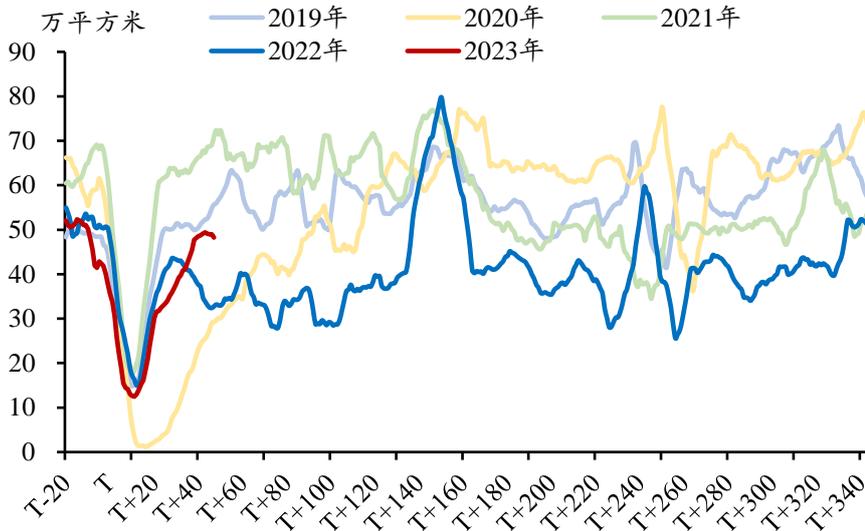
居民中长期贷款结束了自2021年12月以来的同比收缩局面。2月新增居民中长贷863亿元，同比多增1322亿元。按照央行统计口径，居民中长贷可进一步分为经营贷款和消费贷款（房贷）。基于此，我们推测居民中长贷需求修复主要有两方面原因：

一是在疫情防控优化的背景下，居民生产经营活动趋于常态化，经营类贷款需求回升。去年5月份以来，居民中长期经营贷持续有超季节性表现（详见报告《需要多增五万亿——2023年信贷社融推演》）。

二是随着宏观环境和房价预期逐步改善，居民房贷需求或低位企稳。从今年1月份的形势来看，“提前还贷潮”或仍对存量居民房贷造成收缩压力。但从近期的房地产市场表现来看，已出现L型企稳迹象：1) 销售面积止跌、同比由负转正（图2）；2) 一二线城市房价止跌，1月环比上涨（图3）。这些迹象均指向新增居民房贷或初步企稳。

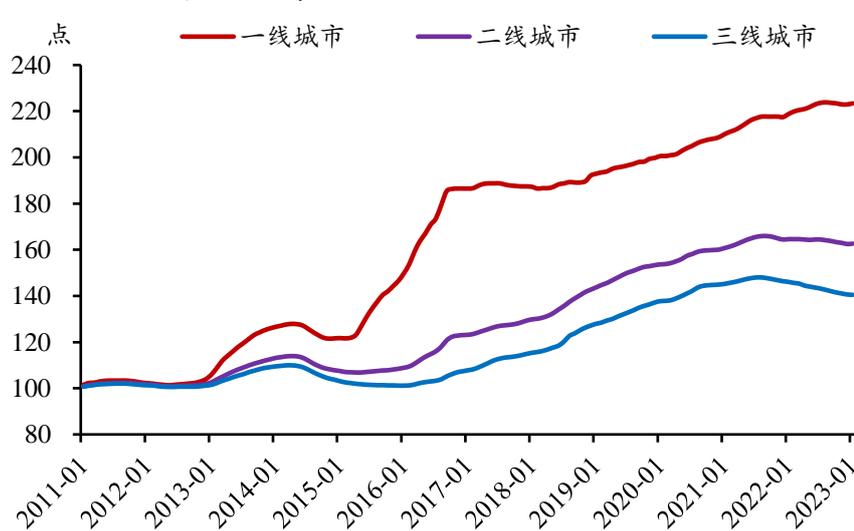
居民短期贷款大幅同比多增。2月新增居民短贷1218亿元，同比大幅多增4129亿元，或与居民消费倾向有所释放相关。去年2月份国内疫情反复、多地提倡就地过年，居民消费受到明显抑制，造成短期贷款承压，从而基数较低。今年春节以来居民出行、旅游和服务性消费表现好于去年同期，居民短期贷款需求相应回暖。

