2023 年 02 月 12 日

当下宽信用关键点在居民端

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）
hening@kysec.cn
证书编号：S0790522110002

相关研究报告

《真实春运不差，节后消费不弱——疫后复苏跟踪 2 月第 1 期—宏观经济点评》-2023.2.6

《各省市召开稳经济扩需求会议—宏观周报》-2023.2.5

《美联储与市场分歧将逐渐弥合——美国 1 月非农就业数据点评—宏观经济点评》-2023.2.4

● **事件：**1 月中国社融新增 5.98 万亿，预期 5.68 万亿；人民币贷款增加 4.9 万亿，预期 4.08 万亿元；1 月末，社融存量同比增长 9.4%，M2 同比增长 12.6%。

● **人民币信贷超预期多增，企业与居民需求分化**

1 月新增人民币贷款 49000 亿元，同比多增 9200 亿元，较过去三年同期均值多增 12667 亿元。同比多增值为 2020 年 3 月以来最高。**结构方面，居民、企业需求两极分化，企业贷款结构显著改善。居民贷款方面**，除春节错位的季节性扰动外，中长贷和短贷同比少增指向居民住房消费、短期消费等修复仍不足，其中受 2022 年下半年提前消费等影响，1 月汽车销量同比大幅下滑。**企业贷款延续高增，结构显著改善**，主因有三：（1）商业银行加大对“十四五”规划重大项目的融资保障。春节后，多地发布 2023 年度重大项目清单，时间提前、项目规模扩大，可比口径下 18 省市重大项目年内计划投资总额同增长 11.5%。同时商业银行积极确保重大项目融资保障，资金端与项目规划齐发力，促成 1 月企业中长贷的高增长；（2）实体经济需求复苏，制造业、中小微企业等经营信心回暖。疫情达峰后实体经济复苏前景向好，商业银行积极投放制造业中长期贷款，提升制造业、中小微企业信心，融资需求回升；（3）2023 年 1 月份票据新规开始实施，银行通过票据冲量的空间受到一定限制，套利难度增加，资金将逐步传导至实体企业。**总体看，1 月信贷总量实现“开门红”，企业中长贷高增，票据减少，结构改善，指向疫后经济复苏提升企业真实融资需求；但企业与居民需求分化，居民短贷、中长贷低迷指向地产、消费仍有待恢复。**此外，个贷（车贷、房贷）提前还款的趋势愈发明显，居民加杠杆的意愿和能力对宽信用的实现形成制约。因此，后续有序增加就业、居民收入，加码扩消费政策对宽信用的实现较为重要。

● **社融：总量改善不及结构，需求仍待持续修复**

1 月新增社融规模为 5.98 万亿元，同比少增 1959 亿，与过去三年同期均值相比多增 5074 亿元。社融存量增速继续下降至 9.4%。尽管信贷历史性多增，但社融仍不及 2022 年 1 月，主因除贷款外多数分项呈现负拉动。结构方面，人民币贷款大幅多增，委托、信托贷款同比多增，其余大部分分项同比少增。企业债券和政府债券为主要少增项。表内信贷大幅增长，主因春节后各地稳增长力度加大，基建配套融资、制造业中长期贷款拉动，叠加银行开年信贷考核因素。企业债券环比有所好转，但同比仍然少增 4352 亿元。一方面，前期理财赎回引发的企业债大规模减少有所缓解；另一方面，信贷融资高增长对企业债券发行产生了一定挤出效应。综合来看，1 月社融揭示 2023 开年实体经济融资需求修复的局限性。企业信贷高增和票据少增一定程度上预示企业融资端的修复加速进行，企业融资结构改善；但居民融资需求低迷、债券融资回升乏力体现居民和企业的预期好转和需求修复仍需时间。

● **存款：居民与非银存款支撑 M2 回升，宽信用主要制约是居民端**

1 月 M1、M2 同比均上升。（1）M2 高增主要受居民和非银存款支撑。企业存款通过奖金福利转移到居民端，而储蓄意愿强促使居民将收入更多放入定期存款。同时非银存款的高增反映 1 月股市行情较好，更多资金流入非银行机构。

