

预期中的信贷修复更有持续性

——1 月金融数据点评 20230211

报告日期：2023-02-11

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 社融：1 月新增 59,800 亿元

1 月社融新增 59,800 亿元，市场对开门红的超预期已有较充分预期，我们有三点分析：其一，与上年政策引导下的脉冲式修复不同，1 月的新增高增反映实体融资需求的内生性修复，预计 2、3 月社融的同比多增可持续；其二，上年 12 月由于疫情及银行项目储备需要，部分融资需求后置至今年 1 月；其三，信贷座谈会也引导银行贷款投放前置。

另外，社融分项中企业债券融资同比少增 4352 亿元，或由于部分主体将债券融资渠道替换为银行贷款，后续贷债跷跷板现象或延续。政府债券方面，虽然同比少增 1886 亿元，但考虑地方债提前批额度，一季度预计迎来发行高峰，政府债券仍能对社融实现正贡献。

● 信贷：企业端融资较强，而居民端需求较弱

1 月人民币信贷结构呈现企业端短期长期需求均强，居民端短期长期需求均弱的特点。

企业端短期贷款同比多增 5000 亿元，主要基于经营性和流动性管理需求，而与投资性需求挂钩的长期贷款也同比多增 1.4 万亿元，表明企业对短期与中长期预计均较为乐观。另一方面，信贷中票据融资同比少增 5915 亿元，作为需求不足的信贷投放手段，票据融资少增也侧面反映银行的项目储备充足。但居民端融资表现较一般，居民消费与加杠杆意愿弱，短贷同比少增 665 亿元，中长贷同比少增 5193 亿元。

● 债市策略：1 月信贷修正了市场过高的预期，当前复苏斜率下的长债风险有限

1 月社融、通胀均确认了复苏的趋势，但复苏的斜率不及一些乐观预期，经济上坡路上的利率债仍存在压力，但考虑到各项因素 price-in，长端后续大幅上行的风险有限，相反，市场应当对近期出现反复的资金面保持关注。

● 风险提示

疫情存在不确定性。

正文目录

1	预期中的信贷修复更有持续性.....	4
1.1	社融：1月新增 59,800 亿元	4
1.2	信贷：企业端融资较强，而居民端需求较弱.....	6
1.3	债市策略：1月信贷修正了市场过高的预期，当前复苏斜率下的长债风险有限	8
2	风险提示：	8

图表目录

图表 1 社会融资规模当月新增（单位：亿元）	4
图表 2 新增人民币贷款（单位：亿元）	4
图表 3 新增企业债券融资（单位：亿元）	5
图表 4 政府债券当月新增（单位：亿元）	6
图表 5 表外三项当月新增（单位：亿元）	6
图表 6 未贴现汇票当月新增（单位：亿元）	6
图表 7 企业短期贷款当月新增（单位：亿元）	7
图表 8 企业中长期贷款当月新增（单位：亿元）	7
图表 9 票据融资当月新增（单位：亿元）	7
图表 10 居民短期贷款当月新增（单位：亿元）	8
图表 11 居民中长期贷款当月新增（单位：亿元）	8

1 预期中的信贷修复更有持续性

事件：1 月社融新增 59,800 亿元，M2-社融同比倒挂 3.2%。

1.1 社融：1 月新增 59,800 亿元

1 月社融新增 59,800 亿元，市场对开门红的超预期已有较充分预期，我们有四点分析：其一，与上年政策引导下的脉冲式修复不同，1 月的新增高增反映实体融资需求的内生性修复，预计 2、3 月社融的同比多增可持续；其二，上年 12 月由于疫情及银行项目储备需要，部分融资需求后置至今年 1 月；其三，信贷座谈会也引导银行贷款投放前置。另外，社融分项中企业债券融资同比少增 4352 亿元，或由于部分主体将债券融资渠道替换为银行贷款，后续贷债跷跷板现象或延续。政府债券方面，虽然同比少增 1886 亿元，但考虑地方债提前批额度，一季度预计迎来发行高峰，政府债券仍能对社融实现正贡献。

1 月社融新增 5.98 万亿元，而市场预期仅为 5.68 万亿元，社融总量和结构均呈现向好趋势。对于 1 月社融的高增，我们有三点分析：

其一，1 月的信贷数据反映的是实体融资需求的内生修复。1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，在上年 3.98 万亿元的高基数上多增 9200 亿元。上年 1 月人民币贷款受政策引导新增 3.98 万亿元但持续性不强，2 月人民币贷款新增环比新增走负，但今年贷款走强更多源于疫后内生的融资需求，预计 2、3 月份实体融资需求仍能较好延续。

