

经济修复预期升温叠加政策发力，1月信贷迎来“开门红”

——2023年1月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2023年2月10日，央行公布数据显示，2023年1月新增人民币贷款4.9万亿，同比多增9227亿；1月新增社会融资规模5.98万亿，同比少增1959亿。1月末，广义货币(M2)同比增长12.6%，增速比上月末高0.8个百分点；狭义货币(M1)同比增长6.7%，增速比上月末高3个百分点。

基本观点：整体上看，在经济修复预期改善带动市场主体融资需求明显上升，政策面鼓励银行靠前投放信贷等因素综合作用下，1月信贷出现“开门红”。这将有效提振市场信心，支持一季度经济较快回升。不过，1月金融数据也显示，房地产低迷仍旧制约宽信用效应充分体现，接下来房地产支持政策需要进一步加码。

具体来看，在经济回升和政策支持两方面因素共同作用下，1月信贷供需两旺，当月新增贷款总量创下历史新高，企业贷款结构继续改善，中长期贷款占比上升。不过，在楼市持续低迷影响下，1月居民贷款表现仍然较弱。1月社融环比季节性大幅多增，但同比延续少增，主要拖累项是企业 and 政府债券融资、表外票据融资，其中企业债券融资同比大幅少增，源于城投融资政策偏紧、发行利率仍处偏高水平，以及上年基数较高；政府债券融资和表外票据融资同比少增则与春节错期有一定关联。1月M2增速高位上扬，主因当月贷款多增带动存款派生加快；当月M1增速低位反弹，主要与上年同期基数走低，以及企业经营、投资活动修复有关，但地产延续低迷拖累M1增速继续处于低位。当月M2-M1增速差缩小，表明宽信用对实体经济的提振效应有所改善。

展望未来，在宏观政策延续稳增长取向，市场主体自主融资需求修复支撑下，2月信贷有望继续保持同比多增势头。进入2月以来，票据利率持续处于高位，也从一个方面预示了这一点。另外，伴随2月地方债大规模发行，社融也有望出现同比多增。整体上看，伴随经济修复势头增强，宽信用效应将在一季度持续体现，这也将对后续经济加快复苏提供关键动力。

具体来看：

一、在经济回升和政策支持两方面因素共同作用下，1月信贷供需两旺，当月新增贷款总量创下历史新高，企业贷款结构继续改善。不过，在楼市持续低迷影响下，1月居民贷款表现仍然较弱。

1月新增人民币贷款4.9万亿，环比多增3.5万亿，同比亦大幅多增9227亿，提振月末贷款余额增速

较上月末加快 0.2 个百分点至 11.3%，表现超出预期。从供给角度看，商业银行有信贷“早投放、早收益”的传统，故而 1 月信贷“开门红”已成惯例；加之监管层强调“要保持信贷总量有效增长”、“合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力”，进一步驱动银行在年初对信贷“应投尽投”。从需求端来看，一方面，自去年 12 月疫情防控放开后，国内经济活动较快修复，市场信心回暖，带动实体经济贷款需求改善；另一方面，为了巩固经济回稳势头，年初稳增长政策继续发力，基建、制造业投资等保持较快增长，支撑配套融资需求，同时，“第一支箭”支持下银行对房企贷款支持力度也明显提升。整体上看，在经济回升和政策支持两方面因素共同作用下，1 月信贷供需两旺，带动当月新增贷款规模创下历史新高。

从结构来看，1 月信贷延续“企业强、居民弱”的特征。1 月企业中长期贷款和企业短贷同比分别多增 1.4 万亿和 5000 亿，但票据融资大幅负增，同比多减 5915 亿，或因当月票据利率持续大幅上行，企业倾向于用短贷来替代票据融资。可以看出，1 月企业贷款在总量扩张的同时，期限结构也继续改善，这一方面源于经济回暖背景下银行风险偏好回升，另一方面也因监管要求银行“进一步优化信贷结构”，银行在政策面引导下也有意加大中长期贷款投放力度。

1 月居民贷款则继续同比大幅少增。其中，主要由房贷构成的居民中长期贷款同比少增 5193 亿，这与当月商品房销量同比继续大幅下滑相印证。值得一提的是，1 月居民短贷同比少增 665 亿，但考虑到春节假期对居民消费和个体经营活动的影响较大，因此，为消除春节错期影响，我们与去年春节所在的 2 月比较，今年 1 月居民短贷大幅多增 3252 亿，这与疫后消费、经营活力回升相一致。

