

宏观

证券研究报告

2023 年 03 月 12 日

信贷的持续性

受益于高增的政企信贷、修复的信用债市场与靠前发行的政府债，2 月社融打破了去年“大小月”的特征。从信贷结构看，企业部门融资需求主要来自两个方面。一是基建配套融资需求；二是制造业融资需求。

而后续信贷修复的持续性则主要取决于民营企业和居民部门的融资需求。特别是居民部门，考虑到高增的存款和偏高的失业率，我们预计融资需求的修复尚需时日。

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

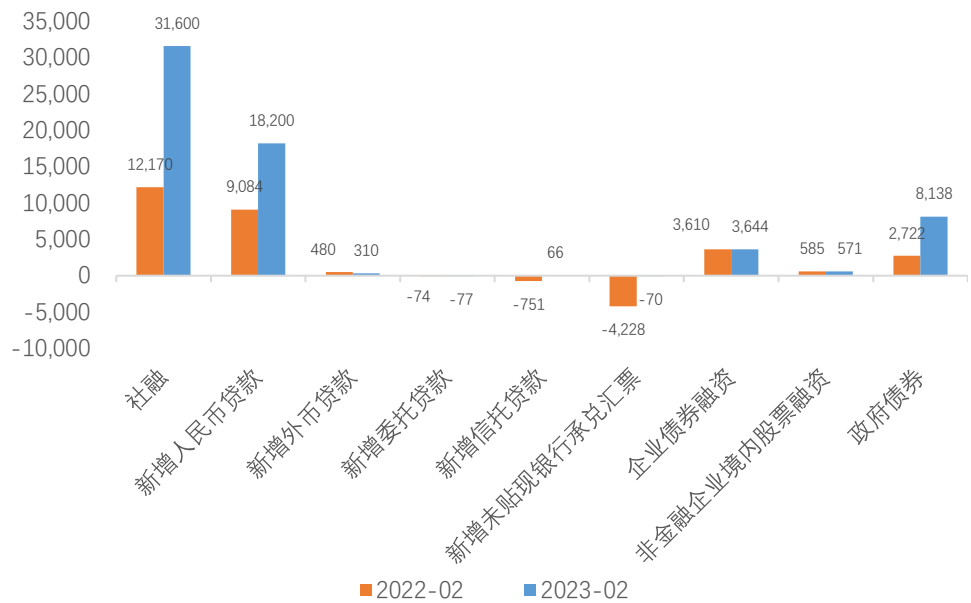
相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-行业 ESG 评价关注什么指标？——金属与采矿》2023-03-11
- 2 《宏观报告：宏观-哪些制造业行业更具复苏弹性？》2023-03-08
- 3 《宏观报告：两会报告的新意-2023 年政府工作报告解读》2023-03-06

风险提示：国内经济修复低于预期，海外经济修复不及预期，国内疫情超预期影响居民融资需求

2 月金融数据延续了 1 月的“开门红”，新增社融 3.2 万亿（wind 一致预期 2.1 万亿），同比多增 1.9 万亿，创历史同期新高。

图 1：信贷和政府债是 2 月社融高增的主要支撑（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

社融数据的高增由人民币贷款、政府债、企业债和未贴现银行承兑汇票共同驱动。

其中新增贷款 1.8 万亿，1.6 万亿投向企业部门，2081 亿元投向了居民部门。

从结构来看，居民部门依旧缺席了本轮信用修复行情。在居民部门融资需求缺席时，企业继续承担了融资的主力。2 月企业中长期信贷高增（1.1 万亿，占比 68.9%）与票据融资负增（-989 亿元）的信贷结构表明信贷数据超预期并不是由信贷政策所驱动的，其体现的是实体融资需求的好转。

