

# 1月金融数据点评

## 企业中长贷形成强支撑

**事件：1月新增社融5.98万亿元，较去年同期少增1959亿元，高于市场预期。1月社融存量同比增长9.4%，较上月下降0.2个百分点。1月社融规模高于市场预期，我们认为后期关注点主要包括：1. 稳增长发力下企业端贷款显著超预期，达到历史最高水平，预计2023年央行货币政策工具使用上仍将以再贷款工具和政策性开发性金融工具为主；2. 问题落于居民提前还贷意愿仍显著高于贷款意愿，高频数据来看节后楼市也未恢复至往年水平，稳地产政策或将再度加码。**

- **1月社融高于预期，信贷开门红效应显著。**1月社融各分项中，表内融资同比多增6150亿元，表外融资同比少增996亿元，直接融资同比少增4827亿元。1月表内人民币贷款新增4.93万亿元，同比多增7312亿元，高于季节性水平，一方面受信贷开门红效应影响，另一方面前期政策性开发性金融工具配套融资、保交楼贷款、设备更新改造贷款加快投放，人民币贷款水平超出预期。表外融资新增3485亿元，受地产融资政策改善影响，表外融资回暖。直接融资中企业债融资大幅下滑，同比少增4352亿元，形成本月主要拖累，前期债券发行取消潮影响还未完全消除，1月信用利差仍然偏高，贷款置换债券现象或仍然存在，但随着2月以来信用利差加速收窄，企业债融资或逐渐回暖。政府债券融资同比少增1886亿元，主要受到春节假期错位以及高基数影响。
- **M2同比增速再度回升。**1月M2同比增长12.6%，较上月上升0.8个百分点；M1同比增长6.7%，较上月下降3.0个百分点；M0同比增长7.9%，较上月下降7.4个百分点。1月单位活期存款同比增长6.49%，较上月上升4.63个百分点，准货币同比增长14.62%，较上月下降0.20个百分点。1月M2同比增速再度回升，一方面在春节效应下，居民存款季节性大幅增加，另一方面超预期信贷开门红效应下，贷款派生存款同样呈现高增。
- **居民贷款偏弱状况仍未缓解。**1月新增贷款4.9万亿元，同比多增9200亿元，高于预期。其中居民贷新增2572亿元，同比少增5858亿元，企业贷新增4.68万亿元，同比多增1.32万亿元。1月新增贷款高于预期，企业贷与居民贷仍然呈现二重性，具体来看：企业端方面，企业新增中长贷、短贷、票据分别为3.5万亿元、1.51万亿元、-4127亿元，企业中长贷改善势头持续，与2022年信贷开门红中票据冲量不同，本年度1月票据融资大幅减少，且1月初以来票据贴现利率持续走高，显示出实体经济融资改善的成色更佳。居民端方面，居民户新增中长贷2231亿元、新增短贷341亿元。其中居民中长贷同比少增5193亿元，达到2022年4月水平，明显反映出居民的提前还贷意愿高于贷款意愿。对照目前高频数据，2023年春节开工后13日内30大中城市商品房成交面积（1月28日-2月9日）为373万平方米，仅达到2022年同期（2月7日-2月19日）440万平方米的85%，房贷弱势局面或仍将持续。
- **春节效应下企业存款转移至居民存款。**1月人民币存款新增6.87万亿元，同比多增3.04万亿元，其中居民存款新增6.2万亿元，同比多增7900亿元，企业存款减少7155亿元，同比少减6845亿元，财政存款增加6828亿元，同比少增979亿元，非银存款增加1.01万亿元，同比多增1.19万亿元。1月居民存款再次呈现多增，一方面在于传统季节性影响，企业存款大量转移至居民存款，另一方面在于居民消费支出相对偏弱，地产、汽车等大宗消费仍在低位。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

### 相关研究报告

《1月通胀点评：通胀压力减轻打开货币政策放松空间》20230210

《2023年2月宏观经济展望：中国复苏等待验证，海外衰退风险减弱》20230206

《2月FOMC会议点评：美联储承认通胀放缓趋势并暗示加息接近终点》20230202

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件：1月新增社融5.98万亿元，较去年同期少增1959亿元，高于市场预期。1月社融存量同比增长9.4%，较上月下降0.2个百分点。

**1月社融高于预期，信贷开门红效应显著。**1月社融各分项中，表内融资同比多增6150亿元，表外融资同比少增996亿元，直接融资同比少增4827亿元。1月表内人民币贷款新增4.93万亿元，同比多增7312亿元，高于季节性水平，一方面受信贷开门红效应影响，另一方面前期政策性开发性金融工具配套融资、保交楼贷款、设备更新改造贷款加快投放，人民币贷款水平超出预期。表外融资新增3485亿元，受地产融资政策改善影响，表外融资回暖。直接融资中企业债融资大幅下滑，同比少增4352亿元，形成本月主要拖累，前期债券发行取消潮影响还未完全消除，1月信用利差仍然偏高，贷款置换债券现象或仍然存在，但随着2月以来信用利差加速收窄，企业债融资或逐渐回暖。政府债券融资同比少增1886亿元，主要受到春节假期错位以及高基数影响。

