

总量研究

社融增速稳了吗？

——光大宏观 1 月金融数据点评兼周报（2023-02-11）

要点

事件：1月人民币贷款新增 4.90 万亿元，前值 1.40 万亿元，预期 4.08 万亿元；社融新增 5.98 万亿元，前值 1.31 万亿元，预期 5.68 万亿元，存量同比增速 9.4%，前值 9.6%；M₂ 增速 12.6%，前值 11.8%，预期 11.6%；M₁ 增速 6.7%，前值 3.7%。

核心观点：1月新增社融和信贷均触及市场预期上沿，企业中长期信贷延续强劲态势，政策引导和企业预期改善是驱动融资“开门红”的主因。企业端，疫情扰动消退、信贷政策引导和产业政策扶持，驱动企业信贷供需两旺；居民端，消费回暖驱动消费信贷环比改善，购房预期低迷和按揭贷“早偿”拖累按揭贷显著同比收缩；政府端，春节假期扰动叠加高基数，拖累政府债券净融资同比收缩。向前看，新增社融有望继续持平或好于去年同期水平，但增速的趋势性回升仍需居民预期改善，年中将是观察趋势性回升拐点的重要节点。

总量：融资“开门红”紧贴市场预期上沿。1月新增社融紧贴市场预期上沿，表内信贷是主要贡献项，债券融资是主要拖累因素。从融资方式来看，社融口径下人民币贷款同比多增 7312 亿元，是主要贡献项；企业债券同比收缩 4352 亿元，政府债券同比收缩 1886 亿元，未贴现银行承兑汇票同比收缩 1770 亿元，则是主要拖累因素。其中，企业债券净融资的显著同比少增，主要源于信用债收益率维持高位，企业发债融资意愿较为低迷，并且在信贷政策支持下，部分企业融资需求转化为信贷需求。

结构：企业强，居民弱，购房预期和存量房贷利率是关键。企业端，疫情过峰驱动企业预期改善，叠加政策层较强的稳信贷诉求，企业部门净融资大幅同比扩张。居民端，伴随着居民消费的修复，消费信贷也呈现出环比改善态势，但仍弱于去年同期；居民购房预期和购房活动仍未改善，并且由于按揭贷款利率远高于理财产品预期收益率，按揭贷“早偿”倾向愈发明显，拖累以按揭贷为主的居民中长期贷款显著同比收缩。

展望：新增社融有望继续持平或好于去年同期水平，但增速的趋势性回升仍需居民预期改善，年中将是观察趋势性回升拐点的重要节点。

第一，企业部门融资的改善具有较强的稳定性和持续性，有望推动新增社融维持较为强劲的态势。企业部门融资的持续改善，既有政策引导的支撑，也有企业预期改善驱动下的融资需求升温。向前看，一方面，政策层对于信贷投放适度靠前发力的诉求仍在，并表示要延续发挥好专项再贷款和财政贴息政策合力，信贷资源及配套供给有望保持充裕；另一方面，疫情对生产经营活动的扰动正在逐渐消退，企业生产经营预期有望持续改善，信贷需求有望延续旺盛。因而，企业部门融资的改善具有较强的稳定性和持续性，有望推动新增社融维持较为强劲的态势。

第二，社融增速拐点的到来，则需要居民部门融资改善的进一步加持。居民部门净融资的低迷主要源于两方面因素，一是，疫情扰动下，居民消费预期和实际消费支出均较为低迷，进而拖累消费信贷，在疫情扰动消退后，居民消费信贷有望逐渐修复；二是，居民购房预期低迷拖累按揭贷新增，同时，存量房贷利率明显高于理财产品预期收益率，则进一步加剧了按揭贷的“早偿”倾向，而居民购房预期的修复，存量房贷利率的下行，理财产品预期收益率的回升，仍需政策进一步加力以及一定的传导时间。

风险提示：政策落地不及预期，新冠二次感染高峰超出预期，房地产链条修复节奏不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwah@ebsecn.com

相关研报

美国消费有韧性，为何对美出口大幅回落？
——2022年11月贸易数据点评（2022-12-08）

10月数据下探，政策引导正当时——2022年10月经济数据点评（2022-11-17）

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见底了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

