

1 月数据预测：预计信贷“开门红”大超预期

核心观点

我国逐步走出疫情防控政策调整的适应期，经济快速向常态化回归。春节期间消费需求显著释放，出行、餐饮、票房、旅游等数据都有不俗表现。生产端，由于今年春节较早，“春节效应”下工业企业开工率有所回落，但整体优于去年春节同期水平，1 月 PMI 站上荣枯线亦有所验证。宽信用政策着重前置发力、经济形势转暖、叠加银行去年项目储备充足，我们认为信贷“开门红”或大超预期，预计 1 月人民币信贷新增 4.5 万亿。2023 年我国经济基本面将显著改善，为牛市重启奠定基础，我们继续强调 2023 年夺回失去的牛市行情，重点关注年轻人引领的消费领域和高端制造业。

□ 预计 1 月信贷“开门红”大超预期

预计 2023 年 1 月人民币信贷新增 4.5 万亿，较去年同期的 3.98 万亿高基数同比大幅多增 5200 亿元，增速持平前值于 11.1%。虽然 1 月为春节月份，但宽信用政策着重前置发力、经济形势转暖、叠加银行去年项目储备充足，我们认为信贷“开门红”或大超预期，基建、制造业、绿色、小微、地产等领域是主要投向，预计企业中长期贷款保持强劲，居民短期贷款也将转好。

预计 1 月社融新增 5.66 万亿，同比少增约 5150 亿元，增速较前值降 0.3 个百分点至 9.3%。结构中，同比少增来自企业债券、未贴现银行承兑汇票、政府债券，同比多增来自信贷、信托贷款、委托贷款。

1 月信贷强劲及财政支出或有前置将支撑 M2，但去年基数较高，预计 M2 增速较前值回落 0.3 个百分点至 11.5%。综合考虑春节因素、经济活力修复、去年较低基数（-1.9%）及地产销售偏弱的影响，预计 1 月 M1 增速较前值提高 0.8 个百分点至 4.5%。

我们认为当前宽信用政策延续，2023 年货币政策将以结构性调控为主，侧重定向引导，未来有望继续出台新的结构性货币政策工具。随着二季度经济增速明显上行，预计 2023 年全年货币政策宽松幅度或较 2022 年边际收敛，我们坚持 2022 年 10 月 31 日发布的年度策略报告《万里风云，峰回路转》中的预测，预计 2023 年末信贷、社融、M2 同比增速分别为 10.5%、10.3%、9%。

□ CPI 显著上涨，PPI 小幅回升

预计 1 月 CPI 环比+1.0%，同比+2.4%（前值 1.8%），CPI 显著上涨。其一，今年过年较早，春节错位导致物价阶段升高；其二，冷冬再现，鲜菜、鲜果价格显著上涨；疫情防疫优化，线下消费修复带动核心 CPI 上行。不过，猪肉价格持续下行，对 CPI 上行形成一定对冲。预计 1 月 PPI 环比+0.2%，同比-0.3%（前值-0.7%），全球经济仍处于衰退周期但有所回暖，叠加国内经济预期向好，1 月原油、煤炭、铁矿石及钢材价格均震荡偏强拉动 PPI 指数修复。

□ 风险提示

消费者信心恢复不及预期；大国博弈超预期。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1 《盈利承压，去库提速——2022 年工业企业盈利数据的背后》 2023.01.31

2 《虎年波澜不惊收官，兔年财政货币联动——2022 年 12 月财政数据的背后》 2023.01.31

3 《1 月 PMI：经济快速回归常态化》 2023.01.31

正文目录

1 经济快速回归常态化	4
2 预计 2023 年 1 月信贷新增 4.5 万亿，社融新增 5.66 万亿，增速分别为 11.1%和 9.3%	4
3 CPI 显著上涨，PPI 有所回暖	6
3.1 猪肉跌，果蔬涨，消费旺，CPI 显著上涨	6
3.2 原油、钢材小幅上涨，PPI 有所回暖	8