（2）M1 与 M2 的背离程度有所缩窄，反映企业经营活动有一定改善。

（3）社融-M2 继续下探。社融增速下行，居民存款促使 M2 高增，实体经济宽信用目前的主要制约是居民端。疫后经济仍待恢复，但社融结构的好转是宽信用修复的正向信号。后续看，促消费扩内需政策还需加大力度，修复居民对经济、就业、收入的信心。

● **风险提示：**国内疫情反复超预期，政策执行力度不及预期。

目　录

1、 信贷超预期多增，企业与居民需求分化.....3
2、 社融：总量改善不及结构，预期修复仍有空间.....4
3、 存款：居民与非银存款高增支撑 M2 回升.....6
4、 风险提示.....7

图表目录

图 1： 1 月信贷超预期多增，居民企业分化明显.....4
图 2： 居民中长贷大幅少增.....4
图 3： 1 月企业中长贷大幅高于短贷.....4
图 4： 票据贴现规模下降.....4
图 5： 1 月除信贷外分项拖累社融.....5
图 6： 表外融资整体弱于 12 月.....5
图 7： 社融结构改善好于总量.....6
图 8： 1 月居民、非银存款同比多增.....7
图 9： 社融与 M2 剪刀差下探.....7

1、 信贷超预期多增，企业与居民需求分化

1 月新增人民币贷款 49000 亿元，同比多增 9200 亿元，较过去三年同期均值多增 12667 亿元。同比多增值创 2020 年 3 月以来的最高。

结构方面，居民企业两极分化；不同期限贷款增长差距加大。

（1）1 月居民信贷整体较差，共新增 2573 亿元，同比少增 5800 亿元（前值少增 1963 亿），较过去三年均值少增约 6600 亿元。居民短贷、中长贷分别同比少增 665、5200 亿元，少增量也较 12 月有所扩大。2023 年春节与过去两年错位，居民贷款在春节期间一般较少，一定程度放大了同比少增量。但 12 月以来，居民贷款延续处于历史低位。剔除春节因素、居民贷款仍低于春节同在 1 月的 2020 和 2017 年，也反映居民贷款需求仍弱，特别是以房贷为代表的中长期贷款需求较差。1 月，30 大中城市商品房销售面积继续下探。与 2019 年相比，30 大中城市的一、二、三线城市商品房销售面积增速分别为-1%、-42%和-62%，体现房地产销售仍旧低迷。居民短贷的少增则体现居民消费贷款的修复不足。

（2）企业信贷新增 4.68 万亿，同比多增 1.32 万亿元，较过去三年均值多增 1.75 万亿元。同比多增值是近 5 年来的最高。其中，企业中长贷同比多增 1.4 万亿（前值多增 8717 亿），企业短贷同比多增 5000 亿元（前值多增 638 亿）。企业中长贷同比多增量涨幅高于短贷，结构显著优化。我们认为主要有以下三点原因：

首先，商业银行加大对“十四五”规划重大项目的融资保障。春节后，多地发布 2023 年度重大项目清单，时间提前、项目规模扩大，体现各省市扩大投资稳经济的积极性。**截至 2 月 10 日，已有 19 省市披露重大项目规划，与 2022 年相比发力提前、投资扩容。**19 省市年内计划投资总额为 11.14 万亿元，可比口径[1]下 18 省市重大项目年内计划投资总额为 8.87 万亿元，同比增速 11.53%，2022 年该指标同比增速为 12.0%。商业银行也响应号召，加强对基建配套融资的支持。1 月 20 日，水利部与中国工商银行联合召开“金融支持水利基础设施建设工作推进会”，签署《金融支持“十四五”水利高质量发展战略合作协议》。因此，资金端与项目规划齐发力，促成 1 月企业中长贷的高增长。

其次，实体经济需求复苏，制造业、中小微企业等经营信心回暖。1 月 16 日，农业银行在 2023 年党建和经营工作会议上提出，2023 年要重点加强基础设施基金项目配套融资、加大制造业中长期贷款投放、扎实做好消费民生金融服务。在基建项目之外，制造业中长期贷款也是银行信贷积极投放的方向。叠加春节消费预期回暖，实体经济复苏前景向好，制造业及中小微企业经营信心提高，融资需求提升。