目 录

1、社融增速稳了吗？	4
1.1、融资“开门红”紧贴市场预期上沿	4
1.2、企业和居民预期分化加剧	5
1.3、社融增速拐点仍需居民预期改善	7
1.4、资金供需与利率走势持续分化	7
2、海外观察	8
2.1、美债收益率上行，通胀预期上行	8
2.2、全球股市涨跌分化，大宗商品价格涨多跌少	9
2.3、强劲的就就业数据使美联储加息终点不确定性增强	9
2.4、拜登计划限制美国企业对中国科技领域的投资	10
3、国内观察	10
3.1、上游：原油价格环比下跌，铝价环比上涨	10
3.2、中游：水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降	11
3.3、下游：商品房成交面积同比由负转正，猪价、菜价、水果价格趋势分化	12
3.4、流动性：货币利率下行，债券利率分化	12
4、下周财经日历	13
5、风险提示	13

图目录

图 1: 表内信贷是 1 月新增社融的主要驱动因素	5
图 2: 居民部门对新增融资的拖累再度扩大	5
图 3: 企业信贷驱动 1 月新增信贷大幅同比多增	6
图 4: 企业中长期贷款在新增信贷中的比例持续上升	6
图 5: 30 大中城市商品房成交面积负缺口维持高位	6
图 6: 按揭贷款利率与理财预期收益差驱使按揭贷“早偿”	6
图 7: 货币增速剪刀差显著收窄	8
图 8: 资金供需与利率走势继续分化	8
图 9: 美国 10 年期国债收益率较上周上行	8
图 10: 法德 10 年期国债收益率较上周上行	8
图 11: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡上行	9
图 12: 美国投资级企业债利差走阔	9
图 13: 全球股市涨跌分化	9
图 14: 大宗商品价格涨多跌少	9
图 15: 原油价格环比下跌	11
图 16: 铝价环比上涨, 库存同比下降	11
图 17: 水泥价格指数环比下跌	11
图 18: 螺纹钢价格环比上涨, 库存同比下降	11
图 19: 商品房成交面积同比由负转正	12
图 20: 猪价、菜价、水果价格趋势分化	12
图 21: 货币市场利率下行	13
图 22: 债券市场利率趋势分化	13

表目录

表 1: 下周全球经济数据热点	13
-----------------------	----

1、社融增速稳了吗？

事件：1月人民币贷款新增 4.90 万亿元，前值 1.40 万亿元，预期 4.08 万亿元；社融新增 5.98 万亿元，前值 1.31 万亿元，预期 5.68 万亿元，存量同比增速 9.4%，前值 9.6%；M₂ 增速 12.6%，前值 11.8%，预期 11.6%；M₁ 增速 6.7%，前值 3.7%。

核心观点：1月新增社融和信贷均触及市场预期上沿，企业中长期信贷延续强劲态势，政策引导和企业预期改善是驱动融资“开门红”的主因。企业端，疫情扰动消退、信贷政策引导和产业政策扶持，驱动企业信贷供需两旺；居民端，消费回暖驱动消费信贷环比改善，购房预期低迷和按揭贷“早偿”拖累按揭贷显著同比收缩；政府端，春节假期扰动叠加高基数，拖累政府债券净融资同比收缩。向前看，新增社融有望继续持平或好于去年同期水平，但增速的趋势性回升仍需居民预期改善，年中将是观察趋势性回升拐点的重要节点。

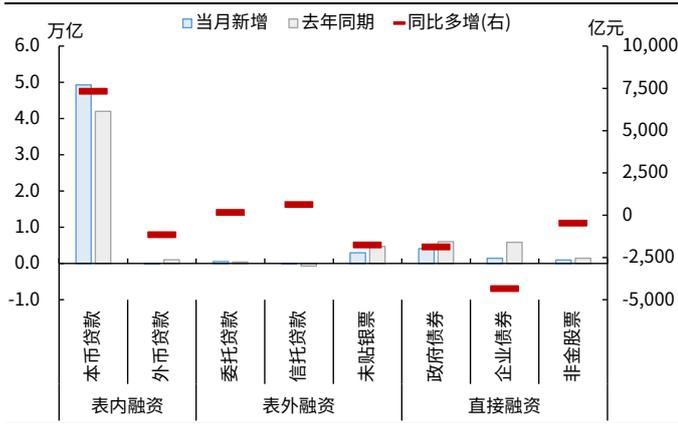
1.1、融资“开门红”紧贴市场预期上沿

1月新增社融紧贴市场预期上沿，人民币贷款是主要贡献项，债券融资是主要拖累因素。1月新增社融 5.98 万亿元，紧贴市场预期上沿(Wind 一致预期为 5.68 万亿元，上沿在 6 万亿元左右)，同比少增 1959 亿元；1月新增人民币贷款 4.90 万亿元，紧贴市场预期上沿(Wind 一致预期为 4.08 万亿元，上沿在 5 万亿元左右)，同比多增 9227 亿元。政策引导和企业预期改善是驱动融资“开门红”的主要因素，但信用扩张强度和持续性的确认，仍有待于房地产链条融资的进一步企稳。

