

宏观

证券研究报告

2023 年 02 月 12 日

开门红的成色

- (一) 1 月信贷数据的成色? 信贷开门红 vs 大小月特征
- (二) 居民消费的成色? 报复性复苏的春节消费 vs 偏弱的居民短期贷款
- (三) 固投的成色? 融资需求先行 vs 复工进度偏慢

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

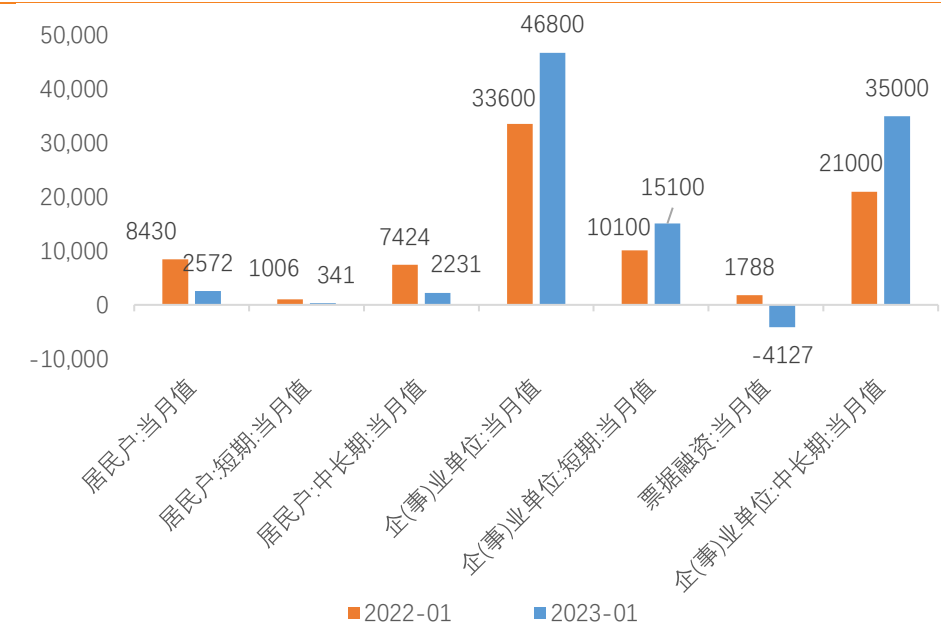
- 1 《宏观报告: 2023 年, 全球财政重新扩张 - 主要海外国家财政一览》
2023-02-08
- 2 《宏观报告: 风险定价-外资定价了多少-2 月第 1 周资产配置报告》
2023-02-04
- 3 《宏观报告: 宏观-一月金融数据前瞻》 2023-02-04

风险提示: 国内经济复产复工进度不及预期, 居民部门加杠杆意愿迟迟未能修复; 信贷数据后续乏力

（一）1月信贷数据的成色？信贷开门红 vs 大小月特征

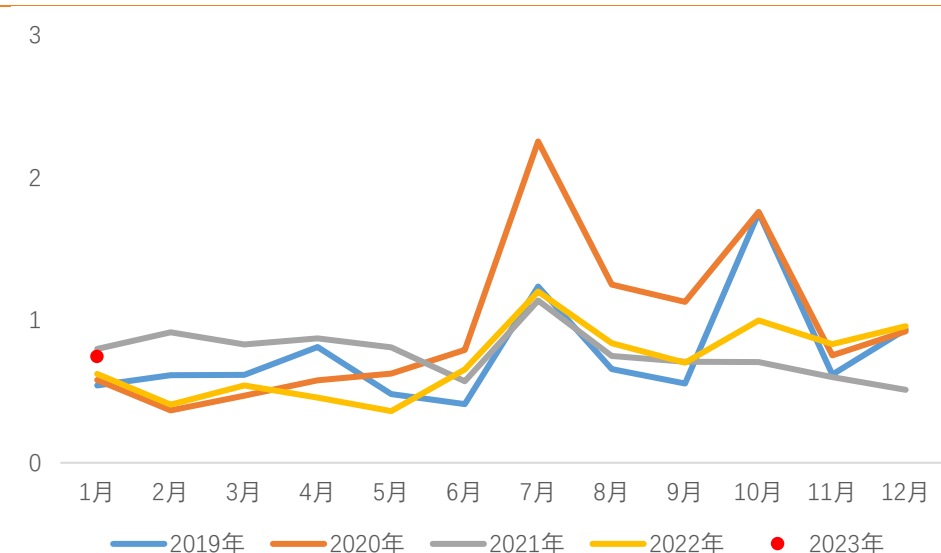
今年1月信贷数据“开门红”，新增人民币贷款4.9万亿，创历史新高，其中新增企业中长期贷款3.5万亿，占比为74.8%，是信贷高增的主要贡献项。从信贷结构上看信贷数据高增既是银行追求“开门红”加速投放的体现，也是疫情后实体经济预期好转、政策发力带动基建等项目配套融资需求回升以及信用债市场调整造成“债转股”的共同结果。（详见《一月金融数据前瞻》，2023.02.04）