最后，2023 年 1 月份票据新规开始实施，银行通过票据冲量的空间受到一定限制，套利难度增加，资金将逐步传导至实体企业。银行 1 月的“开门红”考核也是重要季节性因素。

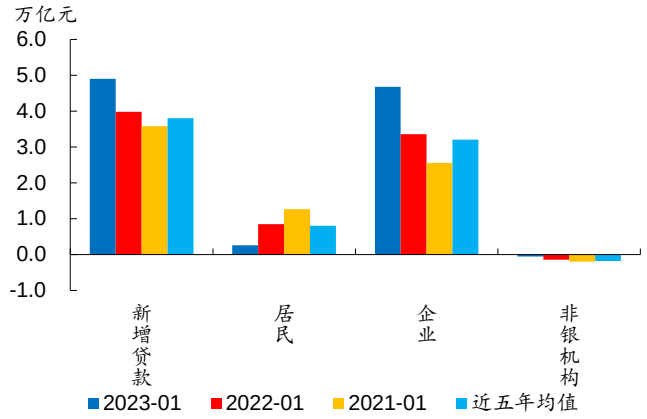
此外，需要说明的是，1 月社融口径有所调整。央行公告，自 2023 年 1 月起，将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司三类公司纳入金融统计范围。即“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据均按可比口径计算。截至 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷

[1] 若某省未披露重大项目年内投资额，则以重点项目年内投资额替代，若无则以一季度开工重大项目的年内投资额替代，可比口径表示 2021 年和 2022 年均披露相同口径的数据。

款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。目前新计入的三类公司新增规模较小，对社融整体影响有限。

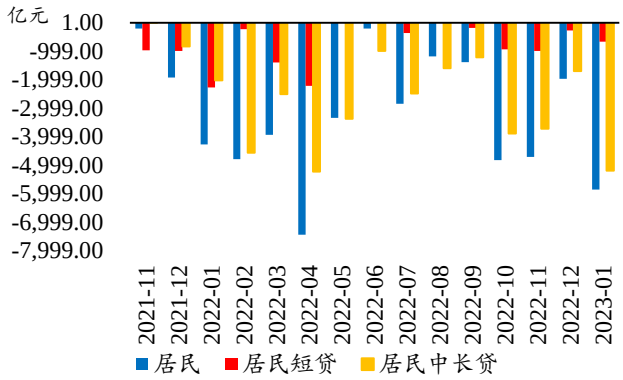
总体来说，1 月信贷达成了“开门红”，但企业与居民分化指向消费、地产仍有待恢复。防疫调整后，企业需求的回暖体现实体经济有实质性的修复，但同时居民对于经济、收入的信心仍有待恢复，个贷（车贷、房贷）提前还款的趋势愈发明显。居民加杠杆的意愿和能力对宽信用的实现形成制约。信用修复的持续性和程度仍需关注后续居民端的修复情况。

图1：1 月信贷超预期多增，居民企业分化明显



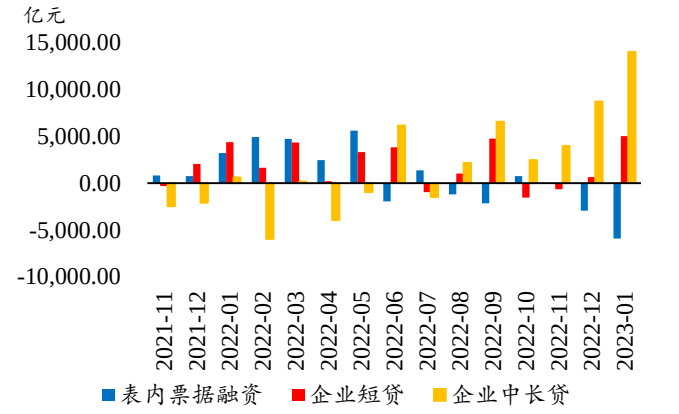
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：居民中长贷大幅少增



