

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

信贷开门红如何影响经济复苏和后续政策？

2023年2月12日

- **企业中长贷拉动下，新增信贷实现开门红。**1月新增人民币贷款4.9万亿元，高基数下同比多增9200亿元，企业中长贷是最大贡献项。分行业来看，制造业对于企业中长贷的拉动作用最明显，基建中长贷增速也有良好表现。当前企业处在去库存阶段，短期信贷需求相应下滑。居民端受提前还贷潮影响，房贷面临收缩压力。此外居民消费倾向尚未完全释放，短期贷款出现同比少增。
- **新增社融增幅可观，高基数下存量增速有所回落。**新增社融创历史第二高增幅，社融存量同比增速回落至9.4%，与高基数有关。去年同期，基数较高的分项一是企业债券，今年1月在发行利率上升、信贷替代效应的影响，企业债融资同比少增。二是政府债券，今年政府债到期压力较大，对社融的拉动作用或有所退坡。三是未贴现银行承兑汇票，受“票据新规”影响短期内或持续缩量。
- **M1增速大幅反弹，更多是春节错位对同比读数的扰动。**1月M1增速较上月大幅提升3个百分点至6.7%，将M1增速拆分为两部分，一是M0贡献，代表居民取现需求。二是企业活期存款贡献，用于衡量企业资金活跃度。历史上看，两项指标在每年1月或2月均会出现大幅波动，主要由春节错位因素导致。企业资金活跃度是否有实质性改善，仍需进一步观察。M2增速升至12.6%，一方面或与资金涌入股市、推升非银存款有关。另一方面，居民储蓄意愿仍待松动、存款多增，企业贷款大规模投放下派生存款增多，较去年同比少减。
- **政策保驾护航下，经济动能有望继续复苏。**今年经济向上，社融多增是重要基础。1月社融总量修复幅度有限，反映出我国经济下行压力仍在。结构上有喜有忧，总体符合我们此前“居民去杠杆，企业加杠杆补上居民端缺口，政府辅助发力”的判断。未来社融若进一步扩张，一方面源自经济内生动能修复，另一方面或需要政策的保驾护航，以确保金融支持实体的延续性。我们预计政策有望继续宽松，关注央行潜在的信贷政策力度升级、推动实体融资成本下行、创设新型工具等。
- **风险因素：**国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。



目 录

一、企业中长贷拉动下，新增信贷实现开门红	3
二、新增社融增幅可观，高基数下存量增速有所回落	5
三、M1 增速大幅反弹，更多是春节错位对同比读数的扰动	6
四、政策保驾护航下，经济动能有望继续复苏	7
风险因素	8

图 目 录

图 1：企业中长贷拉动下，新增信贷实现开门红	3
图 2：分行业来看，制造业对于企业中长贷的拉动作用最明显	4
图 3：企业去库存阶段，短期信贷需求相应下滑	4
图 4：2019-2023 年 30 大中城市商品房成交面积（剔除春节错位影响）	5
图 5：存量房贷利率大幅高于当前房贷利率	5
图 6：1 月新增社融创历史第二高增幅，部分分项去年同期基数较高	6
图 7：1 月债市收益率上行，货币市场利率位于高位	6
图 8：M1 增速可拆分为 M0 贡献和企业活期存款贡献	7
图 9：1 月新增人民币存款中非银存款和居民存款的贡献最大	7
图 10：中央经济工作会议以来政策面定调积极	8

事件：

2023 年 2 月 10 日，央行公布 2023 年 1 月金融数据：新增人民币贷款 4.9 万亿元，预期 4.2 万亿元，前值 1.4 万亿元。新增社会融资规模 5.98 万亿元，前值 1.31 万亿元。M2 同比增长 12.6%，预期 11.7%，前值 11.8%。

