

关注后续地产融资

——2023年1月金融数据点评

2023年2月13日

A股策略

事件点评

分析师	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521050001
研究助理	孙涤	电话：010-66555181	邮箱：sundi-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121040003

事件：

2023年2月10日，中国人民银行发布2023年1月金融数据。社融增速环比下行0.2个百分点至9.4%，同比少增1959亿元，主要拉动仍为人民币贷款，债券、票据融资拖累较大。对此，点评如下：

主要观点：

企业中长期贷款为最主要拉动，但难对冲债券、票据融资少增态势，社融整体回落。1月社融多增分项包括人民币贷款(+7313亿元)、信托贷款(+618亿元)、委托贷款(+156亿元)，主要依靠信贷拉动。具体来看，企业中长期贷款同比多增1.4万亿元，是信贷、社融最大拉动分项，住户中长期贷款、票据融资、企业债、政府债分别同比少增5193、5915、4352、1886亿元，拖累社融整体增速。

结构强、总量弱时期，整体来看权益市场涨幅不大。受稳信贷政策影响，1月企业中长期贷款明显回升，但由于债券、房地产融资拖累，整体增速仍呈回落态势。历史上类似的阶段包括2017/9-2017/11、2020/10-2021/2、2022/8-2022/12，上证综指在各时段涨幅分别为-1.30%、+9.04%、-5.04%，社融仅结构优化对权益市场提振并不明显。相较而言，社融总量增速抬升对权益市场提振力度更强，分别划分社融总量、企业中长期贷款的上行、下行阶段，总量上行阶段市场涨幅明显高于企业中长期大幅上行阶段。

结构来看价值风格占优。2017/9-2017/11、2020/10-2021/2、2022/8-2022/12均为经济尚未企稳、但稳增长政策发力阶段，提振价值风格表现，期间“沪深300/创业板指”均呈上行态势。具体地，2017/9-2017/11、2022/8-2022/12期间消费板块上涨，2020/10-2021/2期间则是资源品涨幅居前。

房地产融资为最大变量。1月主要拖累分项中，目前企业债信用利差已显著收敛；地方债方面，财政部1月表示“将在专项债投资拉动上加力”，1月地方债发行保持前置，后续增量有保障；但房地产融资方面，剔除春节错位效应，1/16-1/20、1/23-1/27房地产销售同比增速分别为-8.91%、-74.61%。房地产销量、融资后续表现，是影响社融增速最大变量。

风险提示：宏观经济超预期波动，政策不及预期。

目 录

1. 企业中长期贷款仍为最大拉动	3
2. 社融结构强、总量弱	4
3. 关注下阶段房地产销售情况	5
4. 风险提示	6

插图目录

图 1: 1 月社融分项同比多增	3
图 2: 1 月人民币贷款分项同比多增规模	3
图 3: 社融结构强、总量弱阶段	4
图 4: 总量上行期间主要指数涨幅	4
图 5: 结构上行期间主要指数涨幅	4
图 6: 社融结构强、总量弱阶段价值风格占优	5
图 7: 信用利差有所收敛	6
图 8: 剔除春节效应，房地产销售增速仍下滑	6

表格目录

表 1: 2022 年 12 月以来稳信贷政策	3
表 2: 社融结构强、总量弱期间各行业涨幅	5

1. 企业中长期贷款仍为最大拉动

企业中长期贷款继续回升。结构来看，开年社融主要拉动分项仍为人民币贷款，各分项中人民币贷款、信托贷款、委托贷款分别同比多增 7313、618、156 亿元。稳信贷政策推动下，企业中长期贷款仍为最大拉动力量，信贷分项中企业中长期贷款同比多增 1.4 万亿元，企业短期贷款同比多增 5000 亿元，是同比多增最大的信贷分项。

