

量增质优的开门红

——1 月金融数据分析

事件概述

2023 年 2 月 10 日，中国人民银行公布 2023 年 1 月份金融数据。1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，预期 4.1 万亿元，前值 1.4 万亿元；新增社融 5.98 万亿元，预期 5.68 万亿元，前值 1.31 万亿元；社融存量同比 9.4%，前值 9.6%；M2 同比 12.6%，前值 11.8%；M1 同比 6.7%，前值 3.7%。

核心观点

1 月如期迎来开门红，与去年相比，今年开门红成色较好，量增质优。信贷方面，新增信贷强于预期，贷款结构延续改善，其中：企业中长期贷款大幅多增，创下有数据记录以来新高，弥补了居民端的弱势，并且持续性或将好于去年。社融方面，新增社融好于预期，虽仍同比少增，不过主要是受政府债、企业债等分项拖累，信贷贡献了新增社融的 8 成以上，社融整体质量较高。往后看，随着经济动能的修复，企业融资需求将会进一步改善，而居民收入以及信心的修复也会带动居民端信贷逐步向好。我们预计全年信贷规模或将维持在 20 万亿左右，社融增速则会在 9.2% 附近，从与 GDP 的匹配关系看，仍较为充裕。

► 新增信贷强于预期，贷款结构延续改善

总量方面：信贷强于预期，企业好于居民。1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，高于一致预期的 4.1 万亿元，创下有数据统计以来单月新增纪录，同比多增 9200 亿元。分部门来看，企业贷款 4.68 万亿元，同比多增 1.32 万亿元，仍然是信贷的主要支撑项；居民贷款 2572 亿元，同比少增 5858 亿元，表现相对偏弱。

结构方面：票据冲量不再，中长期贷款多增，结构延续改善。企业端，中长期大幅多增，票据冲量不再；居民端，短贷、中长期贷款仍然偏弱。

1) 1 月企业贷款 4.68 万亿元，同比多增 1.32 万亿元。其中企业短期贷款 1.51 万亿元，同比多增 5000 亿元；票据融资 -4127 亿元，同比多减 5915 亿元，票据冲量现象不再。中长期贷款 3.5 万亿元，同比多增 1.4 万亿元，创下有数据统计以来新高。企业中长贷的创纪录增加除了与银行开门红加大投放力度有关外，也反映了企业融资需求的明显改善。从贷款构成来看，基建以及制造业贷款仍是主力。

2) 1 月居民贷款 2572 亿元，同比少增 5858 亿元，仍然偏弱。其中，居民短贷 341 亿元，环比改善较为明显，但同比仍少增 665 亿元，或许与耐用品消费恢复较慢有关。虽然春节期间餐饮、旅游等消费恢复情况较好，但汽车等耐用品消费表现较弱，汽车工业协会公布的 1 月乘用车销量数据同比大幅减少 32.8%。居民中长贷 2231 亿元，同比少增 5193 亿元，反映出当前居民购房需求仍然偏弱，1 月 30 大中城市商品房成交面积同比 -40.2%，不过随着经济的逐步企稳，居民收入以及消费者信心也将得到修复，其对于耐用品以及商品房的需求也会边际改善，进而带动居民端贷款逐步向好。

3) 信贷的持续性可能会好于去年。去年新增信贷的一个典型特征是“锯齿状”反复，今年这种情况可能会有所缓解。一方面 1 月下旬票据利率有所回落，应该是银行为了平滑信贷投放节奏而进行的主动控制；另一方面，2 月份以来票据利率再度上行，反映信贷需求依然旺盛。再叠加后续居民端的逐步修复，今年信贷“锯齿状”反复的现象应该会得到缓解。

► 新增社融高于预期，信贷成为主要支撑

总量方面：新增社融高于预期，社融增速有所回落。1 月新增社融 5.98 万亿元，高于市场预期的 5.68 万亿元，同比少

增 1959 亿元。存量社融增速 9.4%，较上月回落 0.2 个百分点。

结构方面：信贷成为主要支撑，债券融资拖累明显。1) 社融口径新增人民币贷款 4.92 万亿元，同比多增 7312 亿元，主要与企业贷款大幅多增有关。2) 直接融资同比少增 4827 亿元，其中股票融资 964 亿元，同比少增 475 亿元；企业债券净融资 1486 亿元，同比少增 4325 亿元，企业信用债发行量偏低仍与信用债利率大幅抬升导致的企业主动延后债券融资有关。