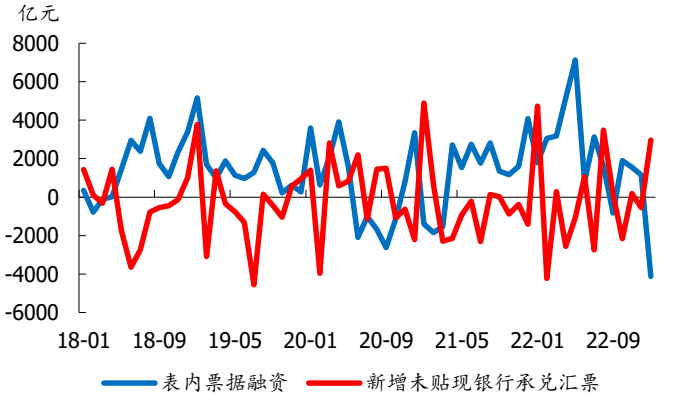
数据来源：Wind、开源证券研究所，图中为同比多增量

图3：1 月企业中长贷大幅高于短贷



数据来源：Wind、开源证券研究所，图中为同比多增量

图4：票据贴现规模下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 社融：总量改善不及结构，需求仍待持续修复

1 月新增社融规模为 5.98 万亿元，同比少增 1959 亿元，与过去三年同期均值相比多增 5074 亿元。社融存量增速继续下降至 9.4%。**尽管信贷历史性多增，但社融仍不及 2022 年 1 月，主因除贷款外多数分项呈现负拉动。结构方面，人民币贷款大幅多增、委托、信托贷款同比多增，其余大部分分项同比少增。企业债券和政府债**

券为主要少增项。

人民币信贷同比多增 7312 亿，与过去三年同期均值相比多增 10935 亿元。表内信贷大幅增长，主因春节后各地稳增长力度加大，基建配套融资、制造业中长期贷款拉动，叠加银行开年信贷考核因素。

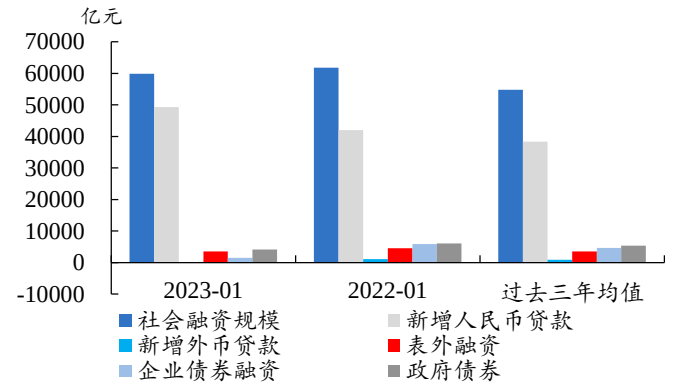
企业债券环比好转，由 12 月的负值转为正增长，但同比仍然少增 4352 亿元。一方面，前期理财赎回引发的企业债大规模减少有所缓解，另一方面，信贷融资高增长对企业债券发行产生了一定挤出效应。

政府债券同比少增 1886 亿元，2022 年政府债发行靠前，政府债同比少增受高基数影响。2023 年 1 月新发行专项债 4912 亿元，发行一般债 1346 亿元。根据 31 省市发布的预算报告，2023 年专项债、一般债提前批额度分别 21900 亿元、4320 亿元，较 2022 年分别增长 50%、32%，且提前批一般在一季度发行完毕，预计后续政府债券将有所回升，但考虑到上半年国债发行一般较低，以及地方置换债到期等因素，政府债券上半年总体增长或有限。

表外融资方面，表外票据规模下降，同比少增 1770 亿元。委托、信托贷款较 12 月有明显回升，均实现同比多增。未贴现银行承兑汇票扭转 12 月趋势，1 月有所增加，但仍较过去三年同期少增。受票据新规影响，预计 2023 年表外票据融资将维持较低增长。