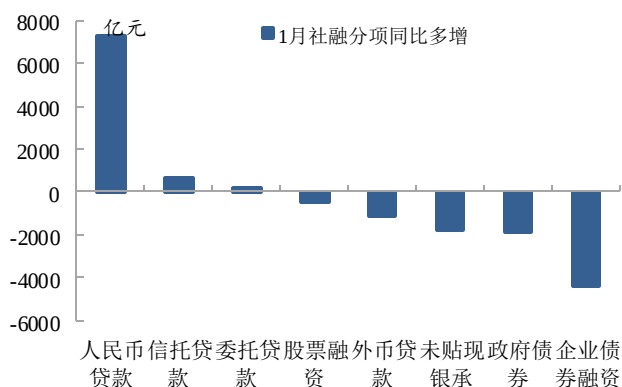
表1：2022 年 12 月以来稳信贷政策

时间	部门	主题	内容
2023.1.16	人民银行 上海总部	2023 年货币 信贷工作会 议	一是保持货币信贷总量平稳增长。二是精准有力落实好稳经济各项政策措施。三是着力做好房地产金融工作。四是继续做好小微企业、民营企业和乡村振兴金融服务。五是继续释放贷款市场报价利率（LPR）改革成效。
2023.1.11	央行、银保 监会	主要银行信 贷工作座谈 会	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，精准有力支持国民经济和社会发展重点领域、薄弱环节。要加强跟踪监测，及时跟进政策性开发性金融工具配套融资，延续发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力，力争形成更多实物工作量。
2023.1.4	央行	2023 年中国 人民银行工 作会议	要精准有利实施好稳健的货币政策，多措并举降低市场主体融资成本，保持人民币汇率正在合理均衡水平上的基本稳定；加大金融对国内需求和供给体系的支持力度，支持房地产市场平稳健康发展。
2022.12.3	央行	央行货币政 策委员会 2022 年第四 季度例会	要用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设。满足房地产行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况，因城政策支持刚性和改善性住房需求。加大宏观政策调控力度，大力提振市场信心。

资料来源：央行，证监会，东兴证券研究所

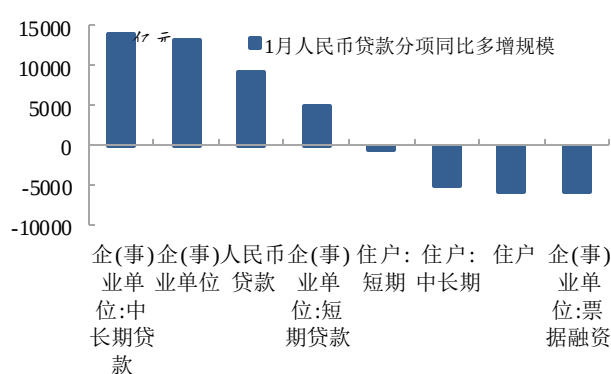
但其余分项仍偏弱，社融整体少增。1 月同比少增规模较大分项为企业债融资、政府债融、未贴现银行承兑汇票，分别同比少增 4352、1886、1770 亿元。贷款分项中，住户中长期贷款、票据融资分别同比少增 5193、5915 亿元，是贷款最大拖累分项。