图 2：2019-2023 年 30 大中城市商品房成交面积（剔除春节错位影响）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：一二线城市房价止跌，1月环比上涨



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、社融增速反弹，信用结构进一步优化

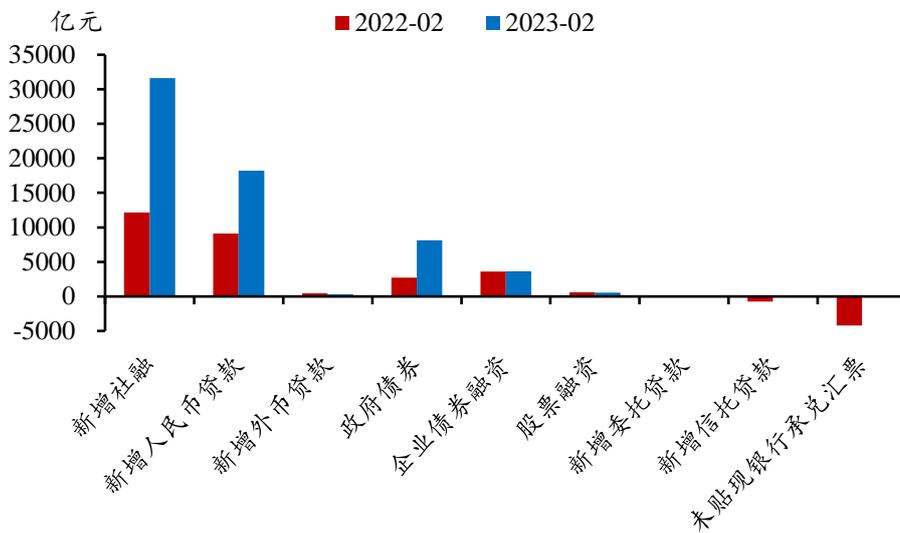
社融存量增速反弹至 9.9%，信用扩张的延续性好于去年。去年的信贷社融具有鲜明的“年初和季末冲高，季初回落”特征，信用扩张的延续性不强。今年1月新增社融创历史第二高增幅，2月延续良好表现，当月新增3.16万亿元，同比大幅多增1.9万亿元。社融存量同比增速相应升至9.9%，较上月反弹0.5个百分点。反映出经济内生动能修复，融资需求更趋稳定。

分项上看，社融结构在进一步优化。去年社融增速最高曾录得 10.8%，这在一定程度上得益于政府债融资发力，尤其是去年上半年政府债错位发行，明显拉升了社融增速。今年以来，人民币贷款开始取代政府债融资成为拉动社融增长的头号主力，尤其是企业部门加杠杆意愿明显增强，信用扩张对于“政府之手”的依赖减弱。2月社融口径下人民币贷款（剔除非银贷款）贡献显著，当月新增 1.82 万亿元，同比大幅多增 9116 亿元。

今年政府债融资的拉动力或有所退坡。2月新增政府债融资 8138 亿元，同比多增 5416 亿元。根据 WIND 的债券发行统计，主要是国债净融资额同比多增 2832 亿，其次是地方政府再融资债同比多增 1210 亿，新增专项债、一般债和置换债等同比变化不大。考虑到去年政府债发行规模较高（动用了 5000 亿专项债结存限额），今年政府债到期压力较大，我们判断今年政府债融资额或较去年同比少增，对社融的拉动作用或趋于退坡。

其他分项上，2月外币贷款由上月的减少转为增加，同比小幅少增 170 亿元。直接融资变化不大，企业债和股票融资合计同比多增 20 亿元。表外融资三项合计同比少减 4972 亿元，主要是未贴现银行承兑汇票同比大幅少减 4158 亿元，实体融资需求复苏背景下，银行不再急于将表外银票转至表内。

