

市场将如何定价“狂飙”的开年社融

2023 年 02 月 11 日



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

2 月 10 日，央行公布 1 月金融数据。1 月社融余额同比 9.4%，新增社融 5.98 万亿，其中表内贷款新增 4.9 万亿。1 月 M2 同比 12.6%，M1 同比 6.7%。

➤ 虽然市场已有心理准备，但“狂飙”的 1 月社融，总量投放还是强于预期。

1 月社融存量同比 9.4%，较前值（9.6%）走低 0.2 个百分点，直观读数上 1 月社融同比走低，然而市场反而将 1 月社融解读为超预期。

债券发行融资是高频数据，市场对 1 月企业和政府债券融资偏低早有预期。1 月社融的关注点主要落在信贷。

2023 年财政或仍是扩张大年，可能主要借助准财政工具，即银行信用扩张。银行信贷投放的逻辑是节奏前倾，年初明显放量。因此市场给予 1 月新增信贷较高期待，预计开年信贷投放或在 4 万亿，略持平于去年同期，当然也是历史极高水平。

2 月 10 日国债期货日内跳水，显示 4.9 万亿的人民币信贷和 5.98 万亿的新增社融，还是超过了市场之前的预期准备。

➤ “狂飙”的社融数据，老故事中酝酿着一些新变化，需要引起足够重视。

细拆 1 月社融结构，社融主要依靠信贷驱动，而信贷又主要依靠企业中长期贷款驱动。这样的社融结构意味着当下宏观基本面的主体叙事，还是延续去年的老故事——政府加杠杆，私人部门投融资动能不足，杠杆动力有限。

然而当我们保持足够敏感性时，便会发现开年社融数据给出了一些新的信号。

首先是这次社融扩量是在极低的债券融资条件下完成的。1 月企业和政府债券分别同比收缩 4352 亿元和 1886 亿元，前者因为理财赎回余波冲击所致，后者因为政府债券发行节奏调整所致。

其次就是居民信贷。春节疫情达峰期间三四线城市未能迎来一波返乡置业潮，1 月居民信贷不出意外地维持弱势表现。不过有意思的是，春节后人流返程，高能级城市二手房交易热度初显苗头，地产销售及居民信贷后续走向，能否迎来一次趋势反转，当下需要给予充分关注。

2 月初以来多维数据侧面印证理财赎回有所收敛，部分理财产品规模开始扩张。试想一旦企业债券发行修复，3 月两会召开之后政府债券发行如期推进，叠加居民信贷环比边际改善，这意味着不久后的将来，多因素共振之下有可能会迎来一个偏强的社融脉冲。

➤ “狂飙”的开年社融，如何理解它对当下股债的定价影响？

去年 11 月至今年 1 月，过去这三月市场明显交易国内复苏预期，只不过在这一过程中金融层面的理财赎回，加大债市回调压力。

进入 2 月以来，市场等待政策推进以及数据兑现。市场交易聚焦于后续的复苏持续

相关研究

1.2 月资金利率上行点评：资金面骤然收紧之后-2023/02/09

2.宏观专题研究：大宗商品怎么看？关注交易节奏-2023/02/07

3.全球大类资产跟踪周报：国内复苏交易暂缓，海外紧缩交易再起-2023/02/04

4.宏观专题研究：流动性分层的因和果-2023/02/04

5.美国 1 月非农就业数据点评：解密“疯狂”的非农数据-2023/02/04

及复苏弹性。开年这一份社融，信贷投放量明显超预期，至少说明当前复苏交易没有被证伪。

1月企业债券、政府债券、居民信贷偏弱，考虑到这一点，开年“狂飙”的社融数据还意味着未来一段时间信用扩张仍具备足够动能。

这一份开年社融，可以解读为利好股票，利空债券。当然，信用扩张的持续性也好，复苏的持续性也好，最终落脚到一个最为关键的判断，地产能否企稳。

➤ **开年“狂飙”的社融数据背后，我们还可以捕捉到另一个信息点，今年财政仍将牵引流动性节奏。**

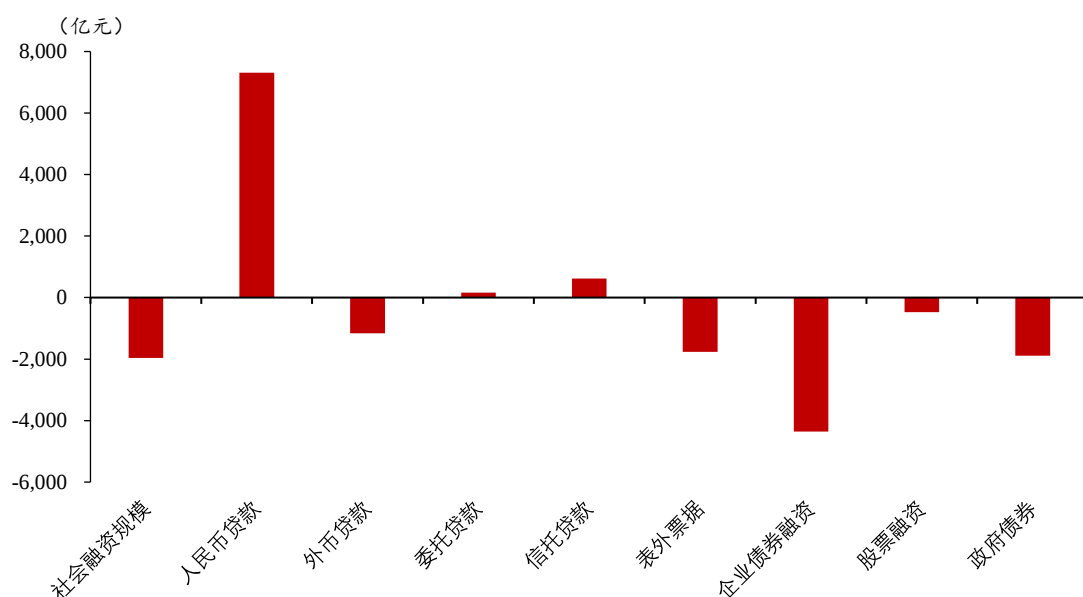
开年社融超预期，背后的驱动力是开年准财政投放企业中长贷信贷扩张。我们看到的是准财政对社融代表的信用条件产生影响。事实上，财政工具还深刻影响货币金融端的流动性条件。

