

宏观点评 20230210

信贷狂飙:今年开门红成色几何?

2023 年 02 月 10 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **2023 年信贷“狂飙”的质地如何? 比 2022 年好, 比 2019 年差。**尽管 2023 年春节假期较早, 但 1 月新增的人民币信贷仍创下历史同期新高, 且明显超过市场预期。其实 2017 年以来的金融紧缩周期中, 年初信贷和社融超预期成为常态, “开门红”也并不少见 (比较典型的如 2019 年和 2022 年)。因此, “开门红”的质量更加重要, 从结构上看, 我们认为 2023 年要好于 2022 年, 但是差于 2019 年: 与 2019 年相比, 2023 年居民端的加杠杆意愿明显不足; 与 2022 年相比, 信贷通过短期工具冲量的情况明显缓解, 具体而言:

■ **企业借钱, 居民观望: 弱于 2019 年。**1 月居民用储蓄和奖金消费和还贷。与春节期间火热的消费复苏形成对比, 1 月居民端无论是短贷还是中长贷均录得同比萎缩——分别同比少增 665 亿元和 5193 亿元。如果不是商业银行限制居民提前还房贷, 居民端的信贷情况会更加糟糕。我们之前反复强调, 居民端加杠杆意愿的确实是宽信用和消费快速复苏可持续性的重大风险。

■ **企业继续借钱, 而且喜欢借长钱: 好于 2022 年。**企业继续成为宽信用的主力, 在期限结构上未出现明显的短贷和票据冲量的情况, 而这一点在 2019 年和 2022 年都较为显著。背后的原因一方面是政策上的大力支持, 项目建设和投资依旧是当前地方稳定经济的重心 (春节后地方部署今年经济工作时大都把项目建设放在第一位), 1 月 10 日人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会, 要求信贷投放适度靠前发力。另一方面则是**债债跷跷板的效应**, 1 月信用市场依旧不太平, 这一点社融中企业债融资表现不佳和非银存款大幅增加也能侧面印证。

■ **地产监管放松, 信托、委托等表外融资回暖: 好于 2022 年。**2022 年第四季度以来地产支撑政策 (尤其是融资政策) 持续加码, 地产融资在 1 月明显好转, 带动信托和委托融资边际改善: 委托贷款同比多增 156 亿元, 信托贷款同比少减 618 亿元。这一点和 1 月在春节提前的情况下 M1 增速的超预期回暖密切相关。与此相对应, 2022 年初房企的融资依旧受到较大的限制, 三条红线、预售资金管理 etc 成为表外相关融资回暖的重要压力来源。

■ **企业债融资萎缩: 弱于 2019 和 2022 年。**由于信用债市场的动荡和地方城投违约风险的上升, 2023 年 1 月企业债融资规模仅 1486 亿元, 而 2019 年和 2022 年同期这一规模均在 4500 亿元以上。不过由于企业中长期贷款的强势扩张, 能够较好地对冲 2023 年的这一相对弱点

■ **政府融资节奏有所放缓: 弱于 2022 年。**1 月政府债券融资同比少 1886 亿元, 不过这与 2022 年财政和基建明确要求提前发力有关。但是这并不意味着项目和投资的落地会相应的放缓, 2022 年下半年以来, 政策性金融工具和商业银行贷款成为基建等项目融资的越来越重要的来源, 而由于地方收支压力和收益率要求的限制, 专项债发挥的作用有所弱化。因此政府债券融资虽然放缓, 但是**政府资金撬动的杠杆却在放大**, 这将支持第一季度投资增速继续保持强劲。

■ **信贷开门红“强于 2022 年, 弱于 2019 年”意味着什么?**无论后续信贷的可持续性如何, 这至少意味着经济在 2023 年第一季度很可能会出现比较强的扩张, 当然值得注意的是背后主要依赖的是投资, 且政策意味更浓, 市场逻辑相对更少。对于宽信用的进程来说, 其可持续性仍存疑, 货币市场利率上升和部分城市二手房交易的回暖并不足以证明居民端和市场性融资需求的回归, 强势的信贷能否持续到第二季度仍有较大的不确定性。

风险提示: 毒株出现变异, 疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

相关研究

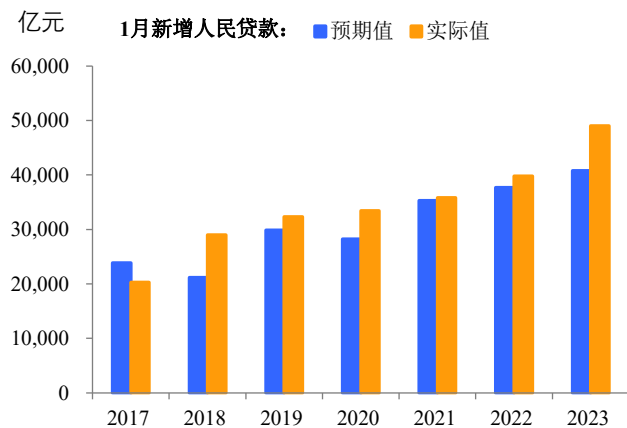
《地方“全力拼经济”的近景与远观》

2023-02-06

《美联储: 定价“软着陆”和定价“衰退”谁更靠谱?》

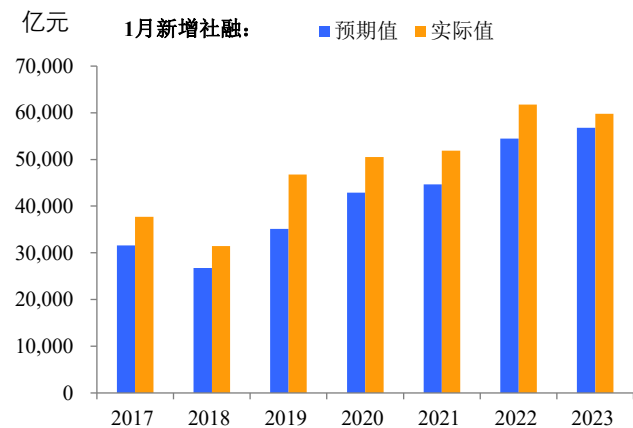
2023-02-01

图1: 2017年之后1月信贷多超预期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2017年之后1月社融也多超预期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: “开门红”对比: 2023年 VS 2019年和2022年