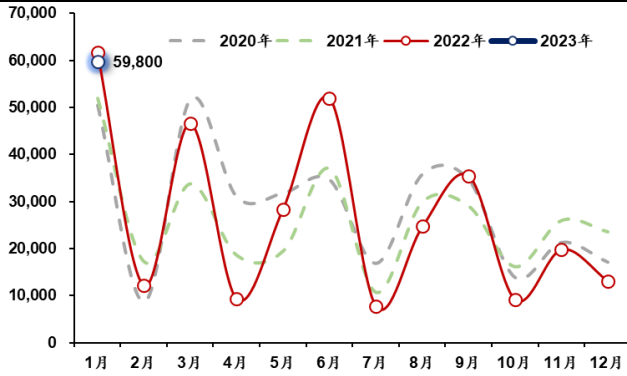
其二，上年 12 月的低基数贡献了今年 1 月的部分融资需求。上年社融新增 1.31 万亿元，同比少增 1.05 万亿元，一方面是受疫情扰动部分经营融资活动无法正常开展，另一方面是银行冲“开门红”会主动将项目储备延至 1 月份投放。

其三，1 月 10 日的银行信贷座谈会也提出各银行合理把握信贷节奏，适度靠前发力。

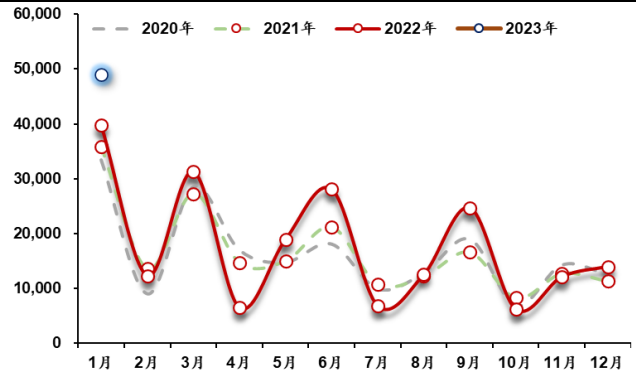
总体来看，社融与人民币信贷仍同比多增，实体经济对于未来经济的修复预期仍较强。

图表 1 社会融资规模当月新增（单位：亿元）

图表 2 新增人民币贷款（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

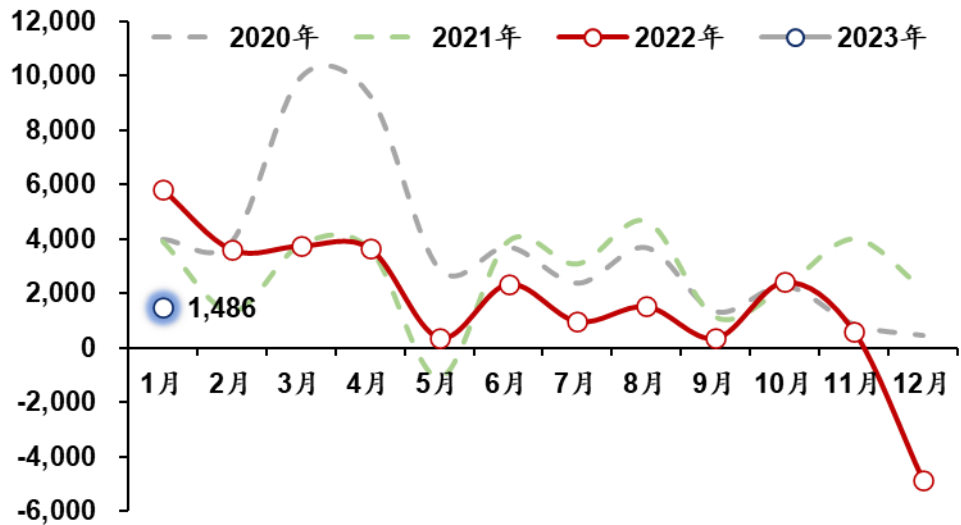


资料来源：Wind，华安证券研究所

拆解社融的各个分项来看。

企业融资信贷化贡献了部分信贷增量需求。1月新增企业债券融资 1486 亿元，同比下滑 4352 亿元。从信用债市场的融资数据来看，净融资规模仅为 411 亿元，扣除短融/超短融后信用债净融资仅为-927 亿元，而去年同期为 2958 亿元，信贷融资与债券融资间跷跷板效应明显，我们认为这主要是由于前期债券市场的回调以及债券的取消发行导致部分发债主体将债券融资渠道替换为银行贷款，后续企业债券融资的修复仍需时间。