从融资方式来看，社融口径下人民币贷款同比多增 7308 亿元，是 1月新增社融的主要贡献项；企业债券同比收缩 4352 亿元，政府债券同比收缩 1886 亿元，未贴现银行承兑汇票同比收缩 1770 亿元，则是 1月新增社融的主要拖累因素。其中，企业债券净融资的大幅同比少增，主要源于信用债收益率维持高位，企业发债融资意愿较为低迷，并且在信贷政策支持下，部分企业融资需求转化为信贷需求。

从融资主体来看，企业部门净融资同比扩张 5785 亿元，驱动 1月新增社融实现“开门红”，主要源于疫情过峰后企业预期改善、信贷政策引导和产业政策扶持等多方合力。居民部门净融资同比收缩 5858 亿元，对新增融资的拖累再度走阔，并且连续 15 个月拖累新增融资，按揭贷款同比收缩仍是主要拖累因素。

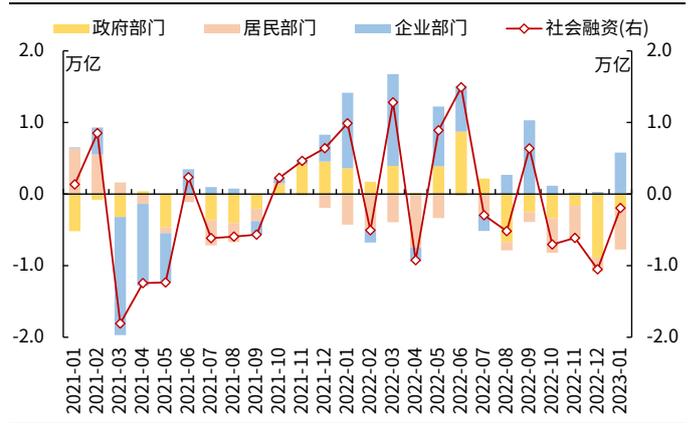
图 1：表内信贷是 1 月新增社融的主要驱动因素



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2023 年 1 月

图 2：居民部门对新增融资的拖累再度扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2023 年 1 月

1.2、企业和居民预期分化加剧

政府端，1 月政府部门净融资同比收缩 1886 亿元，高基数是主要拖累因素。2023 年跟 2020 年和 2022 年类似，同是“稳增长”诉求较强的年份，财政部也均在前一年度末提前下达了次年的部分专项债务新增额度，因而，政府债券发行节奏都有明显的前置倾向。同时，由于 2022 年已发行但未使用的专项债规模较高，2023 年政府债券融资节奏前置的力度也就随之减弱，并且，今年春节假期前置到 1 月，也对债券发行工作日形成影响，两者合力促成了 1 月政府债券净融资的同比收缩，但这也意味着政府债券融资的波动性将有所平缓。

企业端，疫情过峰驱动企业预期改善，叠加政策层较强的稳信贷诉求，企业部门净融资大幅同比扩张。1 月非金融企业部门新增信贷 4.85 万亿元，同比多增 7227 亿元，其中，企业中长期贷款同比多增 1.4 万亿元，显著高于往年季节性水平，企业中长期新增贷款已占新增贷款总额 67.90%(6MMA)。归因来看，企业中长期信贷的主要驱动，主要源于疫情过峰驱动企业预期改善，以及政策层较强的稳信贷诉求，结构上信贷资源主要流向了基建和制造业等领域。

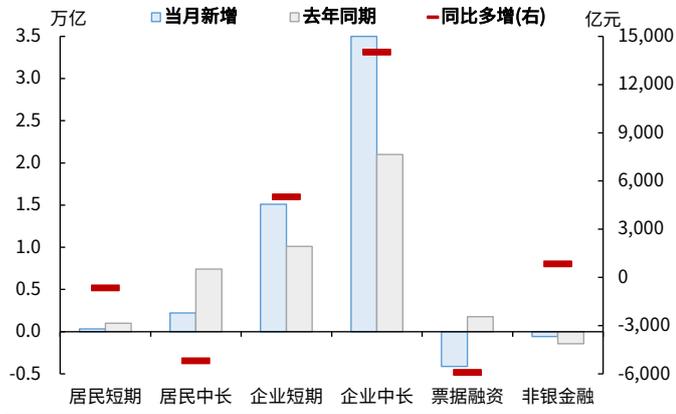
一则，疫情过峰后，企业产需两端景气度均呈现明显改善，生产扩张驱动信贷需求升温。1 月制造业 PMI 分项数据显示，生产、新订单、采购量和生产经营活动预期，均呈现大幅同比扩张，在实体企业产需两旺的驱动下，企业融资需求也出现升温。

