



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《风险在海外-春节假期宏观信息梳理》 - 2023.01.29

宏观研究

信贷能“红”多久，看房地产与基建的接力

● 核心观点

2月第二周，大宗商品价格除原油上涨外普遍下跌，美债收益率上行，美股下跌；美元走强，人民币汇率走贬；中债收益率上行，A股下跌。

春节后，经济强复苏还是弱复苏成为市场争论的焦点，1月金融数据为解答这个问题提供了细致的观察窗口，无论从总量还是结构来看，2023年经济开门红已在路上。首先，从总量角度，1月新增信贷4.9万亿，为历史最高新增量，可谓增长强劲。并且1月信贷同比多增9200亿，增幅为2020年3月以来最高。其次，1月票据融资负增4127亿，降幅仅次于2017年1月，反映当前票据更大程度被作为释放信贷额度的工具，而非完成贷款投放任务的工具。1月信贷高增大概率是融资需求高涨的结果。

融资需求来自哪里？延续2022年的趋势，1月新增信贷仍然主要由企业贷款推动。克尔瑞1月房企报告显示，整体看来，当前优质房企及白名单房企融资开闸，但行业面融资仍未有全面回暖。而各省《政府工作报告》则对2023年的基建做出了积极部署。因此，高涨的融资需求大概率来源于基建投资，这与我们一直强调的经济开门红需投资先行是一致的。1月居民贷款仍然疲软，居民中长贷维持2000亿左右的低投放水平。官方已多次强调，房地产在我国支柱产业的地位，经济复苏离不开房地产健康发展的支撑，基建开启经济开门红之后，开门红的成色、未来复苏的持续性取决于房地产市场的演变。

经济的开门红已经明确，我们再次强调今年的投资机会宜关注从投资到消费的顺序，当前基本可以明确基建相关产业链有支撑，而房地产市场可能仍然是预期差最大的领域，建议重点关注，消费领域的投资机会则将在投资带动的经济复苏、居民收入加速时展现。

● 风险提示：

疫情演变超预期，国内政策效果不及预期，海外通胀超预期，国际地缘政治风险变化超预期。

目录

1 大类资产表现.....	4
2 国内外宏观热点.....	4
2.1 海外宏观热点及一句话点评.....	9
2.2 国内宏观热点及一句话点评.....	12
3 风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	4
图表 2: 金融机构当月新增人民币贷款.....	5
图表 3: 社会融资规模当月值.....	5
图表 4: 金融机构新增人民币贷款与企（事）业单位票据融资新增规模.....	6
图表 5: 1月新增人民币贷款结构.....	7
图表 6: 新增人民币贷款与企业信贷.....	7
图表 7: M1、M2 同比增速与 M1-M2 剪刀差.....	9
图表 8: 1月新增存款结构（亿元）.....	9
图表 9: 下周重点关注.....	14

1 大类资产表现

2月第二周，大宗商品价格除原油上涨外普遍下跌，美债收益率上行，美股下跌；美元走强，人民币汇率走贬；中债收益率上行，A股下跌。

图表1：大类资产价格变动一览

	单位	2022/12/30	2023/2/3	2023/2/10	今年以来涨跌幅	本周涨跌幅
大宗商品						
布伦特原油	美元/桶	85.91	79.94	86.39	0.6%	8.1%
WTI原油	美元/桶	80.26	73.39	79.72	-0.7%	8.6%
COMEX黄金	美元/盎司	1,826.20	1,876.60	1,874.50	2.6%	-0.1%
LME铜	美元/吨	8,387.00	9,060.00	8,905.00	6.2%	-1.7%
LME铝	美元/吨	2,360.50	2,560.00	2,435.00	3.2%	-4.9%
动力煤	元/吨	921.00	795.60	801.00	-13.0%	0.7%
螺纹钢	元/吨	4,164.00	4,291.00	4,260.00	2.3%	-0.7%
美国股债					基点数变动	
美债2Y		4.41	4.3	4.50	9	20
美债10Y		3.88	3.53	3.74	-14	21
标普500		3839.5	4136.48	4090.46	6.5%	-1.1%
外汇						
美元指数		103.4895	102.9959	103.5757	0.1%	0.6%
美元兑离岸人民币		6.9210	6.8080	6.8234	-1.4%	0.2%
中债						
1年中债		2.1491	2.1438	2.1694	2.03	2.56
10年中债		2.8436	2.8990	2.8994	5.58	0.04
A股						
上证综指		3089.26	3263.41	3260.67	5.5%	-0.1%
沪深300		3871.63	4141.63	4106.31	6.1%	-0.9%
创业板指		2346.77	2580.11	2545.16	8.5%	-1.4%