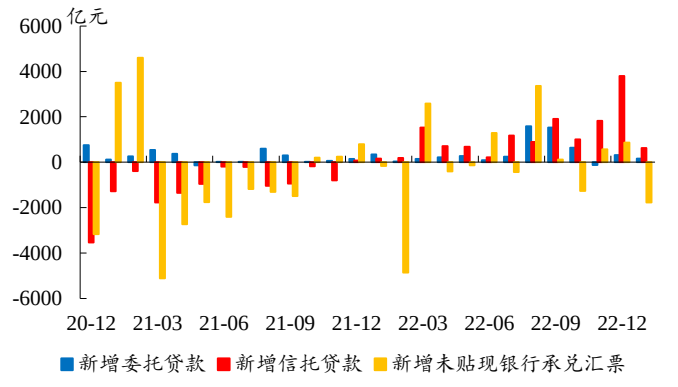
综合来看，1 月份社融揭示 2023 开年实体经济融资需求修复的局限性。企业信贷高增和票据少增一定程度上预示企业融资端的修复加速进行，企业融资结构改善；但居民融资需求低迷、债券融资回升乏力体现居民和企业的预期好转和需求修复仍需时间。政策对于基建重大项目、制造业中小企业、民营房企融资端的支持后续将会持续发力，预计稳增长对宽信用的作用将有所体现，而居民消费需求的改善是下一步关注的重点。

图5：1 月除信贷外，其他分项拖累社融



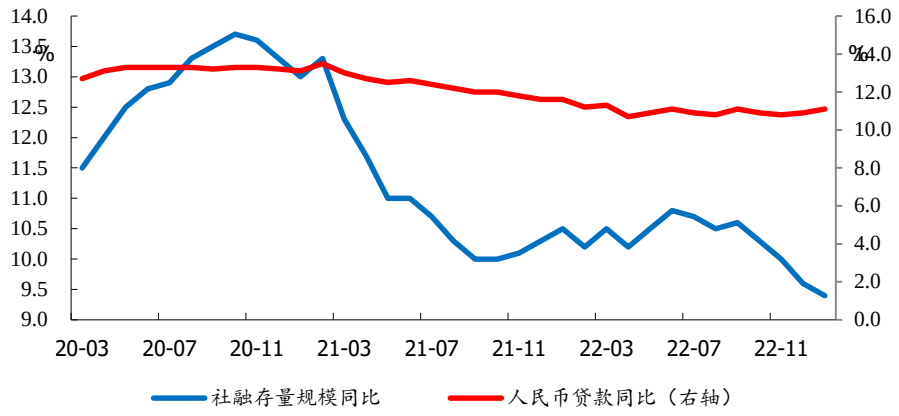
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：表外融资整体弱于 12 月



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：社融结构改善好于总量



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 存款：居民与非银存款高增支撑 M2 回升

1 月 M1、M2 同比均上升。M1 同比增速由 12 月的 3.7%显著上升至 6.7%，增长 3 个百分点；M2 同比由 11.8%上升至 12.6%。**存款方面，居民和非银存款是主要的正向拉动项。**居民存款新增 6.2 万亿元，同比多增 7900 亿。非银机构存款同比多增 11936 亿元（前值为-1485 亿），增幅超出季节性。因春节月份员工薪酬、奖金支出增加，企业存款减少 7155 亿元，同比少减（2022 年 1 月减少 14000 亿元），可能与企业开支较 2022 年同期减少有关。企业存款通过奖金福利转移到居民端，而较强的住户储蓄意愿促使居民选择将收入更多地放入存款，特别是定期存款。同时非银存款的高增也反映 1 月股市行情较好，更多资金流入非银行机构。财政存款同比多增约 900 亿元，1 月货币季节性回笼央行。

社融-M2 剪刀差下探至-3.2%，下降 1 个百分点。社融增速下行，居民存款促使 M2 高增，实体经济宽信用目前的主要制约是居民端。防疫调整后经济短期内仍有压力，需持续修复，1 月经济活动修复并不明显，但社融结构的好转是宽信用修复的正向信号。此外，1 月 M1 与 M2 的背离程度有所缩窄，进一步反映企业的经营活动改善。

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_52143