图表目录

图 1: 1 月票据-同业存单利差大幅上行	5
图 2: 1 月猪肉价格仍持续回落	7
图 3: 1 月蔬菜价格持续上涨	7
图 4: 1 月水果价格上攻	7
图 5: 春运期间机票价格较 2022 年上涨明显	8
图 6: 春节期间电影平均票价修复明显	8
图 7: 美欧等经济体 PMI 低于荣枯线	8
图 8: 原油价格震荡走强	8
图 9: 秦皇岛港煤炭库存量 1 月稳中有升	9
图 10: 煤炭价格逐渐回暖	9
图 11: 钢材价格震荡偏强	9
图 12: 螺纹钢库存均呈上行态势	9
表 1: 1 月宏观经济数据预测	10

1 经济快速回归常态化

我国逐步走出疫情防控政策调整的适应期，经济快速向常态化回归。春节期间，出行、餐饮、票房、旅游等数据都出现了显著修复。中国烹饪协会调研显示，春节期间受访餐饮企业客流量同比增长 26%；春节档票房录得 67.6 亿元，呈现“逆跌”特征；旅游人次恢复至 2019 年同期水平的 88.6%，也是 2021 年端午节以来的最好水平。生产端，由于今年春节较早，“春节效应”下工业企业开工率有所回落，但整体优于去年春节同期水平，1 月 PMI 站上荣枯线亦有所验证。

宽信用政策着重前置发力、经济形势转暖、叠加银行去年项目储备充足，我们认为信贷“开门红”或大超预期，预计 1 月人民币信贷新增 4.5 万亿。2023 年我国经济基本面将显著改善，为牛市重启奠定基础，我们继续强调 2023 年夺回失去的牛市行情，重点关注年轻人引领的消费领域和高端制造业。

2 预计 2023 年 1 月信贷新增 4.5 万亿，社融新增 5.66 万亿，增速分别为 11.1%和 9.3%

预计 2023 年 1 月人民币信贷新增 4.5 万亿，较去年同期的 3.98 万亿高基数同比大幅多增 5200 亿元，对应增速持平前值于 11.1%，信贷“开门红”或大超预期。虽然 1 月为春节月份，工作日较去年少 3 天，但银行开门红的项目储备充足，疫情高峰期已过、经济基本面快速恢复，春节期间人员流动、消费活动旺盛，叠加宽信用政策适度靠前发力，地产金融政策延续，我们预计今年信贷开门红表现强劲。基建、制造业、绿色、小微、地产等领域是主要投向，预计企业中长期贷款维持较强；预计居民端信贷投放边际企稳，居民消费带动短期贷款转好，但受春节影响，房地产销售高频数据仍然不佳，居民中长期贷款仍有释放空间。

基本面方面，1 月我国制造业 PMI 指数较前值提高 3.1 个百分点至 50.1%，重回扩张区间，非制造业 PMI 指数大幅拉升 12.8 个百分点至 54.4%，经济活力快速回暖，春节前后各项高频数据已有验证；政策方面，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，会议强调“各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力，进一步优化信贷结构”、“保持对实体经济的信贷支持力度，加大金融对国内需求和供给体系的支持，做好对基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展等重点领域的金融服务，保持房地产融资平稳有序”。各地也积极响应，如人民银行上海总部 1 月 16 日召开 2023 年货币信贷工作会议强调“确保年初开好局、起好步，保持贷款平稳增长，同时要把握好贷款投放节奏，实现全年信贷均衡投放”。1 月 28 日国常会再次强调“着力稳增长、稳就业、稳物价，保持经济运行在合理区间。深入落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量”，仍重视政策维稳经济稳健运行、形成实物工作量。我们认为，各项政策着重前置发力、经济形势转暖、叠加银行去年项目储备充足，信贷“开门红”可期。