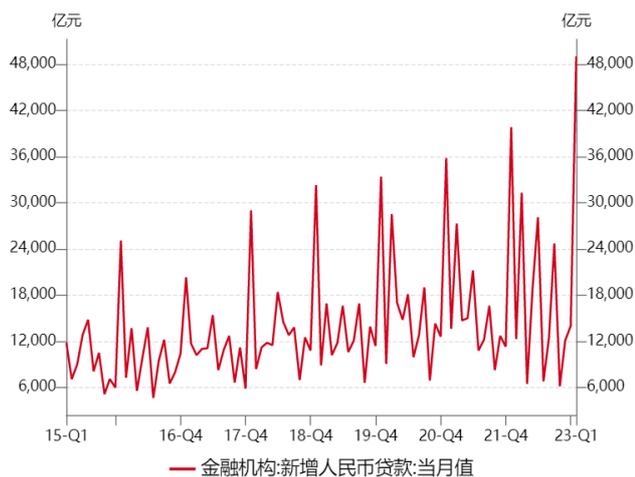
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 国内外宏观热点

开门红在路上。春节后，经济强复苏还是弱复苏成为市场争论的焦点，1月金融数据为解答这个问题提供了细致的观察窗口，无论从总量还是结构来看，2023年经济开门红已在路上。首先，从总量角度，1月新增信贷4.9万亿，为历史最高新增量，可谓增长强劲。并且1月信贷同比多增9200亿，增幅为2020年3月以来最高。春节的特殊性导致该时段对我国经济数据造成了明显扰动，同比分析可以一定程度剔除掉春节季节性的影响。2022年除夕（春节假期第一天）在1月31日，今年除夕在1月21日，今年春节假期对工作日的影晌要大于去年，而在工作日偏少的背景下，1月信贷仍然实现超9000亿的同比增幅，更显出信

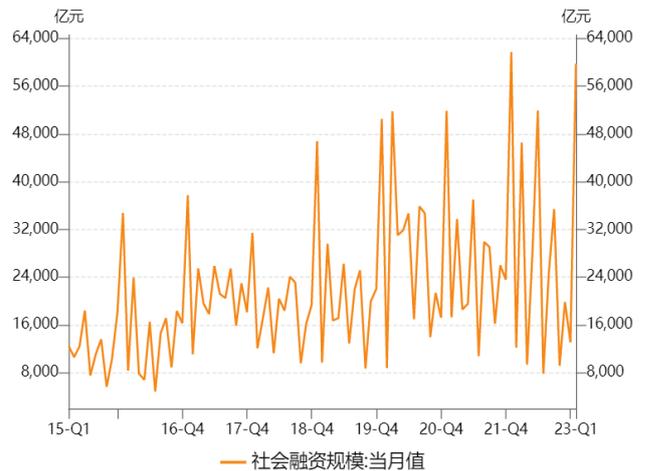
贷增长的强劲。而1月社融5.98万亿，同比少增1959亿，则由于企业债券、政府债券同比少增抵消了信贷增长的拉动，去年1月企业债券、政府债券融资形成了高基数效应影响较大。

