



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《如何看待货币政策“降准”和“控表”？——结合国常会提和易纲行长讲话理解近期货币政策变化》

《从货币政策看债券市场稳定了吗？——怎样理解最近的债券下跌和货币政策操作》

《从 M2 结构看货币政策宽松空间——流动性创造系列之九》

年内信贷增量空间有多大？

——从 1-2 月金融统计数据看全年信贷节奏

投资要点：

- **2023 年后续信贷投放增量空间有多大？**通过存量视角测算 2023 年后 10 个月信贷投放增量空间约为 19.6 万亿。通过 2 月底人民币贷款余额占年底比推算 2023 年年底人民币贷款余额为 241.2 万亿，对应后 10 个月增量空间为 19.6 万亿；对应 2023 年 1-2 月人民币贷款增量占全年比为 25.5%。
- **开年两个月信贷投放水平如何？ 1-2 月信贷投放占全年比高于往年基本成定局。**用 1-2 月新增人民币贷款投放量占比测算 2023 年全年新增人民币贷款总量将达到 28.2 万亿，对应全年增速达 32.1%，远超近年增速。2021-2022 年 1-2 月新增人民币贷款占全年比均在 24% 以上，年初信贷投放规模大幅增加的 2023 年这一比例大概率不会低于 2021-2022 年，因此，我们认为用近年同期占比均值推算今年全年信贷投放量并不合适，今年这一比例大概率更高，今年的信贷投放节奏或将不同于往年。
- **后续信贷节奏会发生什么变化？**货币政策重视贷款投放节奏，每年新增人民币贷款与 GDP 保持着比较稳定的比例关系。贷款投放总量与 GDP 保持“基本匹配”，贷款投放节奏也要保持适当的幅度。2023 年 1-2 月新增人民币贷款保持较强的增长态势，总量增长或也存在贷款节奏过快的风险。前期信贷投放较快导致银行负债端成本抬升，本轮信贷脉冲或进入后半段。1、2 月大幅多增的信贷投放消耗了大量中长期资金，同期央行仅通过 OMO 进行短期货币投放平抑流动性波动，银行长期流动性水位下降，从资金市场通过发行存单补充长期资金的意愿增强，从而推升了银行负债端成本；另一方面，疫后经济复苏期“推动综合融资成本稳中有降”的要求不会变化。一升一降之下银行净息差收窄或将压制后续信贷投放力度。我们认为本轮信贷“脉冲”高点已经过去，3 月至 2 季度银行信贷投放或将有所收敛，若要保持信贷高增态势，可能需要降准落地或央行结构性货币政策工具扩容。
- **风险提示：**(1) 2023 年 CPI 同比增速的上行风险还未消散，尤其是人民银行最担忧的通胀预期扩散、导致 PPI 的累积涨价压力向中下游传导，带动通货膨胀压力上行；(2) 2023 年中美货币政策周期背离是否会收敛，2022 年人民币汇率贬值压力从外部均衡方面约束了“降息”，牵制了货币政策宽松空间，2023 年中美货币政策周期背离时段若延长，或继续增加货币政策约束条件；(3) 2023 年疫情二次反复或影响经济内生性复苏进程。

内容目录

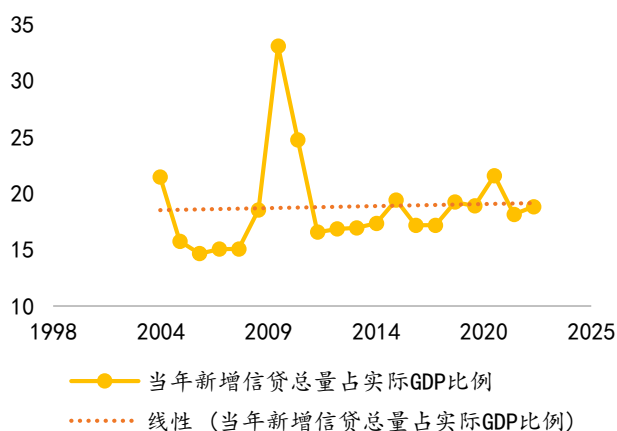
1. 开年两个月信贷投放水平如何？	3
2. 2023 年年内贷款增量空间有多大？	5
3. 后续信贷节奏会发生什么变化？	6
4. 风险提示	7