图 4：2月新增社融继续扩张，同比大幅多增 1.9 万亿元



资料来源: Wind. 信达证券研发中心

图 5：2月社融存量同比增速反弹至 9.9%



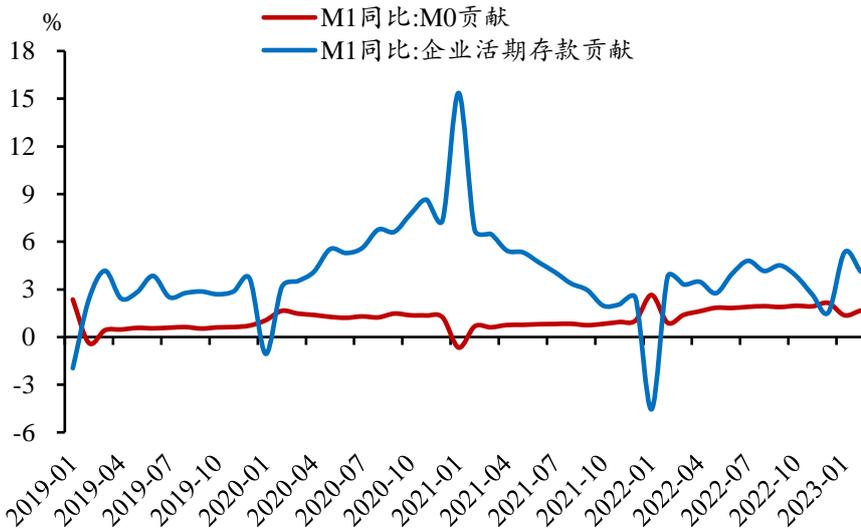
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、企业资金活跃度出现实质性回暖

M1 增速所隐含的企业资金活跃度出现实质性回暖。M1 增速可拆分为两个部分，一部分为 M0 贡献，代表居民取现需求。另一部分为企业活期存款贡献，用于衡量企业资金活跃度。2 月 M1 增速录得 5.8%，其中 M0 贡献 1.7 个百分点，企业活期存款贡献 4.1 个百分点。考虑到春节错位因素的影响，历史上两项指标在每年 1 月或 2 月均会出现大幅波动。我们将企业活期存款贡献求两年平均增速，以剔除基数影响，用于衡量企业资金活跃度。可见，企业资金活跃度具有明显的周期特征（图 7），今年 2 月该项指标录得 4%，较前月大幅上升 3.7 个百分点。

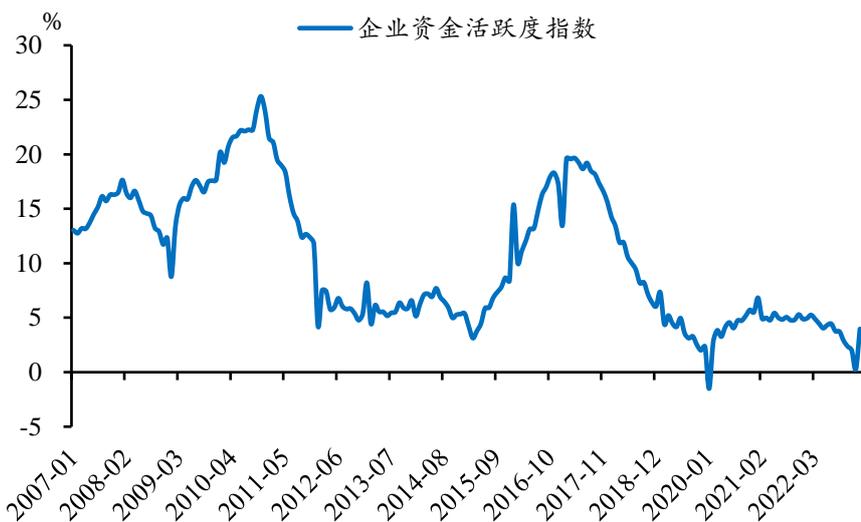
近期多项指标显示企业生产经营活动预期好转，与企业资金活跃度指数相互印证。2 月 PMI 生产经营活动预期录得 57.5%，景气度进一步扩张。2 月中国企业经营状况指数 (BCI) 录得 57.6%，来到荣枯线上方，较前月上升 7.9 个百分点。