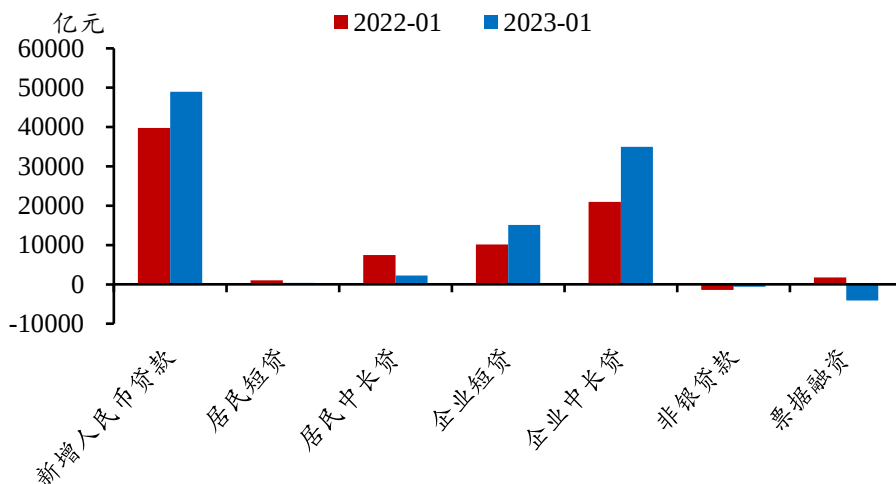
一、企业中长贷拉动下，新增信贷实现开门红

1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，高基数下同比多增 9200 亿元。在政策积极定调稳增长、疫情防控优化的背景下，经济迈向复苏的迹象初现，市场主体的预期正逐步趋于改善。1 月新增人民币贷款实现开门红，新增 4.9 万亿元，创下有数据统计以来新高。分项上，新增企业中长贷 3.5 万亿元，同比多增 1.4 万亿元，是最大贡献项（图 1）。

企业中长期贷款增速抬升，主要受制造业和基建拉动。1 月企业中长贷增速升至 16.3%，连续第 7 个月回升。细分行业来看，制造业的拉动作用最明显。去年下半年，监管部门鼓励加大制造业中长贷支持力度、央行创设设备更新改造再贷款，多项政策工具支持之下，制造业中长贷增速从 6 月末的 29.7% 显著提升至年末的 36.7%，带动企业中长贷增速从 6 月末的 12% 升至年末的 14.5%。同期政策性开发性金融工具打通了基建投资的堵点，加上财政资金拨付，有效撬动了银行贷款等配套融资。去年下半年基建中长贷增速维持在 13% 上下，对企业中长贷增速形成了有力支撑（图 2）。

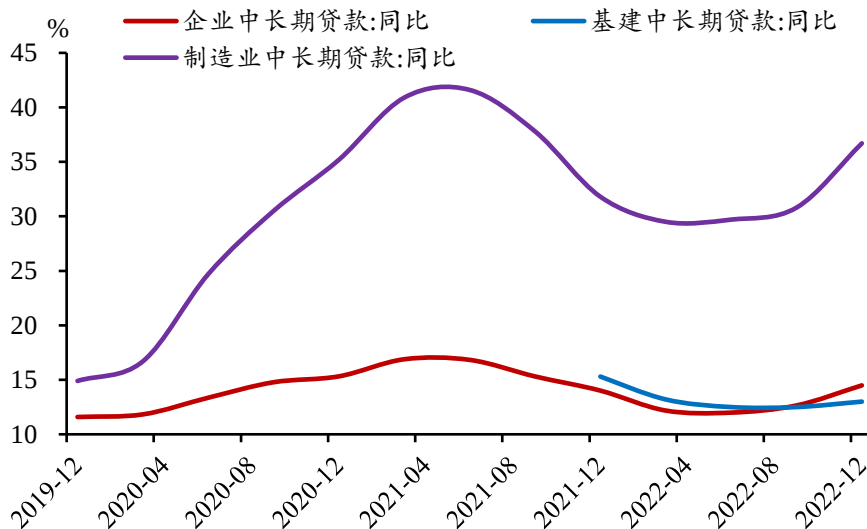
企业去库存阶段，短期信贷需求相应下滑。2022 年 4 月以来，工业企业产成品增速从 20% 的增速高点下降至去年末的 9.9%，企业进入去库存阶段。这一阶段内，企业有销售回款补充流动资金，短期信贷需求相应下降，体现在去年 10 月开始“企业短期贷款+票据融资”增速出现下行拐点。1 月企业短期信贷需求依然承压，短期贷款和票据融资合计新增 1.1 万亿元，同比少增 915 亿元。

