



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

首月效应下的高增不具持续性

——2023年1月份中国金融数据点评

日期：2023年02月12日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

相关报告：

- 《通胀、货币平稳，外贸增长回落》
——2023年02月08日
- 《社融缓回落 信贷长期化》
——2023年01月12日
- 《政策仍需扶持，基建是抓手》
——2022年08月17日

■ 主要观点

信贷、货币双超预期增长

在疫情防控形势变化后，中国经济和社会生活逐步恢复正常，经济回升平稳有序，我们认为信贷需求增长受经济运行状况影响，增长也应比较平稳，1月份新增信贷和货币增长的超预期回升，可归因为季节性波动。

信贷期限长期化特征不变

相对于信贷增长更多的受供给影响，社会融资更多的反映融资需求变化，对经济状况体现更为直接，因此社融的新增规模不及去年同期，表明当前经济运行仍然偏弱，经济仍然处于复苏当中的阶段性特征不变。经济运行状况对信贷期限结构特征有影响，决定了信贷期限的长期性特征不变。

居民部门仍非新增信贷需求主力

由于城市化进程速率变化、人口结构改变，特别是经济发展给社会收入预期带来的改变，楼市的投资需求短期仍难提升，居住性需求则增长较为缓慢，未来住房消费按揭的信贷需求也会维持现有的低增长态势，在银行信贷部门分类中则显现为家庭部门信贷增长的平缓。

“宽货币、紧信用”下经济内生增长重要性提升

反映经济阶段特征的货币、信用的组合状态具有相对稳定性，政策变化对信用和货币组合状态的影响较小，未来无论货币宽松状态如何变化，经济内生性增长动力发展，对经济回升进程有着更为重要影响。

市场融资利率再趋平稳

上月我们就指出，市场融资利率将在缓升后再趋平稳。2022年Q4市场利率抬升不具有持续性，主要是受楼市融资政策放松下，资金“虹吸”效应下的临时扰动，在“降成本”的金融供给侧改革下，中国融资利率中长期下降趋势仍未改变。

首月效应后新增信贷和货币增长或回落

保持流动性合理充裕是央行的政策目标。我们认为2023年1月份信贷和货币增长的大幅度回升，主要是商业银行信贷投放月度变化中的“首月效应”，并不具有持续性，未来或有回落，新增信贷规模和货币增长，都将回落。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变。中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：1 月份金融数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	4
2.1 信贷、货币双超预期增长	4
2.2 信贷期限长期化特征不变	5
2.3 居民部门仍非新增信贷需求主力	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 “宽货币、紧信用”下经济内生增长重要性提升	7
3.2 市场融资利率再趋平稳	9
4 事件预测：趋势判断	10
4.1 首月效应后新增信贷和货币增长或回落	10
5 风险提示：	11

图

图 1：中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）	5
图 2：中国信贷新增规模的期限变化（月，亿元）	6
图 3：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元）	6
图 4：中国企业部门信贷新增规模的期限变化（月，亿元）	7
图 5：中国社会融资和货币、信贷的增长（月，%）	8
图 6：中国社会融资存量占比结构（月，%）	9
图 7：温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率：%、日） ...	10

表

表 1：2023 年 1 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）	4
--	---

1 事件：1 月份金融数据公布

广义货币增长 12.6%。2023 年 1 月末，广义货币(M2)余额 273.81 万亿元，同比增长 12.6%，增速分别比上月末和上年同期高 0.8 个和 2.8 个百分点。狭义货币(M1)余额 65.52 万亿元，同比增长 6.7%，增速分别比上月末和上年同期高 3 个和 8.6 个百分点。流通中货币(M0)余额 11.46 万亿元，同比增长 7.9%。当月净投放现金 9971 亿元。

人民币各项贷款增长 11.3%。2023 年 1 月末，人民币贷款余额 219.75 万亿元，同比增长 11.3%，增速比上月末高 0.2 个百分点，比上年同期低 0.3 个百分点。1 月份人民币贷款增加 4.9 万亿元，同比多增 9227 亿元。分部门看，住户贷款增加 2572 亿元，其中，短期贷款增加 341 亿元，中长期贷款增加 2231 亿元；企（事）业单位贷款增加 4.68 万亿元，其中，短期贷款增加 1.51 万亿元，中长期贷款增加 3.5 万亿元，票据融资减少 4127 亿元；非银行业金融机构贷款减少 585 亿元。

人民币各项存款增长 12.4%。2023 年 1 月末，人民币存款余额 265.39 万亿元，同比增长 12.4%，增速分别比上月末和上年同期高 1.1 个和 3.2 个百分点。1 月份人民币存款增加 6.87 万亿元，同比多增 3.05 万亿元。其中，住户存款增加 6.2 万亿元，非金融企业存款减少 7155 亿元，财政性存款增加 6828 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.01 万亿元。