图 6：M1 增速可拆分为 M0 贡献和企业活期存款贡献

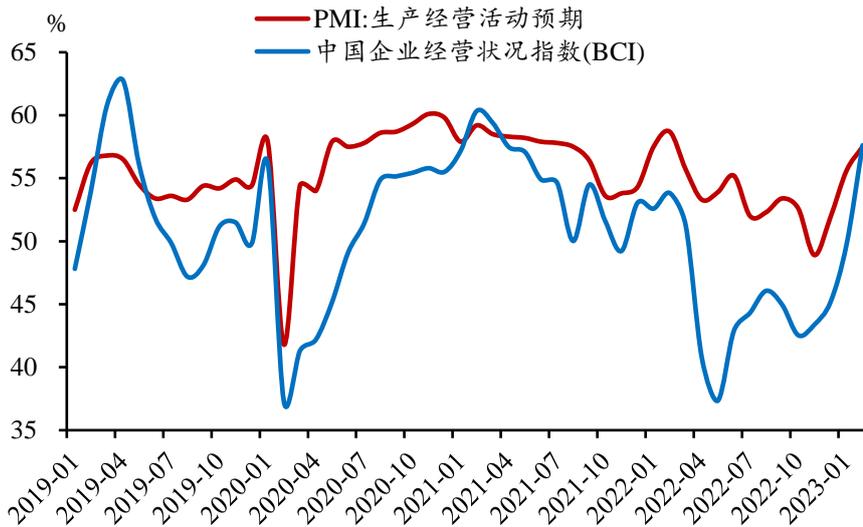


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：2 月企业资金活跃度指数大幅反弹



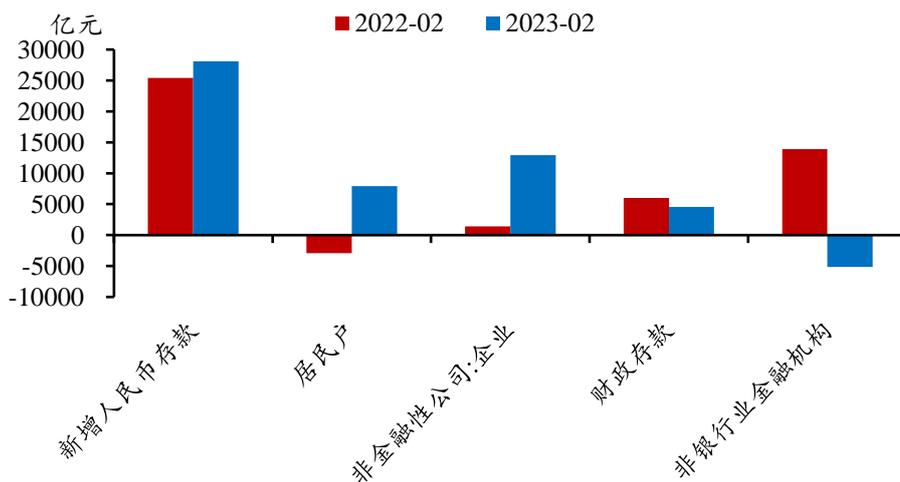
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：2 月多项指标显示企业生产经营活动预期持续好转


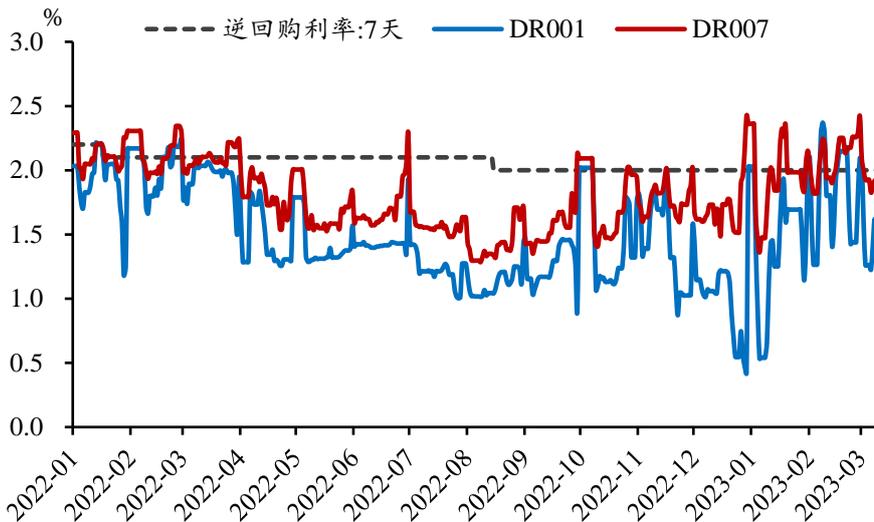
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