图表目录

图 1：年度新增人民币贷款与 GDP 保持稳定的比例	3
图 2：新增社融在季度之间保持均匀的分布比例	3
图 3：2023 年前两个月新增人民币贷款均高于往年同期	4
图 4：企业部门信贷撑起前两个月信贷增量	4
图 5：从季节规律看，1-2 月贷款投放过快、占比偏高	4
图 6：从季节规律看，1-2 月推算而来的全年贷款增量偏高	4
图 7：从贷款余额看，1-2 月人民币贷款余额占全年维持稳定比例	5
图 8：从贷款余额看，2023 年后 10 个月贷款增量显著高于往年	5
图 9：1-2 月央行 OMO+MLF 市场投放基础货币审慎克制	6
图 10：1Y AAA 级 NCD 或已经定价资金面收紧的压力	6

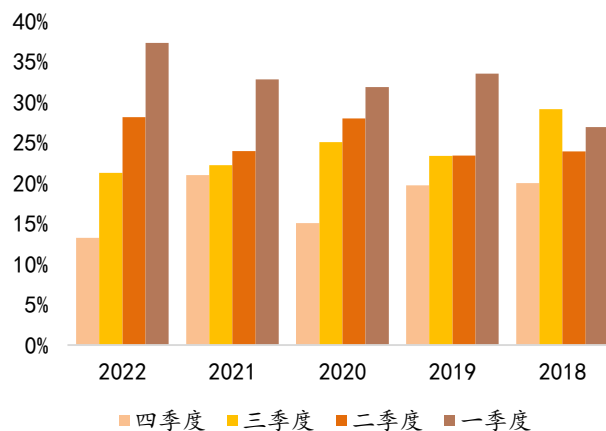
货币政策重视贷款投放节奏。央行每当在最后一个季度做全年度总结时，总会提及当年新增贷款的季度占比，2022 年也不例外：“2022 年四个季度贷款增量分别为 8.3 万亿元、5.3 万亿元、4.4 万亿元和 3.2 万亿元，季度增量占比分别为 39.1%、25.1%、20.7%和 15.1%，比重与上年同期基本持平”¹。而从当年度来看，每年新增人民币贷款与 GDP 保持着比较稳定的比例关系，2018 年至 2022 年度，金融机构口径新增人民币贷款占本年度 GDP 的比例平均值为 19.33%，2021 年和 2022 年分别为 18.15%和 18.82%。贷款投放总量与 GDP 保持“基本匹配”，贷款投放节奏也要保持适当的幅度。2023 年 1-2 月新增人民币贷款保持较强的增长态势，总量增长或也存在贷款节奏过快的风险。

图 1：年度新增人民币贷款与 GDP 保持稳定的比例



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：新增社融在季度之间保持均匀的分布比例



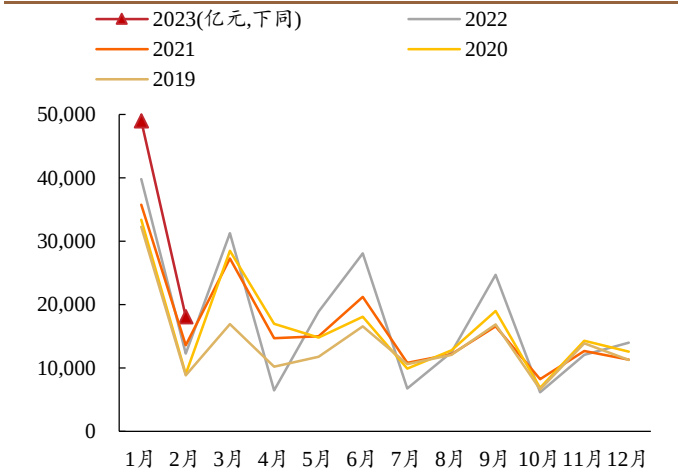
资料来源：Wind，德邦研究所

1. 开年两个月信贷投放水平如何？

2023 年 1-2 月新增贷款规模超过往年。从贷款投放体量上看，2023 年 1-2 月新增人民币贷款合计 6.7 万亿，较去年同期同比多增 1.5 万亿，在历年同期历史上处于较高增长水平。从新增贷款结构来看，企业部门贷款增长继续强劲，企业部门短期和中长期贷款增量均高于往年水平，主要来自 2022 年下半年以政策性开发性金融工具、政策性信贷为主要抓手的宽信用政策渐显效力、结构性货币政策工具投放等多方面带动的中长贷款增长，如果说 2022 年下半年市场频繁质疑贷款增长是否具有可持续性的原因在于频繁有“票据冲量”行为的话，那么 2023 年 1-2 月份票据融资连月萎缩，合计同比少增 9956 亿元，也表明支撑企业部门贷款增长的既有总量上的改善，也有结构上的优化，中长贷和票据之间“此消彼长”是贷款稳健增长的重要表现。即便是居民部门贷款，2 月份居民部门中长期贷款也同比多增 1322 亿元，显现难得的企稳信号，但是和企业部门相比居民部门贷款需求依然较为疲弱。