二则，政策层稳定信用扩张的诉求依然强烈，国常会和信贷座谈会多次强调稳定信贷。1 月 10 日，央行等部委召开主要银行信贷工作座谈会，提出“合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力…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”，表明政策层对于稳定合理信用扩张的诉求依然较强。

三则，信贷政策、财政政策和产业政策合力引导制造业信贷扩张。2022 年 9 月 7 日，国常会要求“设备购置和更新改造新增贷款…中央财政贴息 2.5 个百分点”，随后中央经济工作会议进一步要求“(2023 年)保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具”。2022 年 9 月 28 日，央行设立 2000 亿元以上设备更新改造专项再贷款，支持金融机构以不高于 3.2% 的利率向制造业等设备更新改造提供贷款，按照金融机构发放符合要求的贷款本金 100% 提

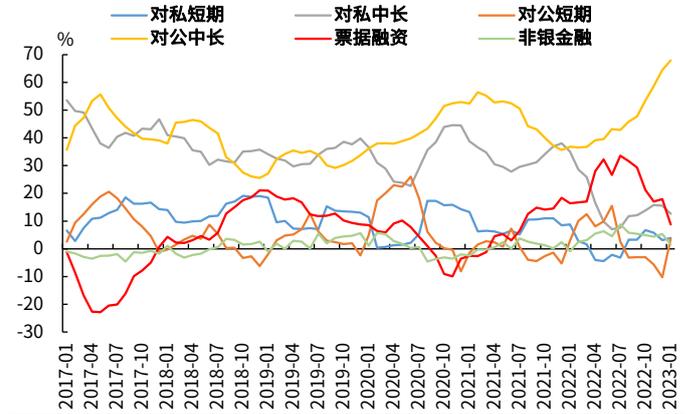
供资金支持。在 1 月 10 日的信贷座谈会上，政策层再次提及“延续发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力”。同时，已经披露的地方政府“两会”报告显示，逾半数省份提到继续支持企业进行技术升级与改造。因而，信贷政策、财政政策和产业政策仍在合力引导制造业信贷扩张。

图 3：企业信贷驱动 1 月新增信贷大幅同比多增



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据截至 2023 年 1 月

图 4：企业中长期贷款在新增信贷中的比例持续上升



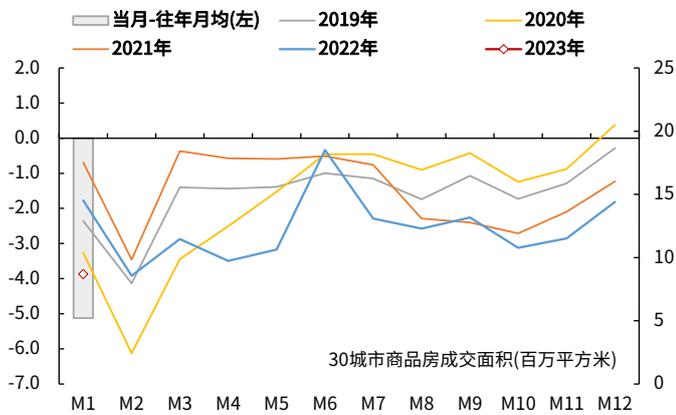
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据说明：图中数据为 6 个月移动均值，数据截至 2023 年 1 月。

居民端，消费信贷环比改善但仍弱于去年同期，按揭贷同比收缩程度走阔。居民部门净融资同比少增 5858 亿元，其中，短期信贷同比少增 665 亿元，中长期信贷同比少增 5193 亿元。

一方面，疫情防控政策优化后疫情逐渐过峰，疫情对居民生活半径和消费意愿的影响均逐渐走弱，1 月非制造业 PMI 商务活动指数大幅扩张至 54.4%，伴随着居民消费的修复，居民消费信贷也呈现出环比改善态势，但仍弱于去年同期。