2023 年 1 月社会融资规模增量为 5.98 万亿元，比上年同期少 1959 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 4.93 万亿元，同比多增 7308 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 131 亿元，同比多减 1162 亿元；委托贷款增加 584 亿元，同比多增 156 亿元；信托贷款减少 62 亿元，同比少减 618 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 2963 亿元，同比少增 1770 亿元；企业债券净融资 1486 亿元，同比少 4352 亿元；政府债券净融资 4140 亿元，同比少 1886 亿元；非金融企业境内股票融资 964 亿元，同比少 475 亿元。

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 信贷、货币双超预期增长

由于货币体系运转机制和经济运行状况的变化，我们一直认为信贷、货币增速的平稳趋势不变，货币内生体系下信贷和货币增长基本上取决于社会经营主体的行为，即经济平稳决定了信贷和货币增长的平稳。另一方面，从货币政策的角度，中性稳健货币政策亦为政策偏好，并为货币当局多次明示。

在疫情防控形势变化后，中国经济和社会生活逐步恢复正常，经济回升平稳有序，我们认为信贷需求增长受经济运行状况影响，增长也应比较平稳，1月份新增信贷和货币增长的超预期回升，可归因为季节性波动。

2023年1月份新增信贷49000亿，超出市场预期较多；信贷增长超出市场预期的同时，货币增速也超出显著超出市场预期。2023年1月份新增信贷规模的市场预期分布为(35000,45000)亿，均值和中值分别为40755亿和40000亿；同期广义货币增速的市场预期分布为(11.0,11.8)，可见货币增长也是显著超出市场预期。2023年1月份的实际新增信贷和货币增长，都落在了市场预期之外，信贷和货币的双超预期高增态势说明，当前金融环境宽松状态不变。从市场预期的分布看，机构间分歧比较大，无论货币增速还是信贷新增规模、增速，均是如此；表明当前市场对货币环境看法存在一定分歧。

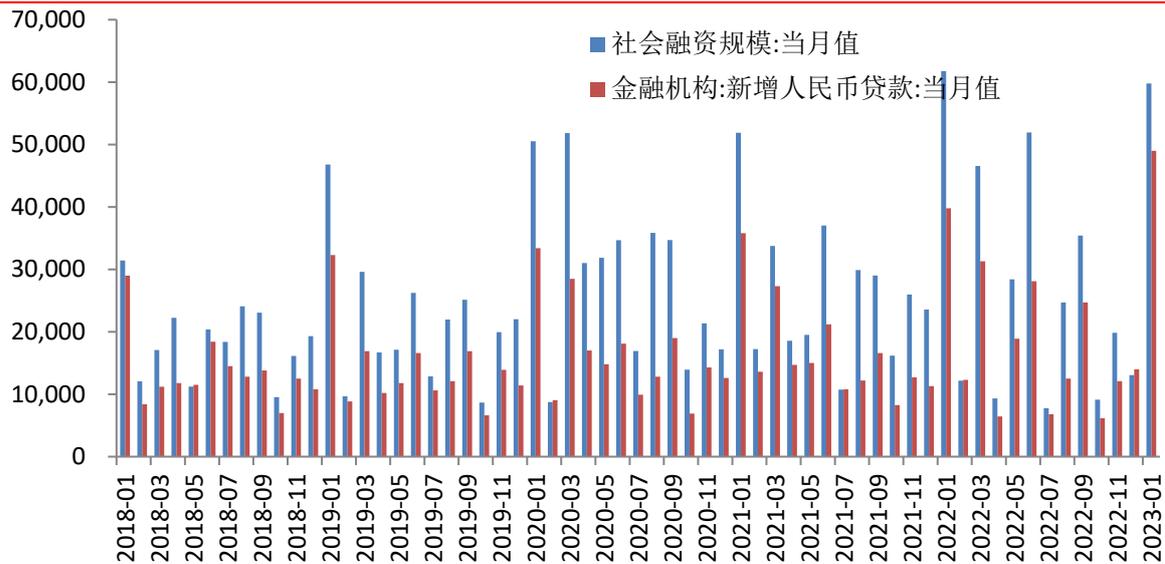
表 1：2023 年 1 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	40000	11.4	
Average	40755	11.5	
High	45000	11.8	
Low	35000	11.0	
No of Forecasts	9	8	
SHSC	38000	11.8	11.0

资料来源：wind，上海证券研究所

按照货币增速和名义经济增速相适应的基准（初略计约为消除基数效应后的实际GDP增速+CPI，或者名义GDP增速），适宜的货币增速应该在7-9之间，由于经济运行实际上偏弱，因此货币当局实际上倾向于让货币增长位于区间上半部。即使考虑到物价形势，当前货币环境实际上处于较为宽松状态，社会的流动性环境并没有出现收紧迹象。保持流动性环境平稳，并在平稳中改变流动性结构分布，一直为货币当局的政策导向和意图偏好。