图 1：企业中长贷拉动下，新增信贷实现开门红



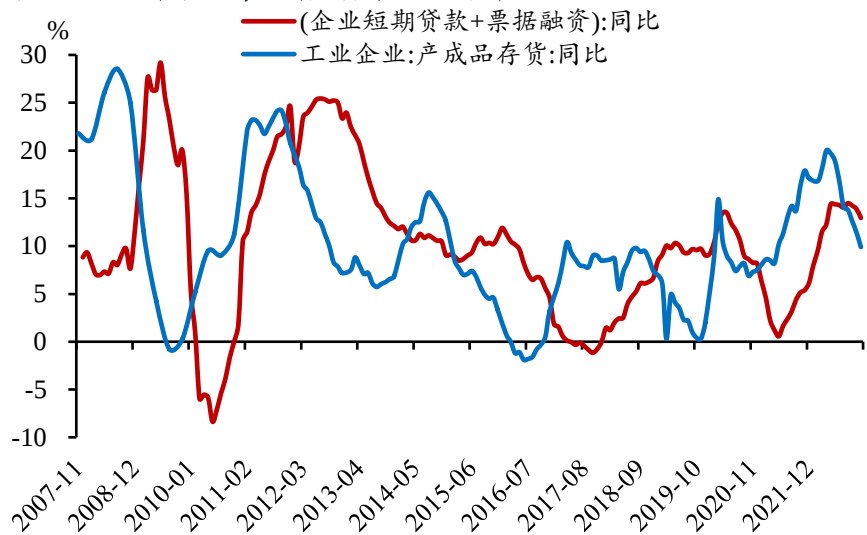
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：分行业来看，制造业对于企业中长贷的拉动作用最明显



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：企业去库存阶段，短期信贷需求相应下滑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

提前还贷潮持续发酵，居民房贷面临收缩压力。剔除春节错位的影响后，对比 2019-2023 年房地产销售表现，可见今年以来居民购房情绪依然低迷（图 4），指向新增居民房贷承压。与此同时，存量居民房贷出现了收缩压力，据财联社时评，春节过后居民扎堆还房贷的风波还在延续。1 月新增居民中长期贷款（房贷）2231 亿元，在去年的低基数下同比少增 5193 亿元。导致居民提前还房贷的原因：

一是存量房贷利率大幅高于当前房贷利率。2018-2021 年，加权平均个人住房贷款利率多在 5.5% 以上。去年 12 月，全国新发放个人住房贷款平均利率为 4.26%，为 2008 年有统计以来的历史最低水平（图 5）。对比之下，偿还存量房贷显得高息、不划算。

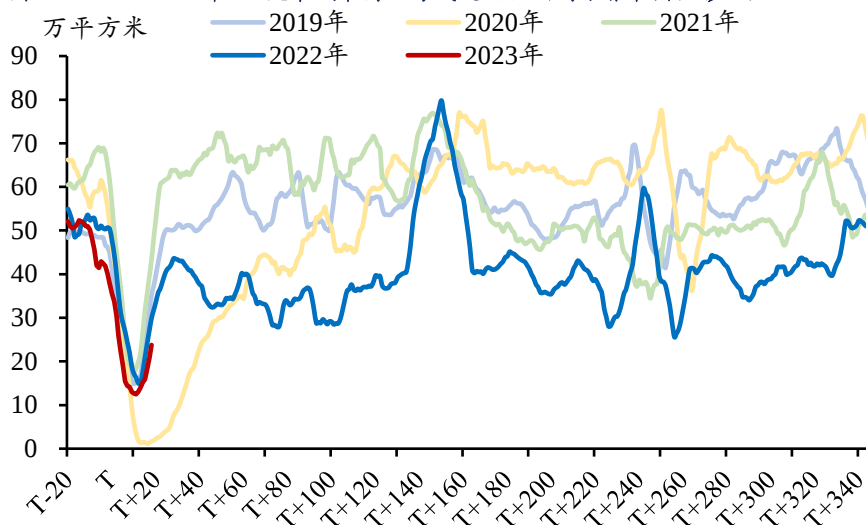
二是居民房价预期和对于未来信心仍偏弱。当市场预期未来房价趋于上涨，或投资理财等金融产品能取得可观收益时，居民的最优策略是将闲置资金投资，用投资收益覆盖房贷成本。截至去年 12 月，70 城新房价格仍在环比下跌，持续压制居民购房意愿。此外去年年末以来，银行理财、债基等投资产品出现净值回撤。在此背景下，居民信心不足，优先将闲置资金用于提前还贷。