图1：1 月社融分项同比多增



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：1 月人民币贷款分项同比多增规模

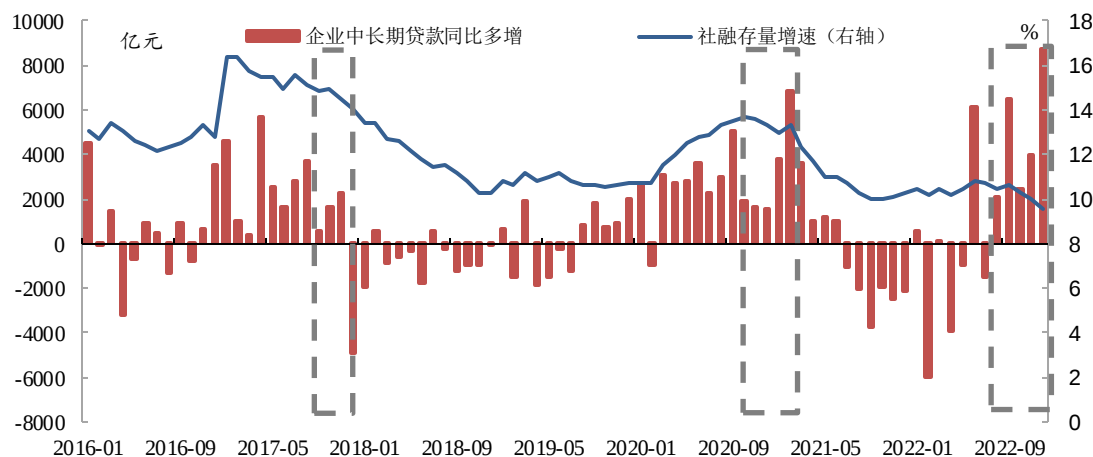


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 社融结构强、总量弱

结构强、总量弱时期的权益市场表现。受稳信贷政策影响，1月企业中长期贷款明显回升，但由于信用债、房地产信贷拖累，整体增速仍呈回落态势。历史上类似的阶段包括 2017/9-2017/11、2020/10-2021/2、2022/8-2022/12。主要指数中，上证综指在各时段涨幅分别为-1.30%、+9.04%、-5.04%；创业板指在各时段涨幅分别为-4.28%、+13.18%、-12.12%。说明社融结构强但总量弱，对于权益市场提振并不明显。

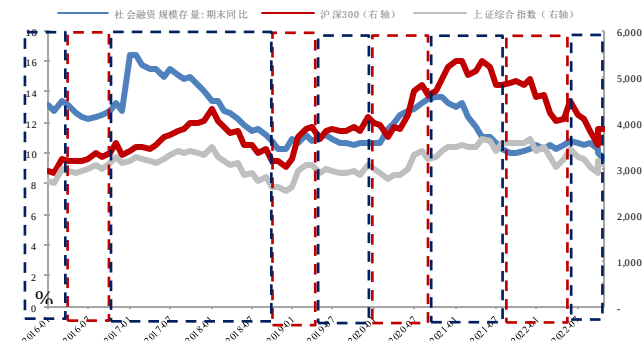
图3：社融结构强、总量弱阶段



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

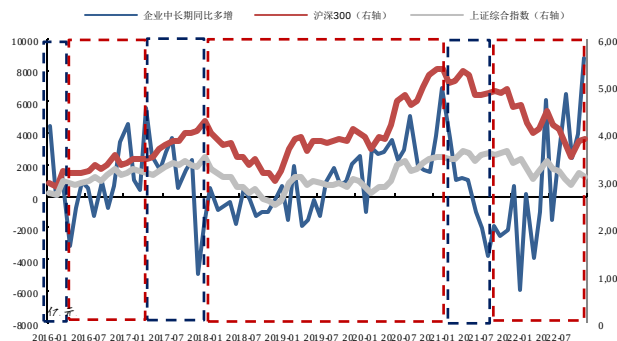
社融总量抬升对权益市场提振力度较结构更强。分别划分社融总量、企业中长期贷款的上行、下行阶段，其中总量持续上行阶段为 2016/7-2016/12、2018/12-2019/6、2020/3-2020/10、2021/12-2022/6，上证综指分别上涨 5.93%、15.09%、11.95%、-4.64%；企业中长期贷款持续上行阶段，上证综指则分别上涨 7.52%、5.32%、-13.42%（2016/5-2017/1、2018/1-2021/12、2021/10-2022/12）。社融增速整体抬升时期权益市场涨幅较大。

图4：总量上行期间主要指数涨幅



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

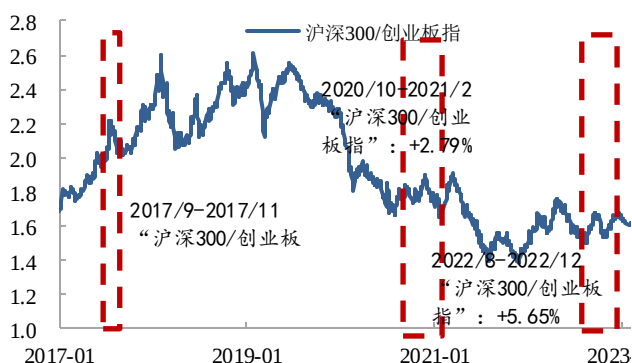
图5：结构上行期间主要指数涨幅



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

结构来看，社融结构强于总量阶段价值风格占优。2017/9-2017/11、2020/10-2021/2、2022/8-2022/12 期间，均为经济尚未企稳、但中长期贷款在稳增长政策提振下明显恢复阶段，价值风格明显占优，“沪深 300/创业板指”均呈上行态势。具体来看，2017/9-2017/11、2022/8-2022/12 期间消费板块上涨，食品饮料、消费者服务等行业涨幅居前，2020/10-2021/2 期间则是资源品上涨，有色、石油等行业涨幅居前。