图1：新增人民币贷款结构（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图2：企业新增中长期贷款占比



资料来源：wind，天风证券研究所

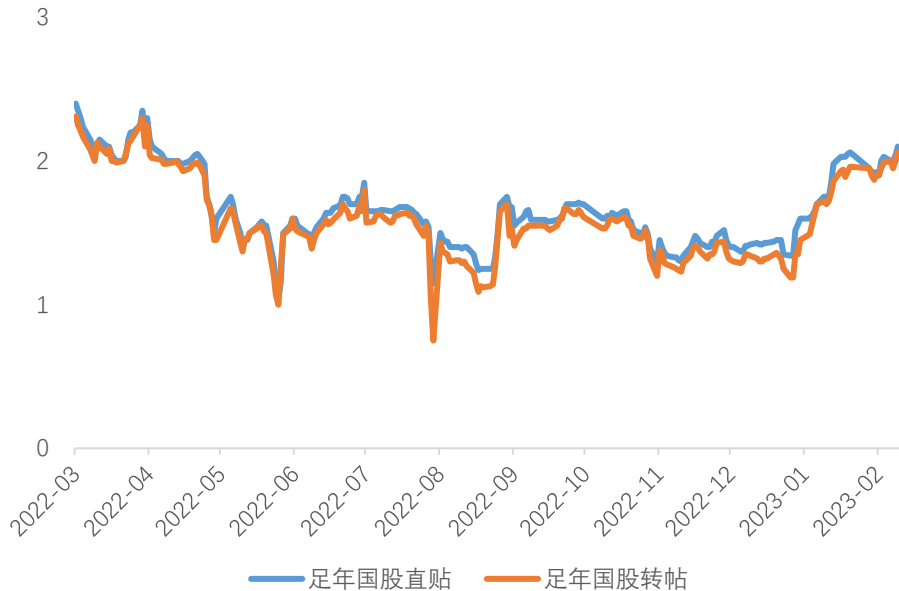
在地产缺席时，政策一直在引导信贷加大对制造业等的支持力度，如2022年工业中长期贷款余额同比增长26.5%，基础设施中长期贷款余额同比增长13%，均高于各项贷款余额11.1%的增速。

债券市场对1月金融数据“开门红”已有预期，数据公布后债券并未出现明显调整，2月10日10年期国债活跃券（220025）反而略有下行。这或与信贷数据高增后，市场开始将目光转向信贷数据的可持续性上有关。

去年在政策等因素的作用下，银行信贷在个别月份冲高后，往往后继乏力。如 2022 年 1 月新增信贷 3.98 万亿，创当时历史新高，但 2 月新增信贷仅 1.2 万亿，同比减少。

但不同于 2022 年 2 月票据利率快速下行，今年 2 月上旬票据利率继续维持在较高水平且相较于 1 月末略有上行，这表明目前实体部门的融资需求依旧具有韧性。而且去年 2 月是信贷小月，这也能为今年 2 月信贷数据提供一个较低的基数。但在今年信贷或仅是弱复苏的情况下，前期信贷投放规模过高或为后续信贷的可持续性造成压力。

图 3：票据利率快速回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

（二）居民消费的成色？报复性复苏的春节消费 vs 偏弱的居民短期贷款

在企业贷款高增时，居民短期贷款和中长期贷款均偏弱。这表明当下居民部门加杠杆诉求依旧偏低。这也对应了 1 月居民部门存款再度高增，1 月居民新增存款 6.2 万亿，同比多增 7900 亿元（部分原因是企业发放年终奖，推动单位存款转向居民存款）。

除地产外，在春节消费数据不弱的情况下，居民短贷偏弱或表明春节消费具有短期集中爆发的特征，从线下消费场景修复（如北京、上海等地近期每日地铁客运量已经超过 1000 万人次）到居民消费意愿修复或还需要一定时间。

从历史数据上看，春节消费占社零的比重较低，2018-2019 年春节旅游收入占全年社会消费品零售比重在 1.2% 左右；2021-2022 年春节旅游收入占全年比重则仅有 0.7% 左右。即单独春节旅游收入对目前消费修复的指示意义并不高。另外，传统消费淡季叠加补贴政策结束，1 月份汽车销售大幅回落，乘联会数据显示 1 月乘用车零售同比下降 37.9%，环比下降 40.4%，这也是居民贷款偏低的原因之一。

从历史经验上看，政策补贴后的透支效应对次年的汽车消费具有明显影响。2009-2010 年的购置税补贴¹推动当时汽车零售额累计同比增速从 2009 年 1 月的 4.2% 快速升至 12 月的 32.3% 并在 2010 年保持了 34.8% 的高增，但补贴结束后，2011 年汽车零售额同比增速就回落至 14.6% 了。

2015-2017 年的补贴²相比于 2009 年的效果略弱，2016 年汽车零售额同比实现 10.1% 的增速，2017 年汽车销售就已经略显乏力，全年增速仅有 5.6%，2018 年随着补贴结束，汽车

¹ 关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知 (chinatax.gov.cn)

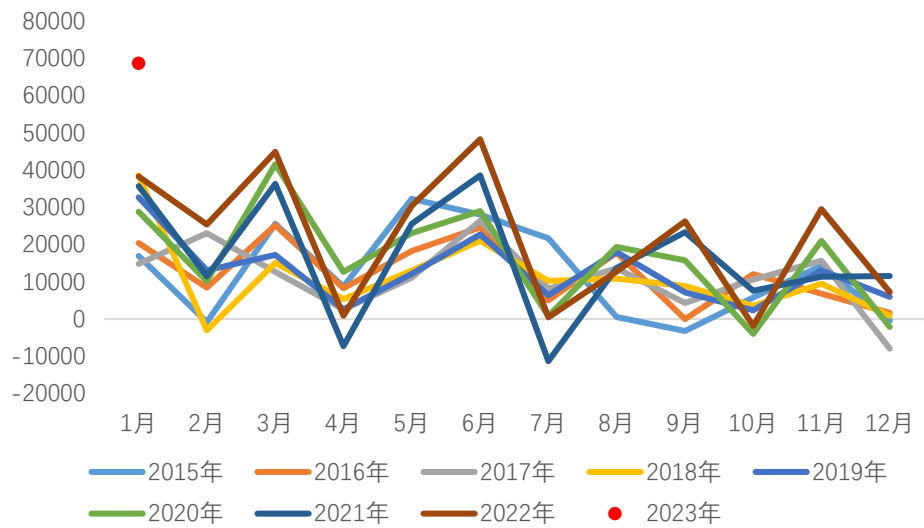
关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知 (www.gov.cn)

² 两部门：2015 年 10 月 1 日至 2016 年底 1.6 升及以下排量乘用车购置税减半 滚动新闻 中国政府网 (www.gov.cn)

关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知 (chinatax.gov.cn)

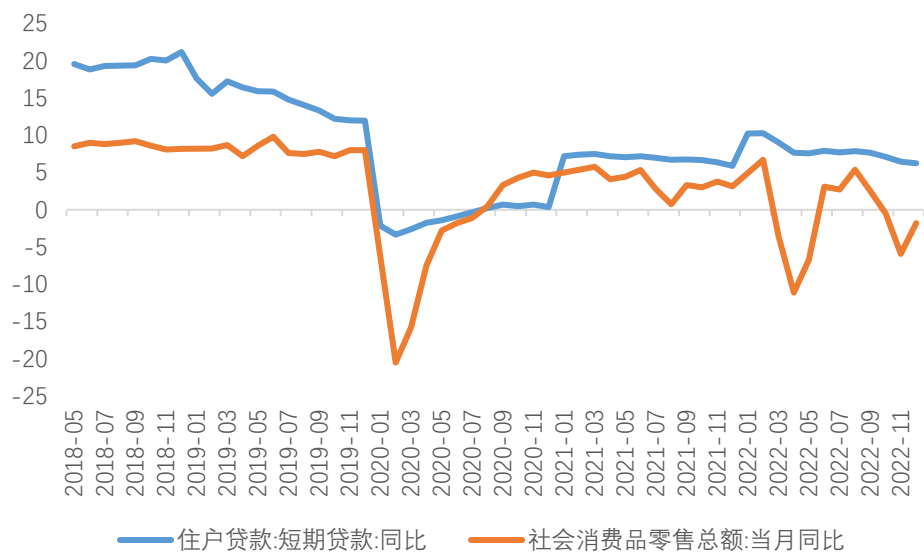
消费持续走弱，汽车当月零售额增速在 2018 年 5 月转负并延续至年末，全年同比增速为 -2.4%。从这个角度看，此前的汽车消费补贴或将对今年汽车消费产生不小的透支影响。