图表 1. 新增社融构成和变化（单位：亿元）

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	59,800	49,300	(131)	584	(62)	2,963	1,486	964	4,140
环比	46,742	34,899	1,534	685	702	3,517	6,373	(479)	1,331
同比	(1,959)	7,312	(1,162)	156	618	(1,770)	(4,352)	(475)	(1,886)

资料来源：Wind，中银证券

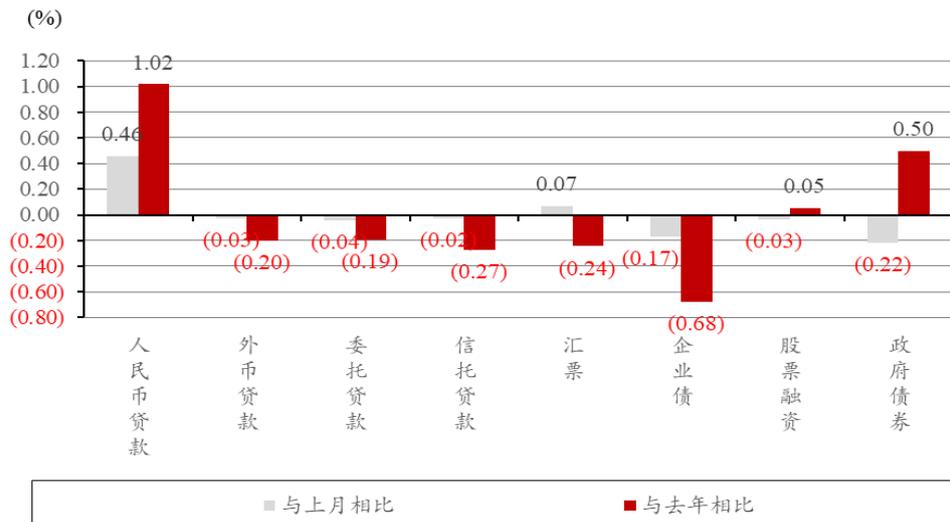
图表 2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	49,169	3,485	2,450	4,696
环比	36,433	4,904	5,894	(489)
同比	6,150	(996)	(4,827)	(2,286)

资料来源：Wind，中银证券

**间接融资替代直接融资效应显著。**从社融存量结构来看，2023年1月与上月相比，人民币贷款占比上升0.46%，表外融资规模合计环比上升0.01%，呈现小幅回暖，直接融资占比下降0.20%，政府债券占比下降0.22%。与去年同期相比，人民币贷款和政府债券占比分别上升1.02%和0.50%，企业债券占比下降0.68%。环比和同比看来，间接融资对于直接融资的替代效应都十分显著，一方面在于理财赎回导致利差走阔，企业债融资被动减少，另一方面在于去年前期地产融资环境偏弱，企业债融资主动减少。目前来看两重因素均有所改善，在信用利差收窄和地产融资环境改善的情况下，预计企业债融资将快速恢复。

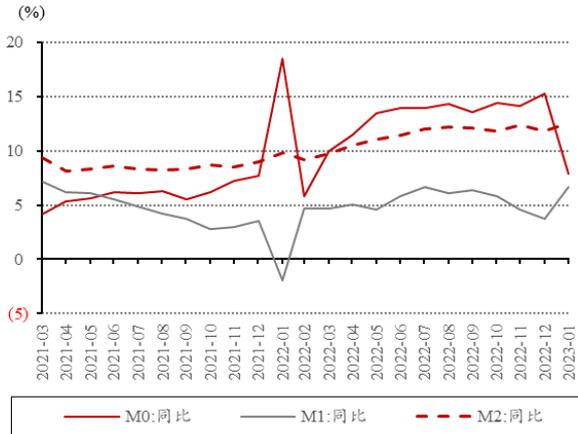
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源：Wind，中银证券

**M2 同比增速再度回升。**1月 M2 同比增长 12.6%，较上月上升 0.8 个百分点；M1 同比增长 6.7%，较上月下降 3.0 个百分点；M0 同比增长 7.9%，较上月下降 7.4 个百分点。1 月单位活期存款同比增长 6.49%，较上月上升 4.63 个百分点，准货币同比增长 14.62%，较上月下降 0.20 个百分点。1 月 M2 同比增速再度回升，一方面在春节效应下，居民存款季节性大幅增加，另一方面超预期信贷开门红效应下，贷款派生存款同样呈现高增。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