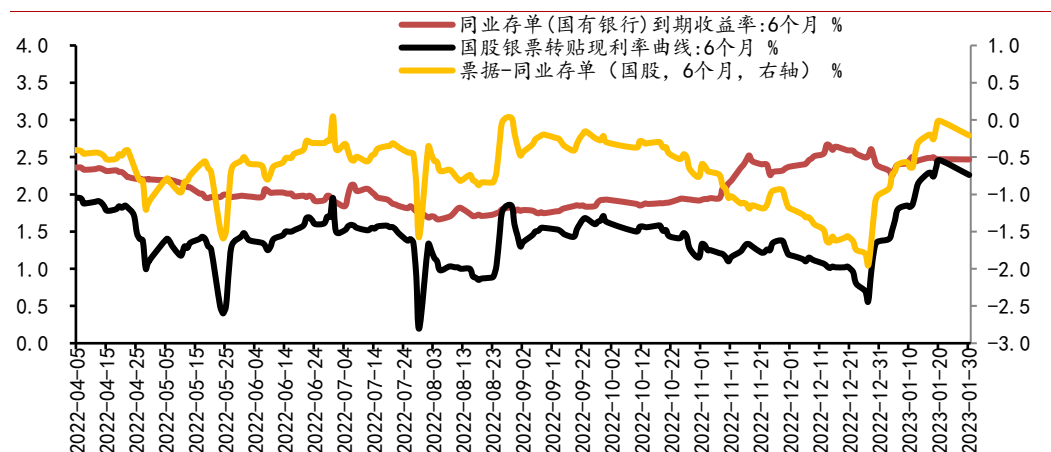
结构上，预计企业贷款（尤其是中长期贷款）及居民短端贷款较为强劲。企业端基建、制造业、绿色、小微、地产等领域是主要投向，对于基建，根据央行公众号文章 2023 年 1 月 5 日披露，相关银行为政策性开发性金融工具支持的项目累计授信额度已超过 4.3 万亿元，我们认为基建领域由于信贷供、需均较为旺盛，实现了供需匹配、持续放量，是

核心信用载体；对于制造业，政策持续鼓励银行加大制造业中长期贷款投放，其中，高技术制造业、新能源是侧重点，实体也有较强的信贷需求；对于房地产，2022年末地产金融政策转向，“要求落实落细金融支持房地产市场一揽子政策措施”的基调下，地产开发贷、保交楼贷款也为企业中长期贷款贡献增量。1月受春节影响，房地产销售高频数据仍然不佳，预计居民中长期贷款相对较弱；预计1月表内票据融资为负值。

我们继续从票据利率角度观察月内信贷状况，相比对流动性的指示性意义，票据更具信贷属性，将票据利率与同期限同业存单利率做差，可剔除短端流动性的扰动，该指标与信贷增速正相关度较高，当银行一般贷款投放较为充足，即信贷形势较好时，则其购入贴现票据减少，票据市场供大于求会使得利率上行幅度较大；反之，若实体信贷需求较弱，银行往往会通过“冲票据”以保持信贷规模相对稳健，此时贴现票据需求增大，供不应求导致票据利率下行幅度加大，而此时信贷总体形势是偏弱的。

2023年1月以来，票据-同业存单利差（6个月）持续震荡上行，截至1月20日累计上行幅度102BP，这与2022年12月银行冲短期票据（尤其是1个月期限）的行为相呼应，体现银行灵活调整信贷结构、年初冲开门红的意图，由于去年末的1M期限在2023年1月到期后便于银行增加一般贷款的投放额度，2022年12月1M票据利率持续位于零值附近低位。从今年1月以来的票据走势看，我们预计一般贷款投放强劲。

图1：1月票据-同业存单利差大幅上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

预计1月社融新增5.66万亿，较去年同期的6.18万亿少增约5150亿元，增速较前值降0.3个百分点至9.3%。结构中，预计同比少增主要来自企业债券、未贴现银行承兑汇票、政府债券，同比多增来自信贷、信托贷款、委托贷款，股票融资与去年基本相当。