图 4：金融机构新增人民币存款大超历史记录（单位：亿元）



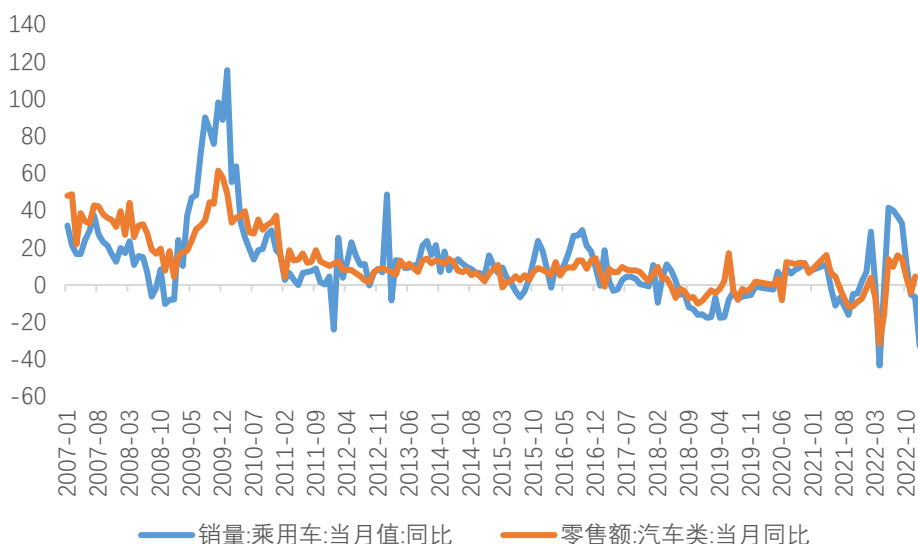
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：居民短期消费贷与社零存在一定正相关（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：为看清趋势 2022 年使用两年复合同比增速）

图 6：1 月汽车消费明显回落（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 为更好看清趋势, 数据不包含 2020 年 1-3 月和 2021 年 1-3 月数据)

(三) 固投的成色? 融资需求先行 vs 复工进度偏慢

在政策推动、预期改善等情况下, 实体融资需求率先好转, 从而推动 1 月信贷数据跳升。但直至 2 月初, 实体经济的复产复工进度依旧较慢。

从建筑业复产复工数据来看, 当下依旧是预期先行、资金先行, 而整体复工进度偏慢。截至 2023 年 2 月 7 日 (正月十七), 全国工程项目开复工率为 38.4%, 较 2022 年正月十七 (农历同比) 下降 12.6 个百分点; 全国工程项目劳务到位率 43.3%, 较 2022 年正月十七 (农历同比) 下降 16.9 个百分点。分项目来看, 基建项目的开复工率和劳务到位率好于市政和房建。截至 2023 年 2 月 7 日, 基建开复工率和劳务到位率为 42.1%和 47.9%, 高于房建的 39.2%和 40.6%与市政工程项目项目的 32.2%和 42.3%。

这在一定程度上也体现虽然去年以来房地产政策频出, 但节后商品房销售修复速度偏慢、行业信心偏弱, 考虑到房地产已经进入中长期下行周期, 地产年内超预期的可能性不大。

此外, 在元宵节前偏弱的水泥熟料产能利用率、石油沥青装置开工率持续偏弱也表明建筑业复产复工进度或需要等到元宵节后才会逐步加快。

图 7: 实体经济复产复工节奏依旧偏慢 (截至正月十七) (单位: %)

区域	总开工率	较上期	较去年	劳务到位率	较上期	较去年
华东	37.3	31.2	-6.3	43.5	32.9	-10.5
华南	40.1	27.3	-28.1	45.3	27.2	-30.5
华中	56.3	33.0	-6.0	54.8	31.3	-10.1

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_52198