三是居民消费倾向尚未完全释放。春节期间居民出行、旅游和服务性消费表现好于去年同期，但尚未恢复至疫情



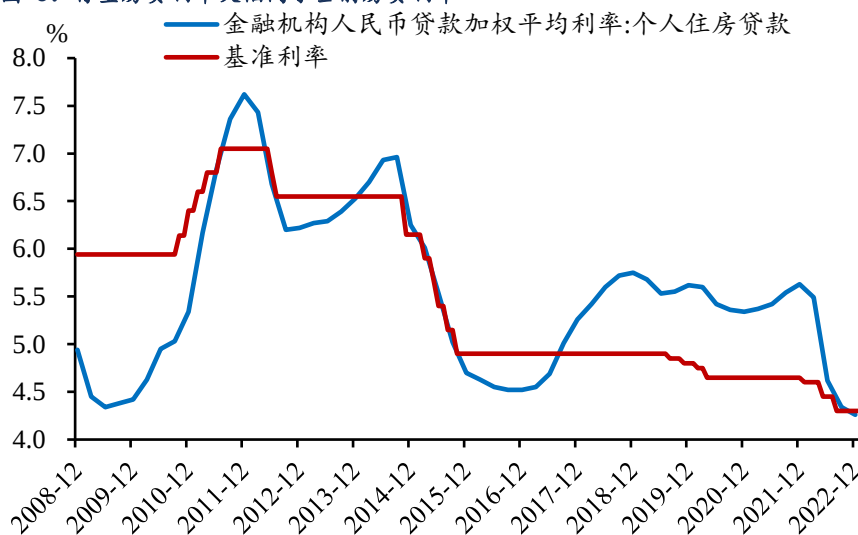
前水平。经济下行压力下，部分居民更倾向于减轻债务负担，而不是更多消费。体现在数据层面，1月新增居民短期贷款341亿元，同比少增665亿元。

图 4：2019-2023 年 30 大中城市商品房成交面积（剔除春节错位影响）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：存量房贷利率大幅高于当前房贷利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、新增社融增幅可观，高基数下存量增速有所回落