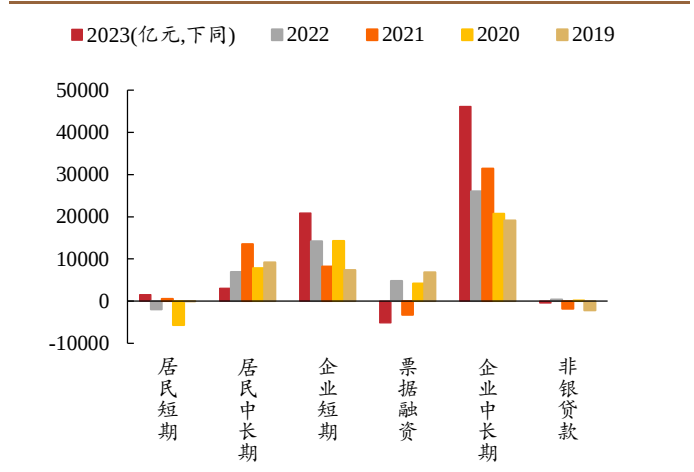
¹ 2021 年第四季度货币政策执行报告也提出：2021 年四个季度贷款增量分别为 7.7 万亿元、5.1 万亿元、4.0 万亿元和 3.2 万亿元，季度增量占比分别为 38.5%、25.5%、19.9%和 16.2%，比重与上年同期基本持平。

图 3：2023 年前两个月新增人民币贷款均高于往年同期



资料来源：Wind，德邦研究所

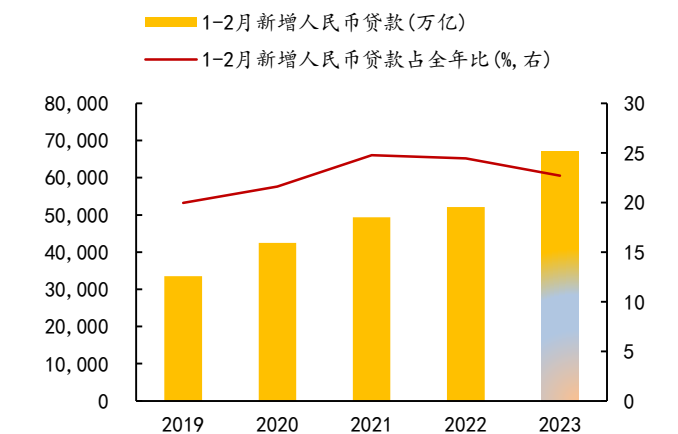
图 4：企业部门信贷撑起前两个月信贷增量



资料来源：Wind，德邦研究所

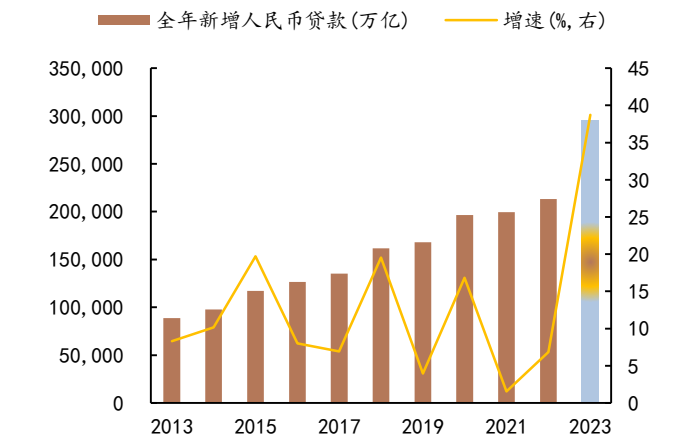
2023 年 1-2 月信贷投放占全年比例较高。从新增信贷投放占全年新增贷款比例看，2019 年至 2022 年这 4 年期间，每年 1-2 月新增人民币贷款占全年新增贷款总量比例的平均值为 23.8%。假设 2023 年前 2 个月的投放节奏也与平均值相当，那么 2023 年全年，新增人民币贷款总量将达到 28.2 万亿，总量投放规模将达到新的历史最高。从绝对数量上来看，这一规模较 2022 年新增人民币贷款同比多增 6.8 万亿，单年增加量远超历史高点；从新增人民币贷款增速看，这一规模对应今年贷款年度增速达到 32.1%，而 2019 至 2022 年四年期间新增人民币贷款年均增速为 7.3%，复合增速为 7.1%，即使在新冠疫情爆发的 2020 年，这一增速也仅阶段性达到 16.8%。