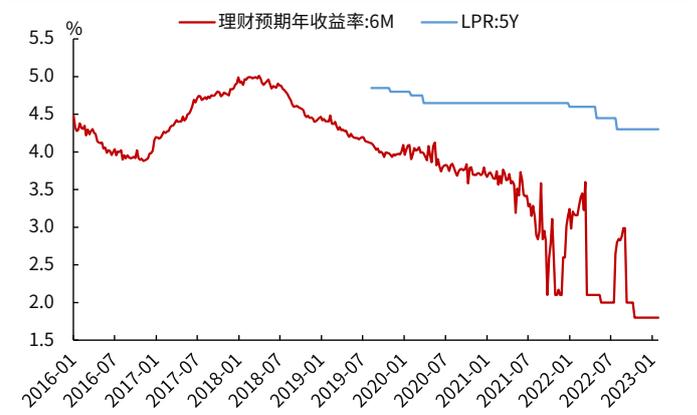
另一方面，从 30 个大中城市商品房销售数据来看，1 月商品房销售依然非常低迷，剔除春节假期因素扰动后，居民购房预期和购房活动仍未改善，并且由于按揭贷款利率远高于理财产品预期收益率，按揭贷“早偿”倾向愈发明显，拖累以按揭贷为主的居民中长期贷款显著同比收缩。

图 5：30 大中城市商品房成交面积负缺口维持高位



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据说明：往年月均值表示 2019 年-2022 年当月的均值，数据截至 2023 年 1 月

图 6：按揭贷款利率与理财预期收益差驱使按揭贷“早偿”



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据截至 2023 年 1 月 28 日

1.3、社融增速拐点仍需居民预期改善

新增社融有望继续持平或好于去年同期水平，但增速的趋势性回升仍需居民预期改善，年中将是观察趋势性回升拐点的重要节点。1月新增融资的开门红呈现出两个鲜明的特征，一是，企业部门净融资显著同比扩张；二是，居民部门净融资同比收缩程度再度走阔。

第一，企业部门融资的改善具有较强的稳定性和持续性，有望推动新增社融维持较为强劲的态势。企业部门融资的持续改善，既有政策引导的支撑，也有企业预期改善驱动下的融资需求升温。向前看，一方面，政策层对于信贷投放适度靠前发力的诉求仍在，并表示要延续发挥好专项再贷款和财政贴息政策合力，信贷资源及配套供给有望保持充裕；另一方面，疫情对生产经营活动的扰动正在逐渐消退，企业生产经营预期有望持续改善，信贷需求有望延续旺盛。因而，企业部门融资的改善具有较强的稳定性和持续性，有望推动新增社融维持较为强劲的态势。

第二，社融增速拐点的到来，则需要居民部门融资改善的进一步加持。居民部门净融资的低迷主要源于两方面因素，一是，疫情扰动下，居民消费预期和实际消费支出均较为低迷，进而拖累消费信贷，在疫情扰动消退后，居民消费信贷有望逐渐修复；二是，居民购房预期低迷拖累按揭贷新增，同时，存量房贷利率明显高于理财产品预期收益率，则进一步加剧了按揭贷的“早偿”倾向，而居民购房预期的修复，存量房贷利率的下行，理财产品预期收益率的回升，仍需政策进一步加力以及一定的传导时间。

1.4、资金供需与利率走势持续分化

货币增速剪刀差显著收窄，资金活力明显修复。1月M1同比增速为6.7%，较上月上行3个百分点；1月M2同比增速为12.6%，较上月上行0.8个百分点。M1-M2同比增速由上月的-8.1个百分点收窄至1月的-5.9个百分点，资金活力显著修复。M1与M2增速的背离，表明企业活期存款扩张是驱动M1高增的主因，而企业活期存款的高增，一方面源于企业信贷扩张和销售改善，指向资金活力和经济复苏的改善；另一方面也于春节假期错位带来的低基数有关。

资金供需与利率走势继续分化，可能受到财政收支节奏和基础货币投放结构的影响。1月社融存量同比增速9.4%，M2同比增速12.6%，社融与M2同比增速差较上月走阔1个百分点，表明实体信用扩张速度仍明显低于货币扩张速度，在资金供需格局延续的背景下，资金利率持续上行，可能是受到财政收支节奏和基础货币投放结构的影响。

向前看，宽货币力度随着经济复苏会渐趋缓和，广义货币供应量M₂增速有望回落，资金利率中枢也将向政策利率温和回归。在疫情冲击逐渐减弱后，经济修复的稳定性和持续性将进一步增强，宽货币的发力强度可能会有所减弱。同时，在去年财政发力的过程中，消耗了部分往年财政结余资金和央行结存利润，推动了财政存款和央行结存利润向私人部门的转移，今年财政结余资金向私人部门的转移力度将会明显走弱。