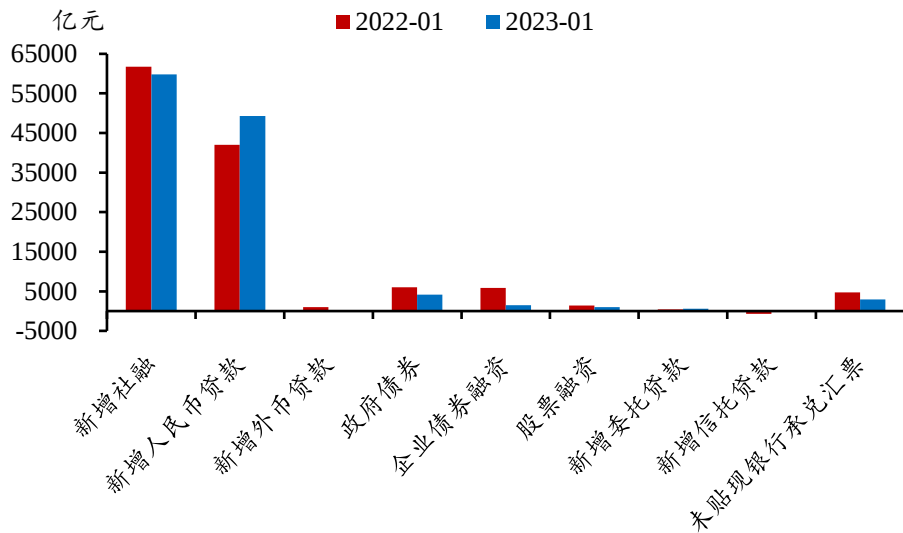
新增社融创历史第二高增幅，社融存量同比增速持续回落，与高基数有关。1月社融存量同比增速为9.4%，较上月进一步下行0.2个百分点。1月新增社会融资规模5.98万亿元，有数据统计以来仅次于2022年1月增幅，当月同比少增1959亿元。去年同期，基数较高的分项包括企业债券（今年1月同比少增4352亿元），政府债券（同比少增1886亿元），未贴现银行承兑汇票（同比少增1770亿元）和外币贷款（同比多减1162亿元），其他分项同比变化不大。

企业债融资少增与发行利率上行、信贷替代效应等因素有关。今年以来，银行理财和债基赎回的影响依然持续了一段时间。在经济强修复的预期下，1月债市收益率有所上行，10年期国债收益率升至2.90%附近。受此影响，一级市场发行利率随之上升，企业债发行难度加大。相比之下，去年1月发债融资成本在央行降息引导下明显下行，当月10年期国债收益率中枢仅2.75%。此外，今年1月企业贷款尤其是中长期贷款投放量大，一定程度上

替代了企业发债融资需求。

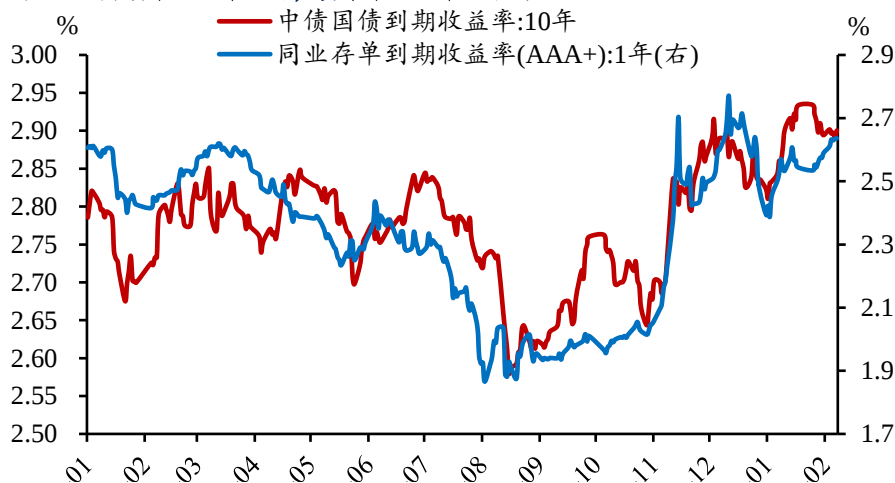
其他分项上，我们预计今年政府债发行节奏或与去年类似，总量上受去年高基数和今年政府债到期规模较大的影响，对社融的拉动作用或有所退坡。未贴现银行承兑汇票少增或与今年起正式施行“票据新规”有关，新规从缩短票据期限、增设上限指标等方面加强业务管理，短期内或对开票规模造成缩量影响。1月外币贷款虽减少131亿元，但降幅较去年12月明显收窄1534亿元，与开年以来美元兑人民币汇率迎来一波快速升值有关。

图 6：1 月新增社融创历史第二高增幅，部分分项去年同期基数较高



资料来源: Wind. 信达证券研发中心

图 7：1 月债市收益率上行，货币市场利率位于高位



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_52221