从信贷结构看，企业部门融资需求主要来自两个方面。

一是基建配套融资需求，1-2 月 wind 口径专项债发行规模为 8269 亿元，占全年预计发行规模的比重为 21.8%，与 2022 年接近。我们预计 2 月在财政资金的支撑下，基建项目的配套融资需求依旧旺盛（今年 1 月基建新增贷款就达到了 1.5 万亿¹）。因为春节错位的原因，2 月新增政府债 8138 亿元，同比多增了 5416 亿元。

二是制造业融资需求，在疫情、节假日等短期扰动因素结束后，稳步修复的经济和偏低的信贷成本（2022 年末企业加权平均贷款利率仅 3.97%）共同驱动制造业企业融资需求好转。在企业融资需求好转时，信用债的发行环境也出现好转。随着理财市场调整对债券市场的影响逐渐减弱，2 月城投债等的信用利差明显收敛，信用债的发行难度和发行成本均有所降低。受此影响，2 月新增企业债 3644 亿元，环比上行 2158 亿元，结束了企业债连续数月同比负增的局面。

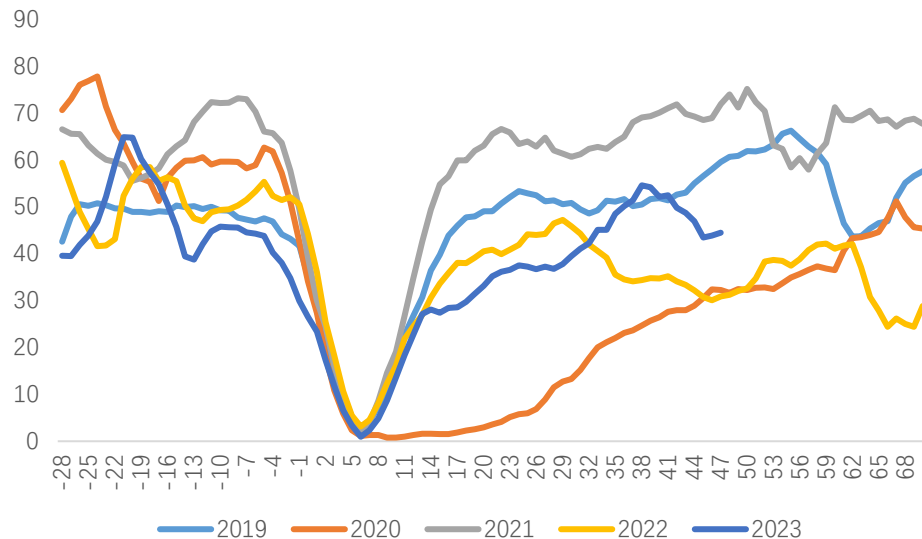
图 2：信用利差收敛（单位：BP）

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/vgv6N9pu4vBhWn67sOYDRQ>



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 2 月 30 大中城市商品房成交面积持续修复 (单位: 万平方米)



资料来源: wind, 天风证券研究所

今年以来信贷承载的主体是以地方平台基建和国企、央企制造业为代表的政企类部门，我们预计二者的融资需求未来或仍将维持一定韧性。

年初以来一方面是基建投资正在加快形成实物工作量。如百年建筑网数据显示 2 月 22-28 日水泥出库量环比继续修复，其中基建水泥直供量环比上行 40.6%，农历同期同比提升 2.9%，石油沥青开工率也已经超过了去年同期。随着基建加快形成实物工作量，预计其对配套资金的需求也会延续。

另一方面是制造业企业的投资意愿较强，2 月 BCI 企业投资前瞻指数上行 9.3 个百分点至 62.96%，创 2022 年 4 月来的高点。另外国内制造业企业的去库存阶段已经进行了半年多，今年下半年部分制造业行业可能会开始进入补库阶段。

但今年居民部门的融资需求修复，仍然具有不确定性。

2 月居民部门新增短期贷款 1218 亿元，同比多增 4129 亿元；新增中长期贷款 863 亿元，同比多增 1322 亿元，这是时隔 15 个月居民信贷首次同比多增。但受到居民部门提前还贷²的影响，居民中长期贷款环比有所回落。另外，居民部门使用消费贷和短贷来提前