M2 增速升至 12.9%，分项上居民、企业存款多增，非银存款降幅较大。

- 1) 春节后“存款搬家”从居民部门回流企业部门，2 月企业存款同比多增 1.15 万亿元。居民存款同比多增 1.1 万亿元，显示出储蓄意愿依然偏高。
- 2) 2 月非银存款减少 5163 亿元，同比多减 1.9 万亿元。我们推测可能有两方面原因，一是股市资金推动下 1 月新增非银存款较多，2 月入市资金冲高回落。二是资金面趋紧格局下，非银同业业务有所收缩，导致非银存款减少。2 月份以来 DR007 回归围绕 7 天 OMO 利率波动状态（图 10），银行间流动性出现结构性分化，资金面趋紧。受此影响，第二梯队（股份行、城商行）商业银行融出意愿下滑、预防性流动性需求增加，或导致非银机构资金融入进一步短缺，造成同业业务收缩，从而压低非银存款。
- 3) 财政存款放量，2 月同比少增 1444 亿元。

图 9：2 月居民、企业存款多增，非银存款降幅较大


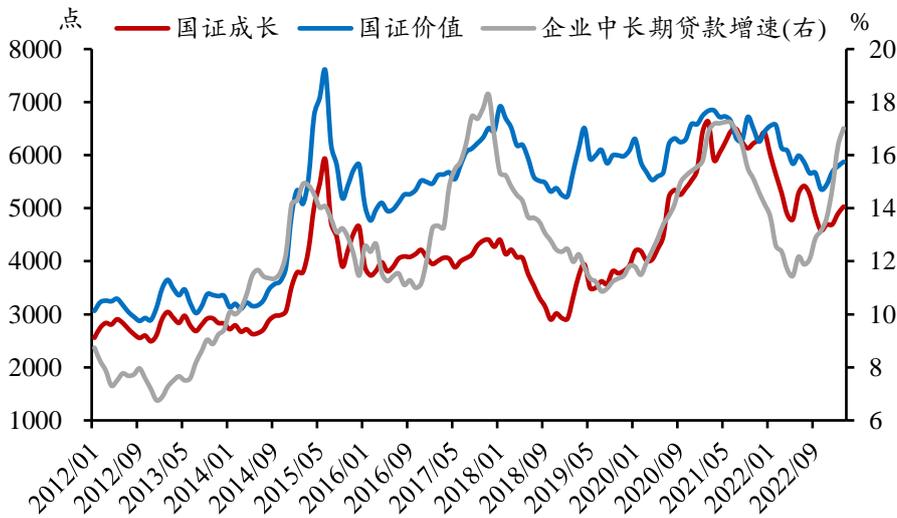
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：2 月资金面基本维持“紧平衡”


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、信用大扩张或是今年的一条宏观主线

在贴息政策支持 and 经济内生动能修复的格局下，信贷有望持续扩张。我们判断企业中长贷增速仍有 1-2 个百分点的上升空间，是引领信用进一步扩张的关键抓手。信用大扩张有利于提振股市信心。历史经验显示，企业中长贷增速回升期，价值股和成长股都有不错表现，价值股的持续性可能更好。建议关注政策支持力度较大，与消费、设备更新改造、数字经济等领域相关的投资机会。

图 11：信用扩张期间，股市通常有不错表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。

研究团队简介

解运亮，中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hangjiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。