图 1: 中国社融、信贷新增规模变化 (月, 亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

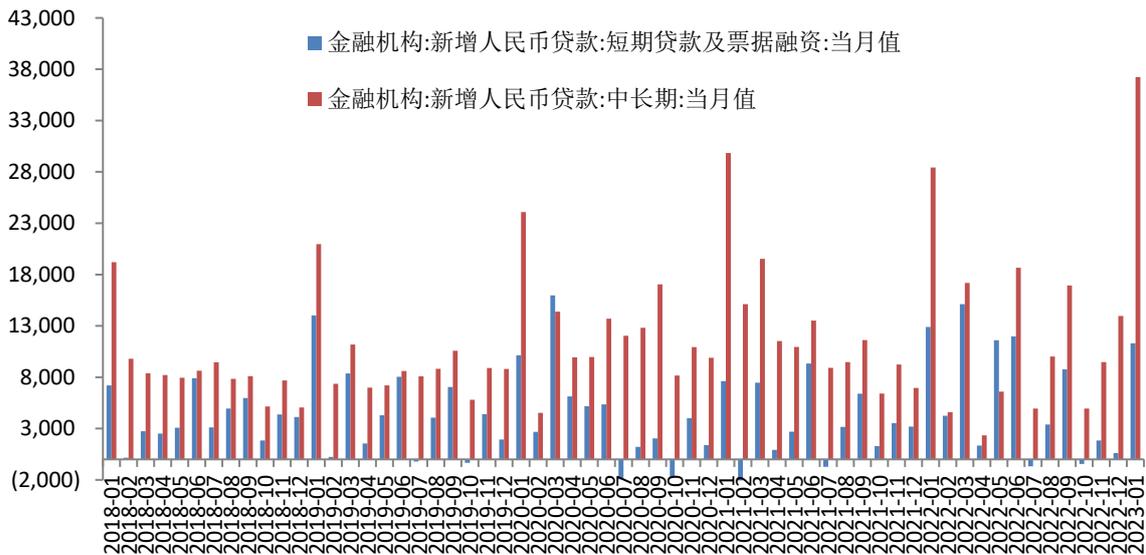
2.2 信贷期限长期化特征不变

2023年1月份,人民币贷款增加4.9万亿元,同比多增9200亿元,规模提升显然为历史之最;其中中长期贷款增长37231亿元,短期贷款和票据融资当月新增规模仅为11314亿元。从期限分布看,中长期贷款规模就接近2022年1月份新增贷款水平。

值得注意的是,2023年1月社会融资规模增量为5.98万亿元,比上年同期少1959亿元。相对于信贷增长更多的受供给影响,社会融资更多的反映融资需求变化,对经济状况体现更为直接,因此社融的新增规模不及去年同期,表明当前经济运行仍然偏弱,经济仍然处于复苏当中的阶段性特征不变。经济运行状况对信贷期限结构特征有影响,决定了信贷期限的长期性特征不变。

我们先前就指出,信贷期限的长期化趋势不会改变。信贷期限结构基本上也是由经济环境决定的。经济低迷时期新增信贷期限的一个显著特征是长期化——经济低迷时当期融资需求下降,政策激励固定资产投资增长以托底经济,故中长期投资会得到鼓励和发展。无论是基础设施投资,还是企业的固定资产投资,政策性鼓励下发放的银行贷款,最终都会体现在企业部门中长期贷款增长上。因此,2020-2022年的3年疫情期间,信贷期限长期化是基本特征。