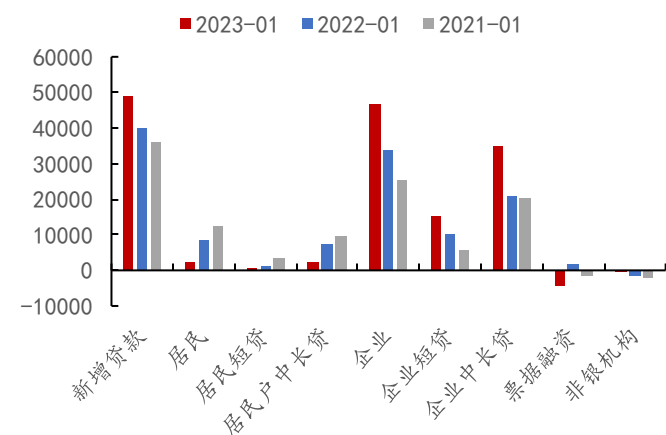
3) 政府债券净融资 4140 亿元，同比少增 1886 亿元。具体来看，WIND 数据显示，1 月国债净融资 33.5 亿元，同比少增 235 亿元，而地方政府债净融资 6400 亿元，同比少增 300 亿元。去年政府债券基数较高时同比负增的主要原因。

4) 非标方面，同比少增 996 亿元：其中新增委托贷款同比多增 584 亿元，新增委托贷款同比多增幅度的减少与政策性开发性金融工具的发行节奏有关。新增信托贷款同比少减 618 亿元，新增未贴现票据同比少增 1770 亿元。

► M2、M1 回升，剪刀差收窄

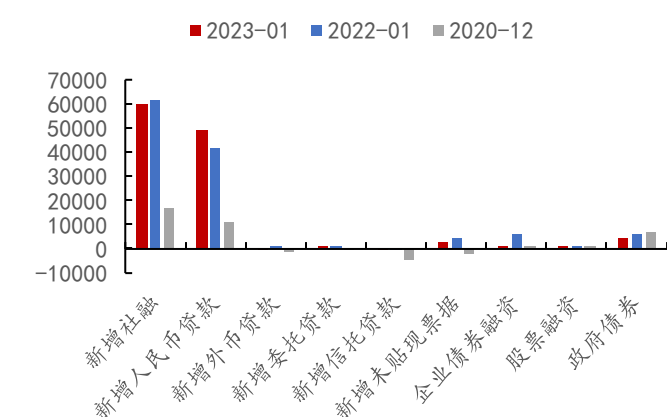
1 月 M2 同比增速 12.6%，较上月回升 0.8 个百分点，主要与信贷投放带动以及居民存款增加有关；M1 增速 6.7%，较上月回升 3 个百分点，主要与春节错位有关，M1 与 M2 剪刀差收窄 2.2 个百分点。

图 1 新增信贷强于预期，企业仍然好于居民（亿元）



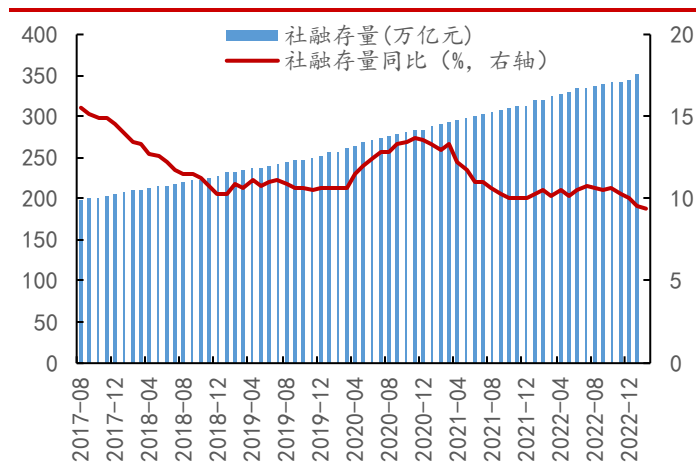
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 信贷是社融的主要支撑项（亿元）



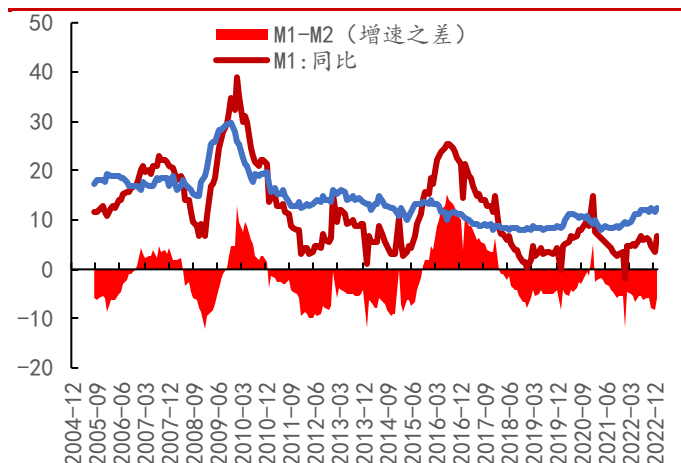
资料来源：WIND，华西证券研究所

图3 1月社融同比增速9.4%



资料来源：WIND，华西证券研究所

图4 M2、M1回升，剪刀差缩小（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菴

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊崧，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_52150