图表2：金融机构当月新增人民币贷款



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：社会融资规模当月值



资料来源：Wind，中邮证券研究所

其次，信贷增长是商业银行贷款投放、实体经济融资需求的综合结果，强劲的信贷投放既可能是源于增加信贷额度、引导加大贷款投放的政策推动，也可能是融资需求扩张的自然结果。前者的典型是2018年下半年、2020年上半年，呈现出新增信贷同比多增、与票据融资高增共存的现象；而后的典型则是2017年二季度、2020年下半年，新增信贷同比多增的同时，票据融资大幅净减少，商业银行通过压缩票据融资腾挪信贷额度。1月票据融资负增4127亿，降幅仅次于2017年1月，反映当前票据更大程度被作为释放信贷额度的工具，而非完成贷款投放任务的工具。另外，去年11月银保监会修订发布的《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》，新增“银行承兑汇票和财务公司承兑汇票的最高承兑余额不得超过该承兑人总资产的15%。银行承兑汇票和财务公司承兑汇票保证金余额不得超过该承兑人吸收存款规模的10%”，的确对商业银行通过票据融资腾挪信贷额度的空间形成了约束，但是新规并不会导致票据融资的下降。国务院总理李克强在2月6日召开座谈会提到，我国经济增长去年底企稳、今年初回升。也验证融资需求的复苏。因此，1月信贷高增大概率是融资需求高涨的结果。

图表4：金融机构新增人民币贷款与企（事）业单位票据融资新增规模

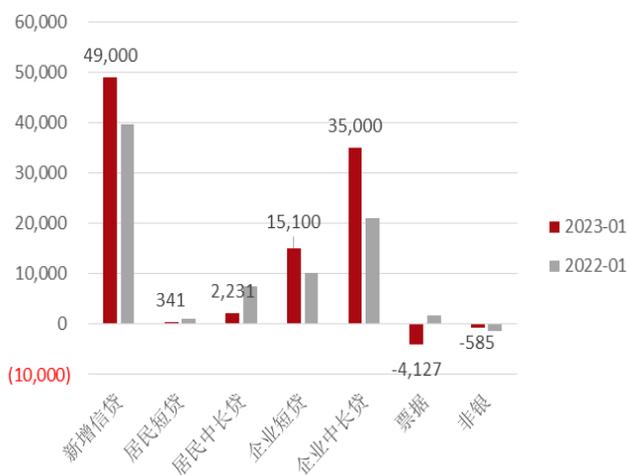


资料来源：Wind，中邮证券研究所

融资需求来自哪里？延续 2022 年的趋势，1 月新增信贷仍然主要由企业贷款推动。新增企业短贷、中长贷均为历史最高，二者合计达 5 万亿，超过信贷总增量。其中，企业中长贷同比多增 1.4 万亿，增幅为历史最高，一方面基于早投放早受益，这是年初银行贷款投放高峰的结果，另一方面，在春节假期占用天数较多，去年同期已实现高增的基础上，企业中长贷取得显著同比增长反映企业中长期融资需求强劲。而企业的融资需求又来自哪里？中国疾病预防控制中心信息显示，检测阳性率 2022 年 12 月 25 日 (29.2%) 达高峰后逐步下降，1 月 23 日降低到 5.5%。春节前，各地疫情陆续达峰，对经济的影响持续存在，制造业企业的融资需求较难发生大幅改善。克尔瑞 1 月房企报告显示，2023 年 1 月 80 家典型房企的融资总量为 543.59 亿元，环比减少 44.8%，同比减少 44.2%。整体看来，当前优质房企及白名单房企融资开闸，但行业面融资仍未有全面回暖。而各省《政府工作报告》则对 2023 年的基建做出了积极部署，例如江苏省提到“突出抓好 220 个省级重大项目和纳入国家‘十四五’规划的 102 项重大工程建设，力争形成更多实物工作量”；浙江省提到“掀起新一轮重大项目建设高潮，持续扩大有效投资”。

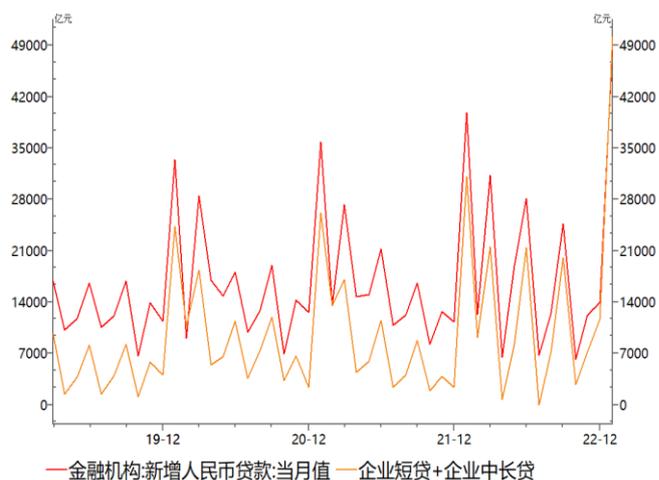
因此，高涨的融资需求大概率来源于基建投资，这与我们一直强调的经济开门红需投资先行是一致的。