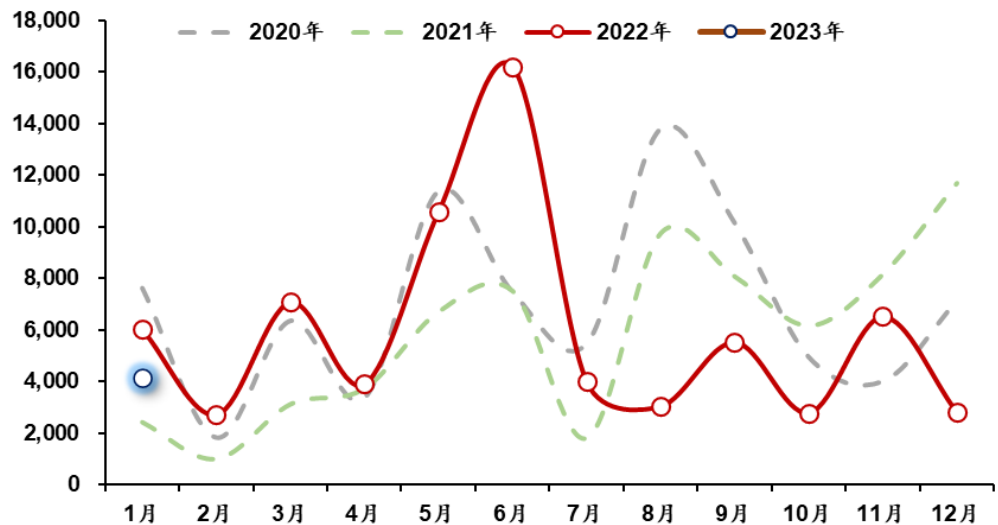
图表 3 新增企业债券融资（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

政府债券方面，1月新增 4140 亿元，同比少增 1886 亿元。但考虑到地方债的提前发行，一季度政府债券仍能对社融实现正贡献。

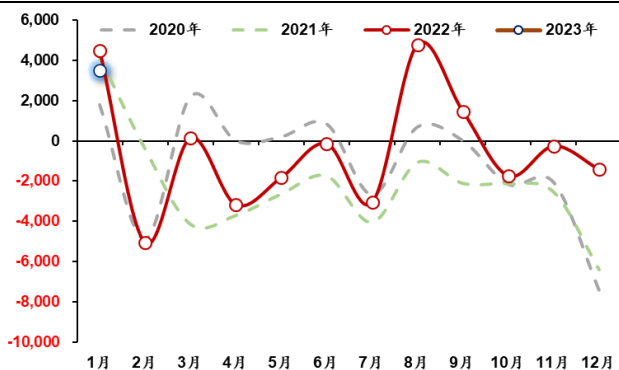
图表 4 政府债券当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

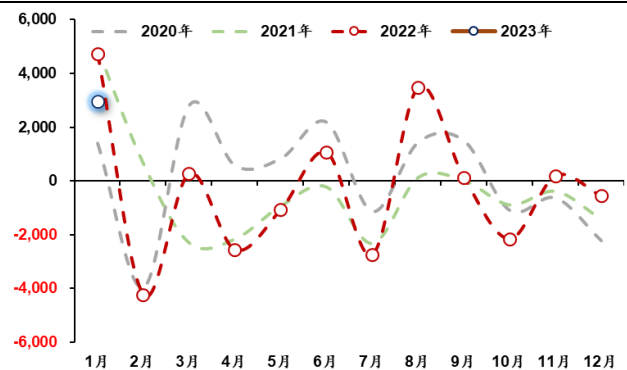
表外三项同比少增，未贴现票据同比少增 1770 亿元。1 月表外三项新增 3485 亿元，同比少增 996 亿元，其中委托贷款新增 584 亿元，同比多增 156 亿元，信托贷款新增 -62 亿元，同比多增 618 亿元，未贴现汇票新增 2963 亿元，同比少增 1770 亿元。

图表 5 表外三项当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 未贴现汇票当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

1.2 信贷：企业端融资较强，而居民端需求较弱

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_52147