图6：社融结构强、总量弱阶段价值风格占优



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表 2：社融结构强、总量弱期间各行业涨幅

单位：%	2017/9-2017/11		2020/10-2021/2		2022/8-2022/12
食品饮料	17.42	有色金属	62.40	消费者服务	12.87
家电	13.11	电新	36.65	商贸零售	8.78
电子	12.32	石油石化	34.55	非银行金融	8.00
通信	8.44	基础化工	30.99	计算机	6.57
建材	7.45	钢铁	29.24	交通运输	5.97
医药	5.92	消费者服务	26.04	传媒	5.80
煤炭	5.32	食品饮料	25.33	医药	3.69
消费者服务	5.20	汽车	23.49	轻工制造	2.86
房地产	4.76	机械	23.34	银行	1.80
非银行金融	3.39	银行	17.33	房地产	1.34

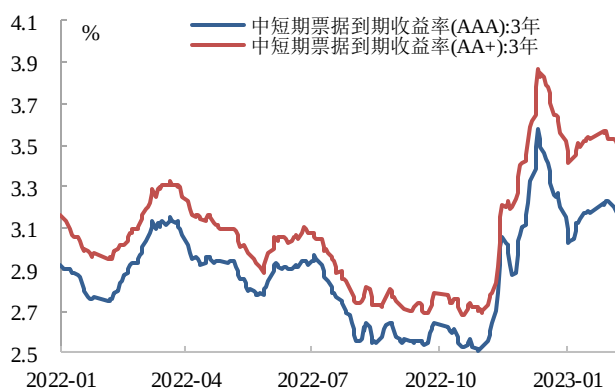
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 关注下阶段房地产销售情况

1 月主要拖累分项中，债券融资下阶段有望恢复。截至 2/10，AAA、AA+中短期票据分别较 2022 年 12 月高点下行 43、40BP，虽然并未恢复至 2022/12 前水平，但利差已现收敛态势。政府债方面，2023 年初财政部即表示“在专项债投资拉动上加力，适当扩大投向领域和用作资本金范围”，1 月地方债净融资共计 6400 亿元，同比基本持平，2023 年地方债仍发行仍保持前置，一季度发行规模仍大。

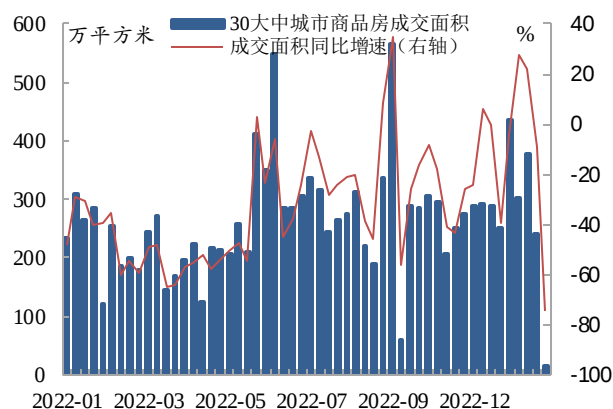
房地产销售仍未回暖。剔除春节错位效应，1/16-1/20、1/23-1/27 房地产销售同比增速分别为-8.91%、-74.61%，较前期继续下行；加之居民中长期贷款同比少增超 5000 亿元，是社融较大拖累分项。房地产销量、融资后续表现，是影响社融增速最大变量。

图7：信用利差有所收敛



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：剔除春节效应，房地产销售增速仍下滑



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 风险提示

宏观经济超预期波动，政策不及预期。

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_52158