² <https://mp.weixin.qq.com/s/LChnj6bTbPLOxbz-9ZGX3Q>

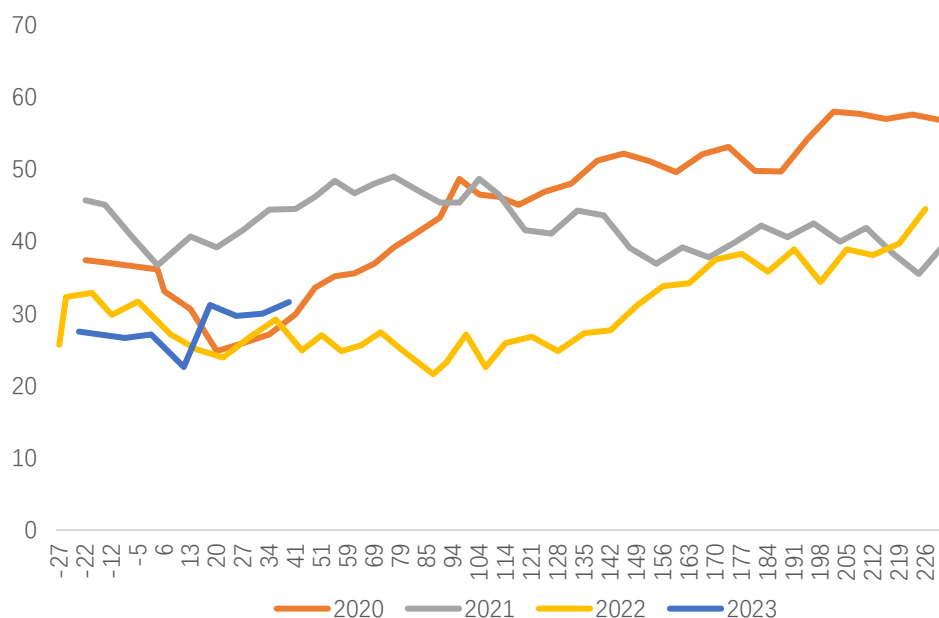
偿还房贷的行为也可能会对 2 月居民部门短期贷款形成一定支撑。

2 月居民部门信贷同比好转，除去年同期基数较低以外（2022 年同期新增居民贷款-3369 亿元），主要原因是房地产销售的快速反弹。但是 2 月国内房地产销售市场显著回暖的背后，是去年末以来居民因疫情被搁置的购房需求的集中释放。在积压需求短期释放后，地产销售的修复节奏已经开始放缓，3 月初以来 30 大中城市商品房销售面积已经有所降温，且分城市能级来看，3 月前两周二、三线城市商品房成交面积相比于 2 月末的下滑幅度更为明显。

从这个角度来看，目前房地产销售修复斜率最快的时候或已经过去，后续房地产销售能否继续修复还需要更多的证据支撑。消费与地产类似，年初以来线下消费的快速修复有场景恢复后的补偿性特征，消费的超预期复苏也主要由持有较多超额储蓄的中高收入人群驱动，但是更广泛的商品消费回升还需要等到居民收入端修复之后才能够看到，所以也不能用年初服务消费修复的斜率来线性外推未来消费持续修复的高度。

再考虑到目前较高的居民失业率（2023 年 1 月 16-24 岁人口失业率达到了 17.3%）和较高的存款意愿（2 月居民存款同比多增 1.1 万亿），无论是购房还是消费带来的居民部门融资需求的修复持续性，仍然具有不确定性。因此在居民部门融资需求未见起色时，信贷在去年基数偏低的情况下或能继续修复，但上升动力或会偏弱。

图 4：石油沥青开工率回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

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_53133