民生宏观团队之前研究——《中国式财政货币化对资金面影响》中明确提到，2023年中国财政货币化将采用预算内外同时扩表。不同形式的财政投放工具，对流动性的影响截然不同。这在客观上会看到一个效果，年内财政投放节奏及不同工具使用，扰动资金面表现。

我们预计2023年资金面波动率将显著提高。

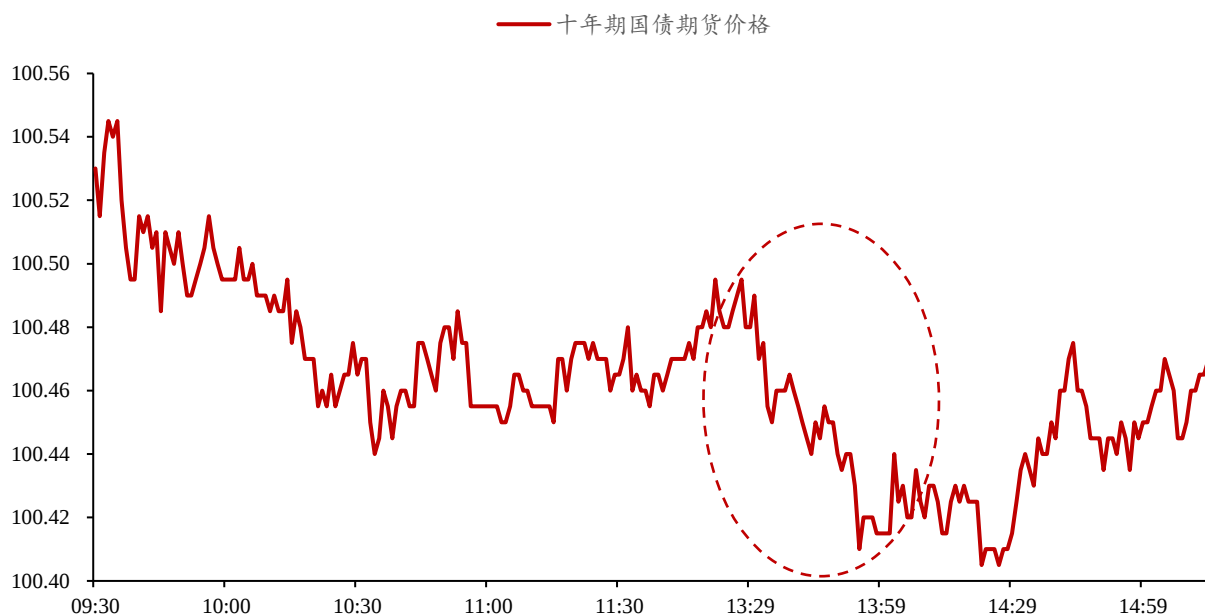
➤ **风险提示：央行净投放超预期，财政支出不及预期，理财赎回超预期**

图1：1月社融主要由人民币信贷贡献



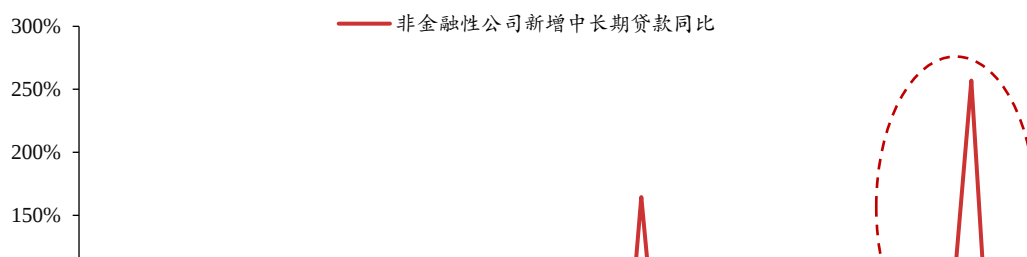
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 2：2 月 10 日下午国债期货价格下跌



资料来源：wind，民生证券研究院。

图 3：企业中长期贷款增速快速抬升



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_52206