图 2：中国信贷新增规模的期限变化（月，亿元）

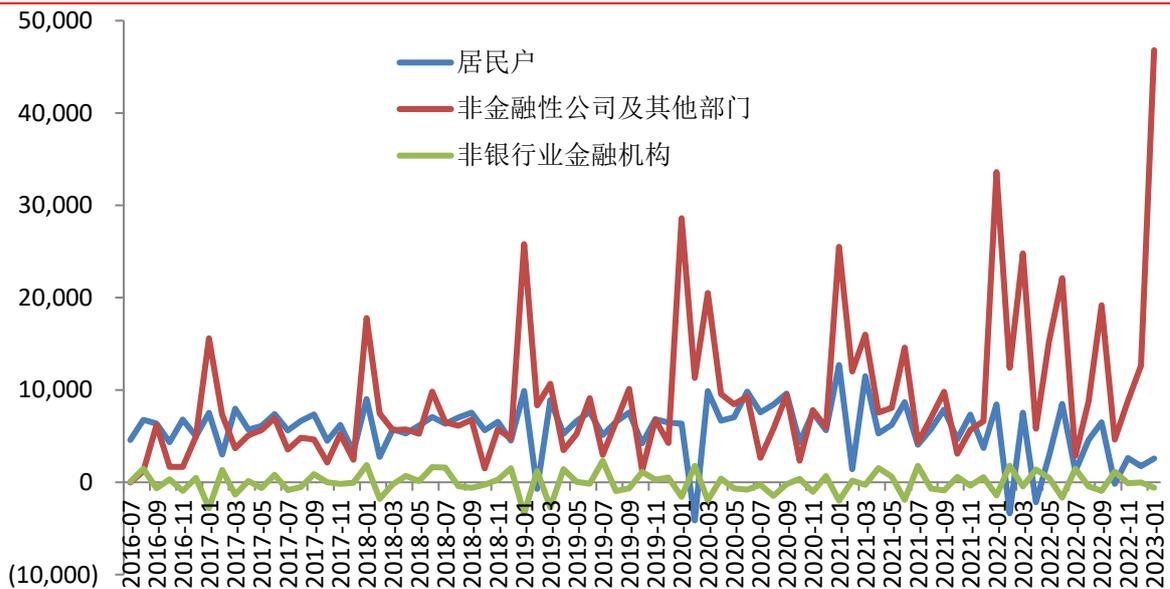


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.3 居民部门仍非新增信贷需求主力

从新增信贷的部门分布看，2023 年 1 月份金融同业投放依然处于微缩状态，居民部门仍然低迷，企业部门则呈现了显著的大幅度增长态势。企业部门在当前经济环境下的信贷增长，主要以中长期贷款形势实现，更多的受政策性推动，基建投资、工业基础类投资等是新增中长期信贷的主要投放领域。从商业银行经营的角度，固定资产投资类投资更有“早投放早受益”特征，因而银行信贷投放的首月效应愈发明显。

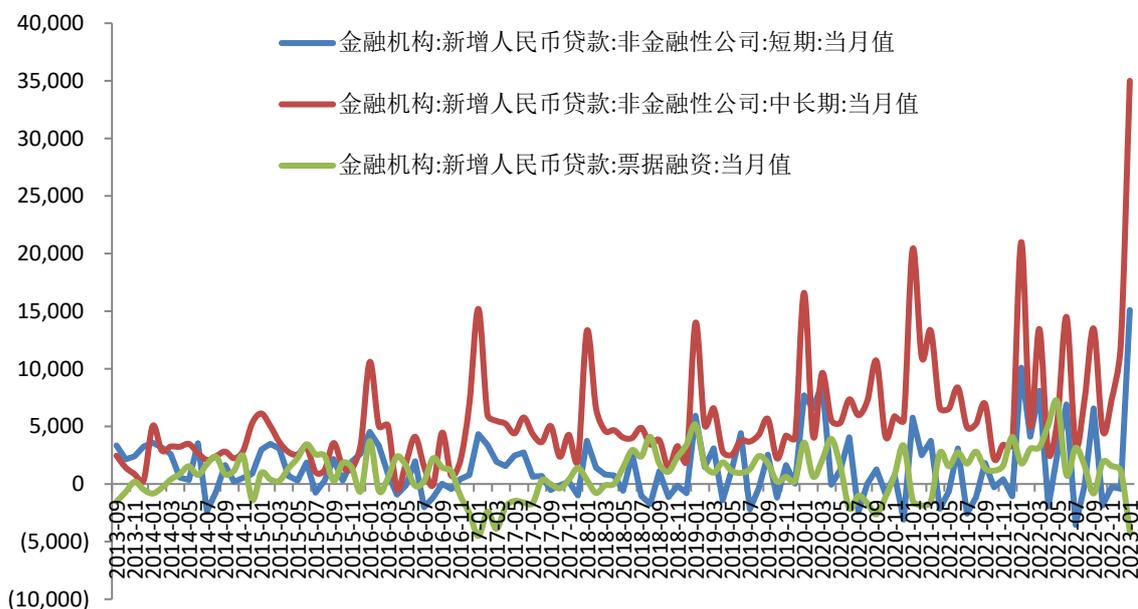
图 3：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2023 年 1 月份新增信贷的主要增长部门仍然是企业部门，表明房地产市场的恢复仍不明显，居民部门的按揭需求仍处较低水平；虽然 2022 年 4 季度以来，对地产的融资限制不断有实质放松措施出台，但商业银行系统对居民部门的信贷增长仍处低位，表明居民的购房需求仍然处于低位。我们认为，由于城市化进程速率变化、人口结构改变，特别是经济发展给社会收入预期带来的改变，楼市的投资需求短期仍难提升，居住性需求则增长较为缓慢，未来住房消费按揭的信贷需求也会维持现有的低增长态势，在银行信贷部门分类中则显现为家庭部门信贷增长的平缓。

图 4：中国企业部门信贷新增规模的期限变化（月，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

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_52172