二、1 月社融环比季节性多增，但同比延续少增，主要拖累项是企业 and 政府债券融资、表外票据融资；1 月社融口径调整对社融增量的影响很小。

1 月新增社融 5.98 万亿，环比季节性多增约 4.67 万亿，但同比少增 1959 亿，拖累月末社融增速进一步下滑至 9.4%。从社融各分项来看，1 月除投向实体经济的人民币贷款同比多增 7312 亿，以及委托贷款和信托贷款同比小幅多增或少减外，其他分项同比均少增或多减。

具体来看，1 月理财赎回对债市的冲击减弱，企业债券发行有所恢复，当月新增企业债券融资规模回正，但在城投融资政策偏紧、发行利率仍处偏高水平，以及上年基数较高等因素影响下，同比仍大幅少增 4352 亿；财政政策延续前置发力背景下，1 月新增专项债即大规模开闸发行，带动政府债券融资环比多增，但受春节假期和国债到期量高于上年同期影响，今年 1 月政府债券融资同比少增 1886 亿；1 月表外票据融资同比少增 1770 亿，或与春节错期导致企业开票需求不及上年同期有关；此外，尽管 1 月中美利差倒挂幅度收敛，带动外币贷款环比改善，但仍处负增状态，同比多减 1162 亿。

另外值得一提的是，1 月起央行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款

类金融机构纳入金融统计范围，并由此对社融中的“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。不过，1月这三类机构发放的人民币贷款增量仅57亿，对新增社融规模影响不大，贷款核销因此多增30亿，也属很低水平。因此整体上看这次调整对新增社融的影响很小。

三、1月M2增速高位上扬，主因当月贷款多增带动存款派生加快；当月M1增速低位反弹，主因上年同期基数走低，以及企业经营、投资活动修复，但地产延续低迷拖累M1增速继续处于低位。当月M2-M1增速差缩小，表明宽信用对实体经济的提振效应有所改善。

1月末M2增速为12.6%，较上月末大幅加快0.8个百分点。在上年同期增速基数抬高、今年1月财政存款同比多增背景下，M2同比加速主要源于当月贷款投放规模大幅多增，贷款余额同比增速也在加快，这有效提振了存款派生，推动M2增速高位上行，创下近7年以来新高。当前M2增速处于高位，背后的原因还包括上年财政大规模退税等因素带来的影响。这显示货币、财政政策共同发力作用下，金融体系对实体经济的货币供应量持续高增，一旦宽货币向宽信用渠道打通，其对实体经济的提振效应将充分体现。

1月末M1同比增速升至6.7%，除上年同期增速基数出现罕见负值外，主要原因是伴随经济转入修复过程，企业经营和投资活动增加，这会带动企业活期存款上升。不过，当前M1增速仍然处于明显低位，背后是1月楼市延续低迷状态。

1月M2-M1增速差回落，表明在疫情影响减弱、经济修复节奏较快背景下，宽信用向稳增长的传导渠道正在逐步打通。我们预计，后期伴随企业经营活跃度的进一步增强，宽信用效应有望进一步释放，M2-M1的增速会逐步收敛。

整体上看，在经济修复预期改善带动市场主体融资需求明显上升，政策面鼓励银行靠前投放信贷等因素综合作用下，1月信贷出现“开门红”。这将有效提振市场信心，支持一季度经济较快回升。不过，1月金融数据也表明，房地产低迷仍旧制约宽信用效应充分体现，这集中体现为居民中长期贷款延续同比少增势头，显示接下来房地产支持政策需要进一步加码。

展望未来，在宏观政策延续稳增长取向、市场主体自主融资需求修复支撑下，2月信贷有望继续保持同比多增势头。进入2月以来，票据利率持续处于高位，也从一个方面预示了这一点。另外，伴随2月地方债大规模发行，社融也有望出现同比多增。整体上看，伴随经济修复势头增强，宽信用效应将在一季度持续体现，这也将对后续经济加快复苏提供关键动力。

我们预计，下一步为有效激发实体经济贷款需求，稳定宏观经济运行，引导房地产行业尽快实现软着陆，政策面或将在以下几个方面发力：一是引导5年期LPR报价下调。这是推动楼市企稳回暖，带动居民

中长期贷款修复的关键，我们估计最快有可能在一季度落地。二是加快专项债发行节奏，引导银行加大基建项目贷款投放，推动一季度基建投资保持两位数高增。这也会在一定程度上对社融数据形成支撑。三是充分挖掘各项结构性货币政策工具潜力，加快对小微企业、房地产行业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、制造业转型升级、绿色发展等重点领域的信贷投放，推动信贷总量稳定增长。

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_52188