	2023-01	2022-01	2019-01	2023年对比
春节假期	1月21日至27日	1月31日至2月6日	2月4日至10日	2023年春节偏早
M2同比	12.6%	9.8%	8.4%	●M2>社融, 反映流动性供大于需, 传导依旧不顺
社融存量同比	9.4%	10.5%	10.9%	
同比: M2-社融	3.2%	-0.7%	-2.5%	
社融增量(亿元)	59800	61759	46791	
同比变化(亿元)	-1959	9875	15374	
同比新增占比:				
人民币贷款	373.3%	38.5%	57.4%	
外币贷款	-59.3%	-0.7%	0.5%	
表外	-50.8%	3.3%	15.0%	
委托贷款	8.0%	3.4%	0.1%	●委托、信托贷款回升
信托贷款	31.5%	1.6%	-0.3%	●企业债成主要拖累项
未贴现银行承兑汇票	-90.4%	-1.7%	15.3%	●政府融资放缓
企业债券融资	-222.2%	19.5%	19.1%	
政府债券融资	-96.3%	36.3%	11.0%	
非金融企业境内股票融资	-24.2%	4.5%	-1.4%	
新增人民币贷款(亿元)	49000	39800	32300	
同比变化(亿元)	9200	3944	3300	
同比新增占比:				
居民:	-63.7%	-108.3%	26.7%	●企业加杠杆, 居民意愿不强
居民: 短期	-7.2%	-57.6%	-5.3%	●企业信贷期限结构改善, 中长期贷款强劲: 项目融资, 信用债转贷款
居民: 中长期	-56.4%	-51.3%	32.1%	●居民短贷改善不足, 与春节消费火热不匹配
企(事)业单位:	143.5%	205.4%	242.4%	
企(事)业单位: 中长期	152.2%	15.2%	21.2%	
企(事)业单位: 短期	54.3%	110.2%	65.7%	
企(事)业单位: 票据融资	-64.3%	81.0%	145.8%	

注: 红色符号表示重点关注。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

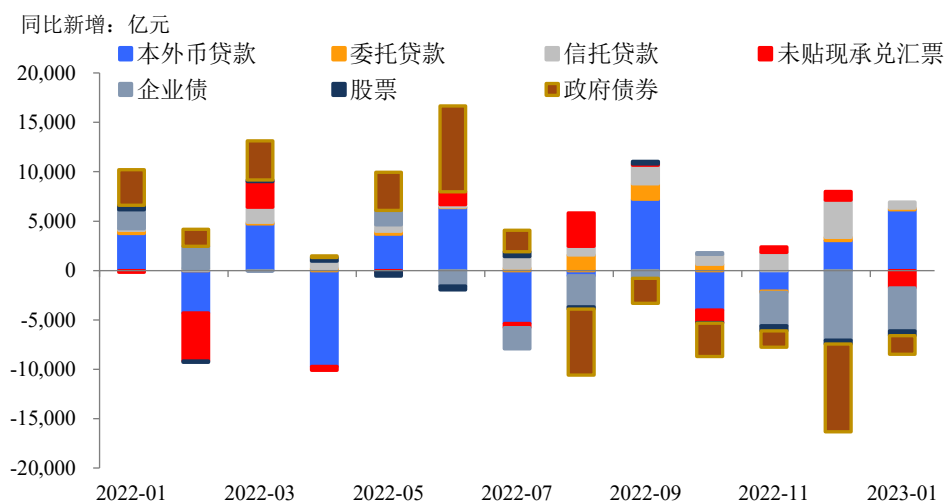
图4：2023年春季后第一周各省部署工作：项目建设和投资依旧是政府一致关心的领域

各省经济相关工作部署情况									
序号	省市	开门红/开门稳	高质量发展	项目建设	消费	营商环境	绿色低碳	外贸	房地产
1	北京	√	√	√	√	√	√		
2	天津		√	√	√		√	√	√
3	上海		√	√	√	√	√	√	√
4	重庆		√	√		√	√		
5	河北		√	√	√	√			
6	辽宁	√		√	√			√	
7	吉林		√	√		√	√		
8	黑龙江			√					
9	江苏		√	√	√	√		√	√
10	浙江		√	√	√		√	√	
11	福建	√	√	√		√			
12	江西		√	√					
13	安徽					√			
14	山东	√	√	√	√	√	√	√	
15	河南	√	√	√	√	√			
16	湖北	√	√	√	√		√		
17	湖南	√	√	√		√			
18	广东		√	√	√	√	√	√	√
19	海南	√	√	√	√				
20	四川	√	√	√		√	√		
21	贵州	√	√	√	√		√	√	√
22	云南	√		√					
23	陕西	√	√	√		√			
24	甘肃	√	√	√	√				
25	青海		√			√			
26	内蒙古	√		√					
27	广西	√	√	√	√	√	√	√	
28	宁夏	√	√	√					
29	新疆	√	√				√		
30	西藏		√	√		√	√		

注：红色符号表示重点关注。

数据来源：各地政府网站，东吴证券研究所整理

图5：企业债融资同比萎缩成为 2023 年 1 月社融最大的拖累



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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_52149