预计企业债券同比少增约4000亿，主要受1）信用债收益率仍处高位，2）平台公司表内信贷支持增多、债务融资需求减少的影响。对于未贴现银行承兑汇票，预计今年1月数据相比去年12月的负值转正，大幅企稳，但在去年较高基数下，预计同比少增。1月高频数据显示政府债券净融资规模约5000亿元，同比少增约1000亿元。

对于信贷，过往1月信贷大月往往对应负值的非银贷款，今年1月信贷投放较强，预计非银贷款仍然较低，但从市场流动性状况看，我们认为或为正值，进而使得1月社融口径贷款较人民币口径贷款略低；外币贷款预计仍为负值。

预计信托贷款继续同比多增，主要受地产金融政策影响，“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，近期金融机构积极落实，预计将支撑信托贷款数

据，且融资类信托若依据存量比例压降，则每年压降规模也是同比减少的。预计委托贷款走势稳健，去年基础设施基金投放完毕后，四季度该数据增量自然回落，公积金贷款计入委托贷款，预计后续数据表现稳健。

对于 M2，1 月信贷强劲及财政支出或有前置预计将支撑 M2 增量，但受去年同期较高基数影响，预计 M2 增速较前值回落 0.3 个百分点至 11.5%。1 月综合考虑春节因素（春节前由于企业集中发放薪酬、福利，单位活期存款会向个人存款转移，导致 M1 减少）、经济活力修复、去年 1 月较低基数（-1.9%）及地产销售仍然偏弱的影响，预计 M1 增速较前值提高 0.8 个百分点至 4.5%。

我们认为当前宽信用政策延续，2023 年全年看，根据中央经济工作会议“精准有力”的部署，预计 2023 年货币政策工具将是结构性调控为主，侧重定向引导、精准滴灌，总体宽松幅度或较 2022 年边际收敛，信贷增速保持稳健，M2 增速有所回落，社融增速在基数影响下震荡上行，我们坚持 2022 年 10 月 31 日发布的年度策略报告《万里风云，峰回路转》中的预测，预计 2023 年末信贷、社融、M2 同比增速分别为 10.5%、10.3%、9%。

当前央行以季度频率更新结构性货币政策工具数据，截至去年末，结构性货币政策工具余额约 6.45 万亿元，2023 年 1 月，央行将碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款及交通物流专项再贷款三项结构性货币政策工具的实施时间分别延长到 2024 年末、2023 年末和 2023 年 6 月末，较此前分别延长了 2 年、1 年和半年。在 1 月中旬的金融数据答记者问中，央行明确表示将设立全国性资产管理公司专项再贷款、设立住房租赁贷款支持计划等新的结构性货币政策工具，我们认为后续逐步丰富的结构性货币政策体系将发挥更大的作用。

3 CPI 显著上涨，PPI 有所回暖

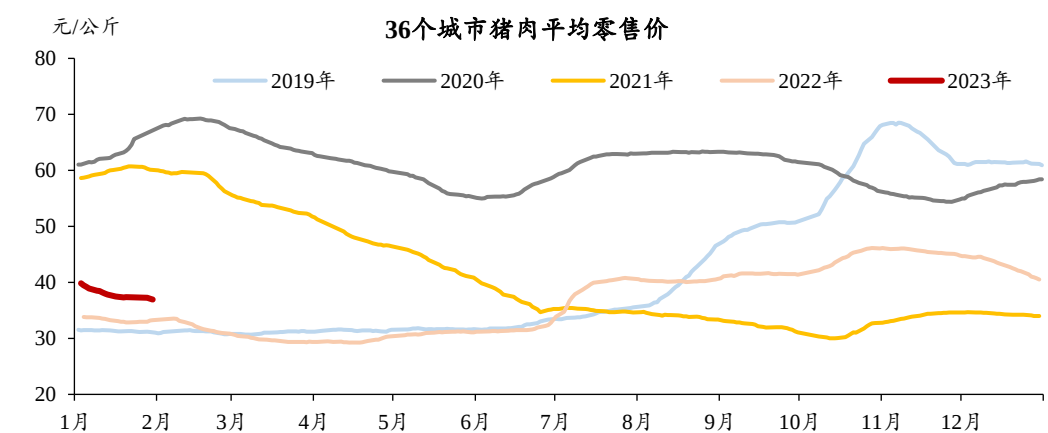
预计 1 月 CPI 环比+1.0%，同比+2.4%（前值 1.8%），CPI 显著上涨。其一，今年过年较早，春节错位导致物价阶段升高；其二，冷冬再现，鲜菜、鲜果价格显著上涨；防疫防疫优化，线下消费修复带动核心 CPI 上行。不过，猪肉价格持续下行，对 CPI 上行形成一定对冲。预计 1 月 PPI 环比+0.2%，同比-0.3%（前值-0.7%），全球经济仍处于衰退周期但有所回暖，叠加国内经济预期向好，1 月原油、煤炭、铁矿石及钢材价格均震荡偏强拉动 PPI 指数修复。

3.1 猪肉跌，果蔬涨，消费旺，CPI 显著上涨

预计 1 月 CPI 环比+1.0%，同比+2.4%（前值 1.8%），猪肉价格仍持续下行，旺季不旺，蔬菜水果受拉尼娜现象影响，气温下滑引发价格上涨，防疫政策持续优化，线下消费逐渐修复带动 CPI 上行。

节前生猪供给量持续增加叠加消费有限恢复，猪肉价格持续下跌。1 月发改委口径 36 城市猪肉平均零售价约为 38.05 元/公斤，环比-11.5%，一度进入猪价过度下跌三级预警区间。从供给端来看，近期出栏压力较大，多家上市猪企加大春节前生猪供应量，市场上生猪供给充足，但需求端修复仍需时间，猪肉价格仍呈回落态势。

图2: 1月猪肉价格仍持续回落



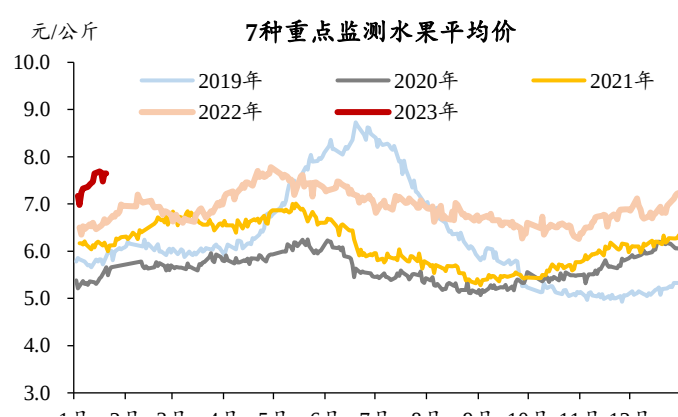
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

三重拉尼娜现象影响下, 1月气温下滑引发蔬菜及水果价格上涨。1月农业农村部口径全国28种重点监测蔬菜平均价约为5.6元/公斤, 环比增长约18.6%, 七种重点监测水果平均价约为7.5元/公斤, 环比增长约7.6%, 强势推动CPI修复。供给方面, 受拉尼娜现象影响, 1月气温快速下滑, 黑龙江漠河等地最低气温一度下探至-50℃, 严重影响蔬菜及水果生长, 影响供给。需求方面, 临近春节, 居民食品需求上升, 叠加疫情防控措施持续优化, 线下餐饮消费有所恢复, 供需缺口扩大。总体来看, 1月蔬菜及水果价格均呈现上升趋势。

图3: 1月蔬菜价格持续上涨



图4: 1月水果价格上攻



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_51766