因而，宽货币力度趋缓、财政结余资金转移走弱，叠加高基数效应，将会共同推动广义货币供应量M₂增速显著回落；广义货币供应量与实体信用扩张增速轧

差收敛，也将驱动资金利率中枢向政策利率回归。预计上半年 DR007 利率中枢有望回归至 1.8%—2.0%，10 年期国债收益率高点有望达到 3.0%—3.1%。

图 7：货币增速剪刀差显著收窄

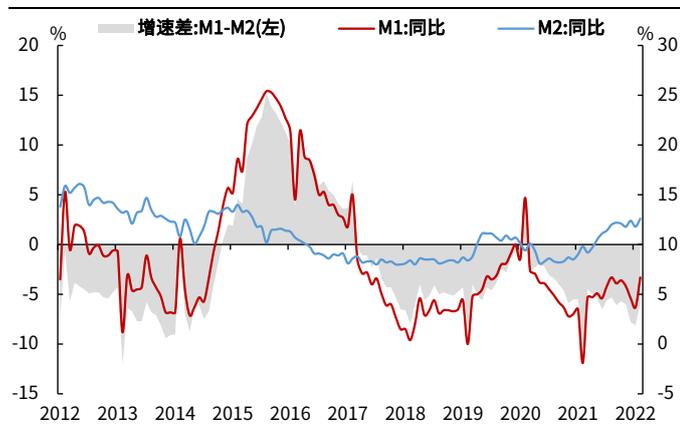
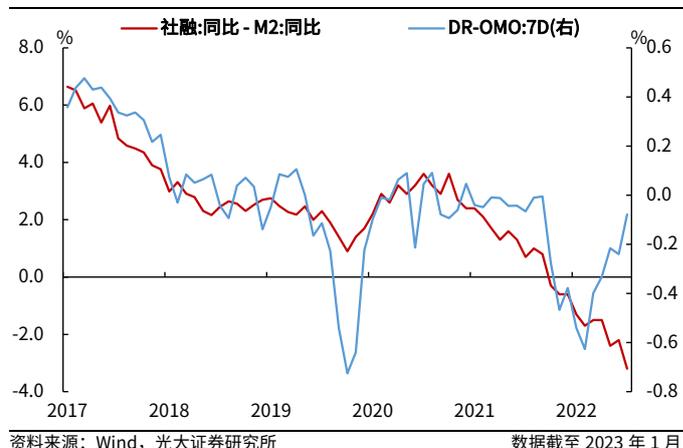


图 8：资金供需与利率走势继续分化



2、海外观察

2.1、美债收益率上行，通胀预期上行

美国 10 年期国债收益率上行，通胀预期上行。2 月 10 日，美国 10 年期国债收益率收于 3.74%，较上周末上行 21 个基点；法国 10 年期国债收益率较上周末上行 19 个基点至 2.83%；德国 10 年期国债较上周末上行 20 个基点至 2.33%。美国 10 年期国债隐含的通胀预期较上周末下上行 11 个基点至 2.33%，实际收益率较上周末上行。

图 9：美国 10 年期国债收益率较上周上行

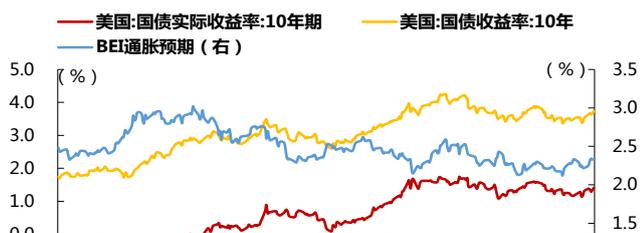
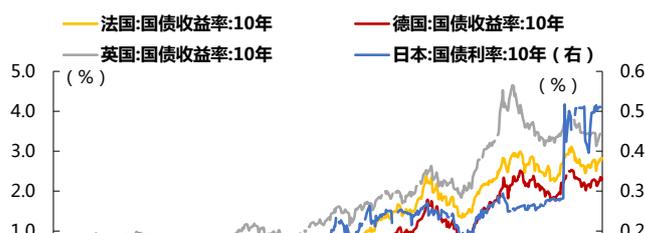


图 10：法德 10 年期国债收益率较上周上行



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_52209