**居民贷款偏弱状况仍未缓解。**1月新增贷款 4.9 万亿元，同比多增 9200 亿元，高于预期。其中居民贷新增 2572 亿元，同比少增 5858 亿元，企业贷新增 4.68 万亿元，同比多增 1.32 万亿元。1 月新增贷款高于预期，企业贷与居民贷仍然呈现二重性，具体来看：企业端方面，企业新增中长贷、短贷、票据分别为 3.5 万亿元、1.51 万亿元、-4127 亿元，企业中长贷改善势头持续，与 2022 年信贷开门红中票据冲量不同，本年度 1 月票据融资大幅减少，且 1 月初以来票据贴现利率持续走高，显示出实体融资改善的成色更佳。居民端方面，居民户新增中长贷 2231 亿元、新增短贷 341 亿元。其中居民中长贷同比少增 5193 亿元，达到 2022 年 4 月水平，明显反映出居民的提前还贷意愿高于贷款意愿。商品房销售的数据验证受到 1 月春节效应影响可能滞后，进一步的数据验证可能需等待 2 月份，但对照目前高频数据，2023 年春节开工后 13 日内 30 大中城市商品房成交面积（1 月 28 日-2 月 9 日）为 373 万平方米，仅达到 2022 年同期（2 月 7 日-2 月 19 日）440 万平方米的 85%，房贷弱势局面或仍将持续。

**春节效应下企业存款转移至居民存款。**1 月人民币存款新增 6.87 万亿元，同比多增 3.04 万亿元，其中居民存款新增 6.2 万亿元，同比多增 7900 亿元，企业存款减少 7155 亿元，同比少减 6845 亿元，财政存款增加 6828 亿元，同比少增 979 亿元，非银存款增加 1.01 万亿元，同比多增 1.19 万亿元。1 月居民存款再次呈现多增，一方面在于传统季节性影响，企业存款大量转移至居民存款，另一方面在于居民消费支出相对偏弱，地产、汽车等大宗消费仍在低位。结合居民贷款偏弱局面尚未缓解，提前还款现象或仍在持续，提升居民收入信心带来的消费转化或将成为下一阶段政策的重心。

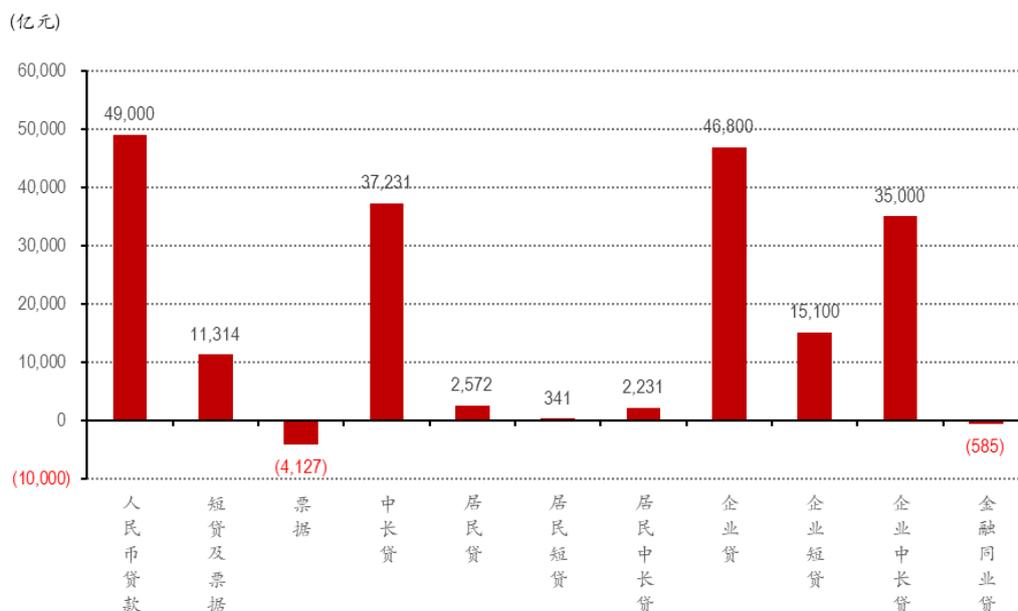
图表 6. 新增存贷款变化（单位：亿元）

	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	68,700	62,000	(7,155)	6,828	10,100	(3,073)
环比	61,458	33,097	(7,979)	17,685	15,428	3,227
同比	30,400	7,900	6,845	979	11,936	2,740
	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	49,000	11,314	37,231	2,572	46,800	(585)
环比	35,000	10,697	23,256	819	34,163	(574)
同比	9,200	(1,580)	8,807	(5,858)	13,200	832

资料来源: 万得, 中银证券。

1 月社融规模高于市场预期，我们认为后期关注点主要包括：1. 稳增长发力下企业端贷款显著超预期，达到历史最高水平，预计 2023 年央行货币政策工具使用上仍将以再贷款工具和政策性开发性金融工具为主；2. 问题落于居民提前还贷意愿仍显著高于贷款意愿，高频数据来看节后楼市也未恢复至往年水平，稳地产政策或将再度加码；3. 此外，2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。1 月末三类机构贷款当月增加 57 亿元，存款当月增加 27 亿元，该口径调整影响总体不大。

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：Wind，中银证券

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_52140](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52140)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn