

宏观

证券研究报告

2023 年 02 月 04 日

一月金融数据前瞻

虽然今年 1 月工作日相比于去年 1 月减少了 3 天，但在政策持续发力、企业预期快速好转、银行“开门红”项目储备充足的背景下，1 月信贷数据大概率能够实现“开门红”。且信贷投放节奏主要集中在 1 月中上旬，结构则主要偏中长期企业贷款。

在 1 月信贷总量和结构双双好转时，有两点需要注意：

第一，信贷结构好转和社融增速背离趋势延续，社融同比增速 1 月或继续回落。

第二，信贷改善的持续性有待进一步观察。

对于债券市场而言，我们认为目前债券市场对疫后经济修复的定价或已经比较充分。对比 2020 年 7 月，本轮疫后基本面的修复力度和资金收敛的速度很难超过当时，且相比于 2020 年年中，当下银行资金成本已经明显回落，目前国债继续向上突破 3% 的动力有限。

风险提示：债券市场超预期调整、国内信用环境恶化、信贷投放不及预期。

作者

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

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

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-PMI 数据中的两个细节》2023-02-01
- 2 《宏观报告：新春第一会，地方今年怎么搞经济？》2023-02-01
- 3 《宏观报告：黄金究竟是如何定价的？》2023-01-21

在疫情快速过峰后，国内经济进入稳步修复期。考虑到 1-2 月是经济数据的空窗期，金融数据就成了跟踪当下经济修复以及资本市场走势的重要指标。

虽然今年 1 月工作日相比于去年 1 月减少了 3 天，但在政策持续发力、企业预期快速好转、银行“开门红”项目储备充足的背景下，1 月信贷数据大概率能够实现“开门红”。wind 一致预期 1 月信贷规模为 4.24 万亿，再创历史新高。

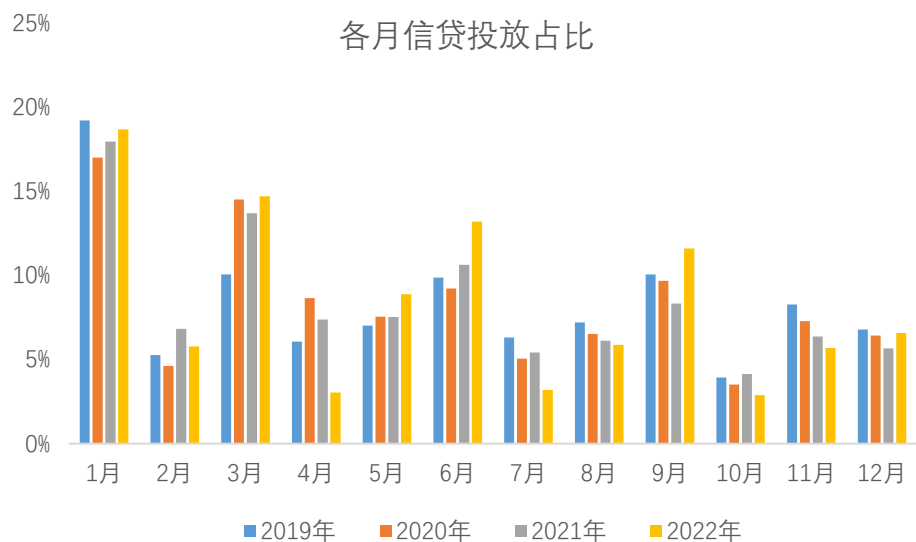
在信贷投放节奏上，受政策持续强调“银行适度靠前发力”¹以及 1 月下旬春节的影响，今年信贷投放主要集中在 1 月中上旬，对应于节前票据利率大幅上行，同业存单与国股银票利差快速收敛。

节后因为前期信贷投放已经比较充裕叠加央行此前就开始强调信贷投放节奏，比如上海央行表示“要确保年初开好局、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”²，票据利率略有回落。

从信贷结构上看，企业中长期贷款或是信贷高增的主因。居民部门方面，春节期间居民购房、购车等消费依旧偏弱，居民中长期贷款难见起色，1 月 30 大中城市商品房成交面积同比下滑-40%，1 月 1-27 日，乘用车零售同比去年下降 45%。但在疫情过峰后，居民出行、消费意愿修复或会对居民短贷形成一定支撑。

企业部门方面，受政策支持和基建发力等因素影响，企业中长期贷款需求将继续改善。基建方面，今年专项债发行节奏继续前置，1 月新增专项债发行规模达 4912 亿元，超过去年同期。基建的配套融资需求继续对年初企业中长期贷款形成支撑。制造业方面，政策继续发力，如 2023 年 1 月央行信贷工作座谈会³明确强调要“进一步优化信贷结构，精准有力支持国民经济和社会发展重点领域、薄弱环节”，叠加今年企业预期快速修复（详见《PMI 数据中的两个细节》），企业内生融资需求开始回升。

图 1：历年 1 月均是信贷投放大月（单位：%）



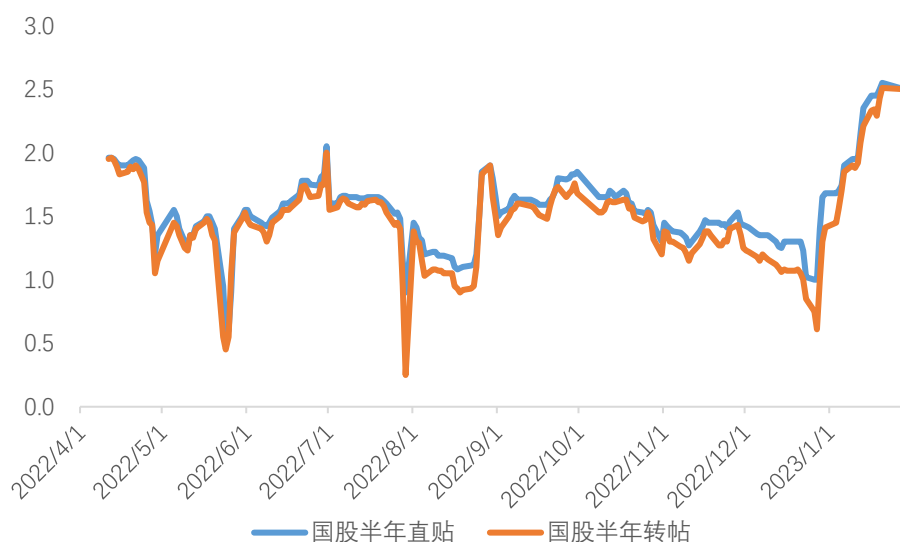
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：1 月票据利率明显冲高（单位：%）

¹ 人民银行 银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会 (pbc.gov.cn)

² <https://mp.weixin.qq.com/s/zjqRckvfGRTRKmRa4FLrA>

³ 人民银行 银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会 (pbc.gov.cn)



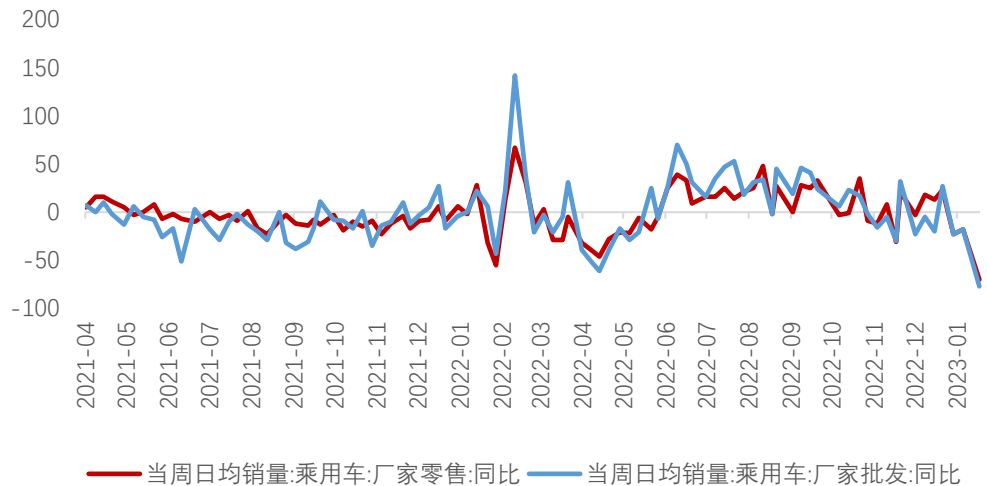
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：1 月春节正处于商品房销售淡季（单位：万平方米）



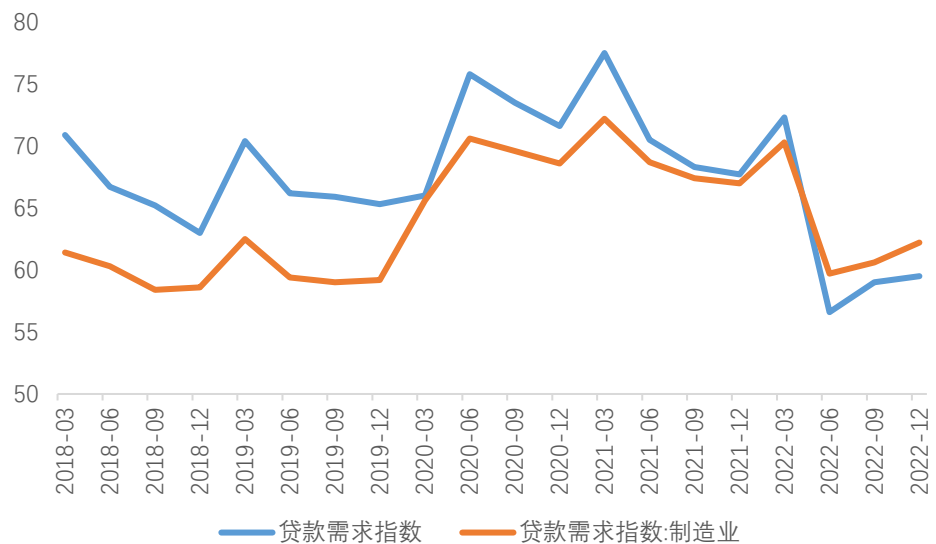
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：1 月下旬汽车消费明显回落（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 制造业等贷款需求好转



资料来源: wind, 天风证券研究所

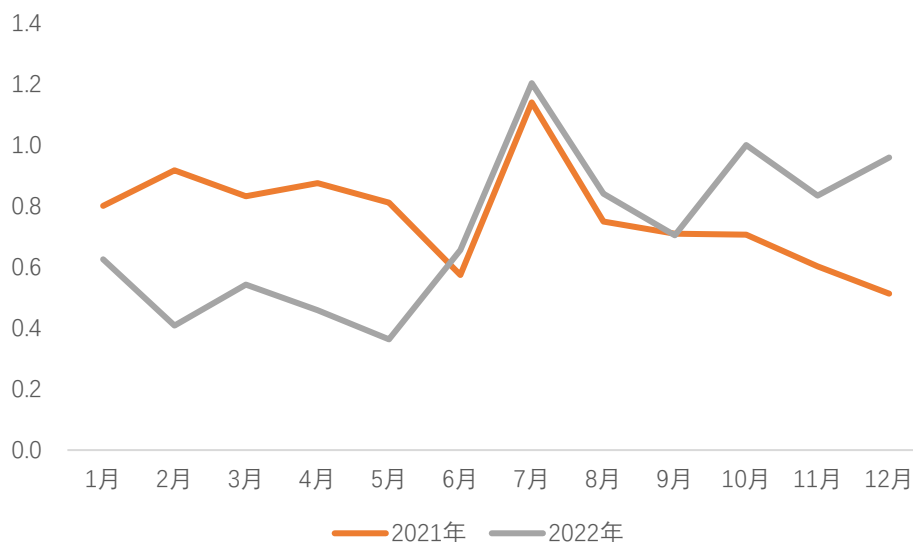
在 1 月信贷总量和结构双双好转时，有两点需要注意：

第一，信贷结构好转和社融增速背离趋势延续，社融同比增速 1 月或继续回落。自 2022 年下半年以来，受疫情、政府债发行错位、信用债融资环境恶化等因素影响，社融同比增速从 2022 年 6 月的 10.8% 下滑至 12 月的 9.6%。但受益于基建以及政策加大对制造业的支持力度等，信贷结构中企业中长期贷款占比有所改善。

今年 1 月虽然信贷大概率高增，但企业债等依旧会拖累社融增速。2023 年 1 月虽然企业融资环境有所好转，但依旧弱于 2022 年 1 月。2023 年 1 月 wind 口径信用债⁴净融资规模为 453 亿元，高于 2022 年 12 月的 -5853 亿元，但大幅低于 2022 年 1 月的 4737 亿元。在信用债等的拖累下，1 月社融同比增速或将回落至 9.3% 左右。

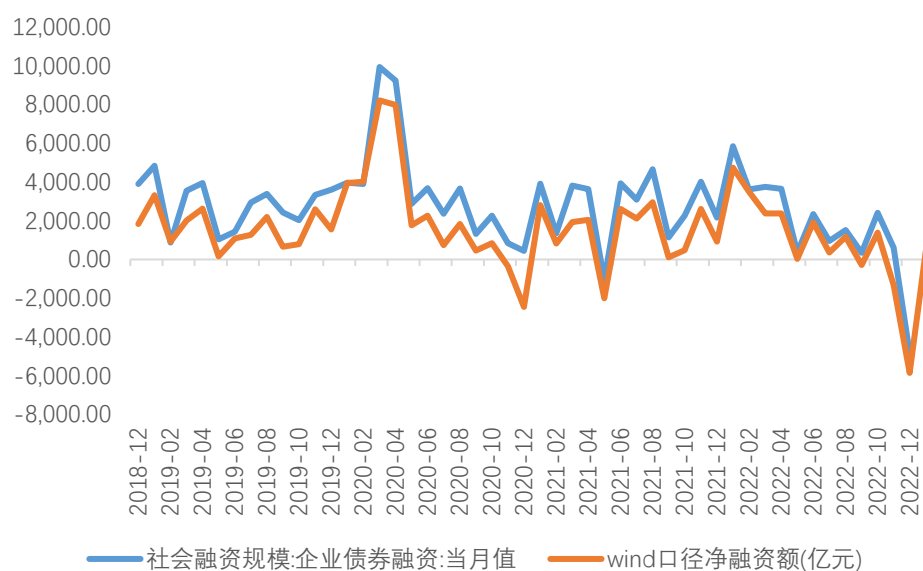
图 6: 企业中长期贷款占比在去年下半年就已经开始好转（单位：%）

⁴ 这里的信用债口径包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 信用债融资有待进一步修复 (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_51926