图表5：1月新增人民币贷款结构



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：新增人民币贷款与企业信贷



资料来源：Wind，中邮证券研究所

后续关注房地产接棒情况。1月居民贷款仍然疲软，居民中长贷维持2000亿左右的低投放水平。克尔瑞1月房企报告显示，TOP100房企仅实现销售操盘金额3542.9亿元，单月业绩规模同比降低32.5%，环比降低48.6%，较2022年2月的降幅也达11.8%。同时，提前还贷潮也压低了按揭贷款的净投放。官方已多次强调，房地产在我国支柱产业的地位，经济复苏离不开房地产健康发展的支撑，基建开启经济开门红之后，开门红的成色、未来复苏的持续性取决于房地产市场的演变。在去年密集出台“三支箭”的供给侧政策后，房地产市场需求的演变成为焦点。当前普遍将提前还贷潮视为居民风险偏好下降的证据，但实际上在提前还贷的同时还存在“另一步”。经济日报发表文章，建议相关部门加快出台相关举措，有效解决居民扎堆提前还款及违规‘转贷’等问题，指出还房贷的同时还会进行转贷的操作，以降低实际贷款利率。同时，还存在在“四限”政策调整或者预期调整的城市，居民提前还贷来为换房做准备的情况。因此，提前还贷的居民中也包含了有购房需求者，并不宜单纯将其视为需求疲软的证据。另外，住房和城乡建设部部长倪虹接受采访时提到，对于购买第一套住房的要大力支持。首付比、首套利率该降的都要降下来。对于购买第二套住房的，要合理支持。以旧换新、

以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持。指出了接下来政策在需求端发力的方向，而更多城市亦开始在需求端发力，湖北武汉、黑龙江哈尔滨、山东威海、河南安阳等地相继发布楼市新政，涉及住房限购范围调整、扩大购房补贴和金融支持、下调首付比例、提高贷款额度等方面。房地产市场的平稳健康发展是有效化解重大金融经济风险的要求，而其实现也将对经济复苏形成重要助力。

消费在复苏，但属于弱复苏。

1月居民短贷新增341亿，显著低于春节同样在1月的2022年（1006亿）、2017年（1229亿）。一方面结合春节期间的居民出行和消费数据，当前消费的恢复仍然是缓慢的，另一方面，由于存在较高的超额储蓄，且风险偏好的恢复较慢，居民在消费支付方式的选择上对消费信贷的偏好可能会在短期下降，居民短贷对于消费复苏的指示意义可能会有所弱化。结合存款来看，1月存款新增6.87万亿，为历史最高，同比多增3.04万亿。其中6.2万亿来自居民存款，春节当月由于奖金发放、取现等原因，居民存款普遍高增。从同比增幅角度看，1月同比多增7900亿，较去年11-12月同比多增1万亿以上的水平明显下降，反映在各地疫情陆续达峰后，消费信心较去年末有所恢复，当然如果与疫情前时期相比，消费的恢复仍然偏慢。而从存款的整体情况来看，贷款高增的结果是派生存款增长加快，1月M2同比提高0.8个百分点至12.6%，M1同比大幅提高3个百分点至6.7%，带动M1与M2同比增速的缺口收窄2.2个百分点。这与经济复苏、资金活化程度提高有关，同时也与2022年1月M1同比负增形成低基数有关，而2月的基数将回落，M1与M2同比之差可能有所扩大，但并不意味着资金再度固化。另外，1月财政存款新增6828亿，同比多增979亿。根据wind统计，1月全国发行新增债券6258亿，2022年1月全国新增债券发行5837亿，对比来看1月

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_52145