图 5：从季节规律看，1-2 月贷款投放过快、占比偏高



资料来源：Wind，德邦研究所
注释：2023 年为推算值

图 6：从季节规律看，1-2 月推算而来的全年贷款增量偏高



资料来源：Wind，德邦研究所
注释：2023 年为推算值

但是由于 2021-2022 年 1-2 月新增人民币贷款占全年比均在 24% 以上，年初信贷投放规模大幅增加的 2023 年这一比例大概率不会低于 2021-2022 年，因单纯用最近 4 年同期占比的平均值推算今年全年贷款增量可能存在偏误，历史平均值 23.8% 可能会低估前 2 个月贷款投放比例，1-2 月信贷投放占比大概率高于往年同期，今年的信贷投放节奏和 2021-2022 年类似存在“前倾”。

2. 2023 年年内贷款增量空间有多大？

从存量视角测算，2023 年后 10 个月信贷投放增量空间大约为 19.6 万亿。由于 2023 年 1-2 月新增人民币贷款同比多增规模较多，同时基于历史平均值 23.8% 来推算全年贷款投放比例可能存在偏误，从存量视角来观察 2023 年 1-2 月信贷投放节奏和全年信贷投放空间，即通过观测截至 2 月底，人民币贷款余额占年底比这一计算方式，我们可以对后 10 个月人民币贷款增量空间进行推算。

从存量余额占比角度看，2019-2022 年，当年 2 月底人民币贷款余额占本年度年末余额的比例平均值为 91.9%，以此推算，2023 年年底人民币贷款余额将为 241.2 万亿，对应后 10 个月增量空间为 19.6 万亿；对应 2023 年底人民币贷款余额增速为 12.7%。

从增速来看，2019-2022 年人民币贷款存量增速平均值为 12%，假设 2023 年贷款余额增速与此持平来推算，那么截至 2023 年年底，人民币贷款余额增量将为 26.3 万亿。那么 2023 年 1-2 月，新增人民币贷款占 2023 年全年贷款投放量的比例将是 25.5%，超出 2021-2022 年至少 24% 的水平，但是 2023 年全年 26.30 万亿的贷款投放增量依然显著高于往年同期，或也导致贷款投放和 GDP 的比例关系高于往年季节性。

图 7：从贷款余额看，1-2 月人民币贷款余额占全年维持稳定比例

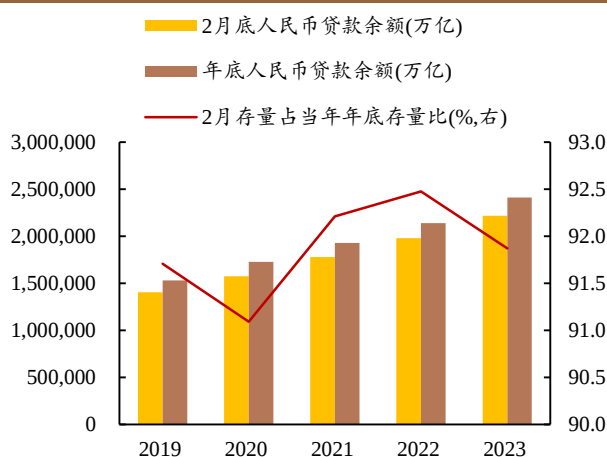
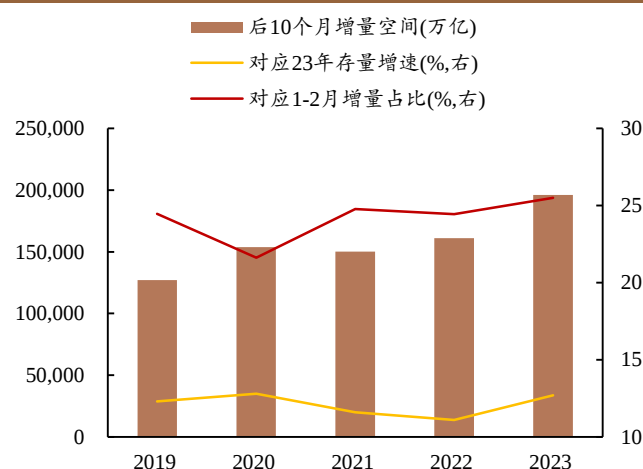


图 8：从贷款余额看，2023 年后 10 个月贷款增量显著高于往年



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_53234

