

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152672

相关研究

- 宏观经济周报: 消费强生产弱, 等待政策发力
- 延续乐观, 空间保守
- 宏观经济周报: 消费超预期, 经济续修复

- 1 月的社融和物价数据反映经济在修复, 但力度较为温和, 结构性的问题还有待进一步解决, 市场主体仍在“强预期、弱现实”的线索上反复观望和博弈。
- **社融开门红, 信贷强有力。**2023 年 1 月社融数据迎来开门红, 当月社融增量 59800 亿元, 高于 wind 预期的 56766 亿元, 触及近年来季节性高点。但由于去年同期社融的高基数, 社融存量同比增速延续了下行趋势, 1 月同比增速为 9.4%, 较前值下降 0.2 个百分点。从社融分项来看, 间接融资好于直接融资, 人民币信贷是同比多增主要支撑项, 债券融资包括企业债和政府债, 是同比主要拖累项。
- 1 月信贷口径下的新增人民币贷款 49000 亿元, 远超季节性均值水平, 同比多增 9200 亿元。结构上, 企业贷款强于居民贷款的特征延续, 并且两者差距进一步拉大。居民中长贷整体仍呈弱势, 并且与房地产销售数据的背离加大, 反映了居民在新的相对价格指导下重新进行大类资产配置。
- **内需回暖, CPI 回升。**2023 年 1 月份, CPI、食品 CPI、非食品 CPI 同比分别上涨 2.1%、6.2%、1.2%, 较前值分别增加 0.3、1.4 和 0.1 个百分点, 核心 CPI 同比 1.0%, 较前值上涨 0.3 个百分点。从季节性表现来看, 1 月 CPI 和非食品 CPI 弱于季节性均值, 食品 CPI 和核心 CPI 强于季节性均值。考虑春节因素的影响, 2023 年 1 月 CPI 环比虽然与季节性水平相当, 但低于 2017 年和 2020 年同期水平 (该年春节在 1 月)。核心 CPI 环比也与 CPI 类似, 虽然由于春节因素有所回升, 但是低于趋势线水平。1 月份 PPI 同比下降 0.8%, 较前值降低 0.1 个百分点, 环比下降 0.4, 较前值增加 0.1 个百分点。
- **后市展望。**市场主体仍在“强预期、弱现实”的线索上反复观望和博弈。政策整体延续宽松, 但并没出现明显超预期的动作及大幅落地的情形; 另外, 中美摩擦在一定程度上降低了市场的风险偏好。债市收益率中枢仍处在缓慢上行的轨道, 并随基本面变化而震荡。如果房地产修复和政策刺激未证实, 收益率在当前点位震荡; 如果房地产修复和政策刺激证实, 收益率中枢将上行 10BP 左右, 在新的平台上震荡。全球经济超预期的可能性仍值得关注。10 年美债收益率重新回到 3.75%, 比前期低点已经上行 50 个 BP, 市场对此认知不足, 未来关注度可能会提升。

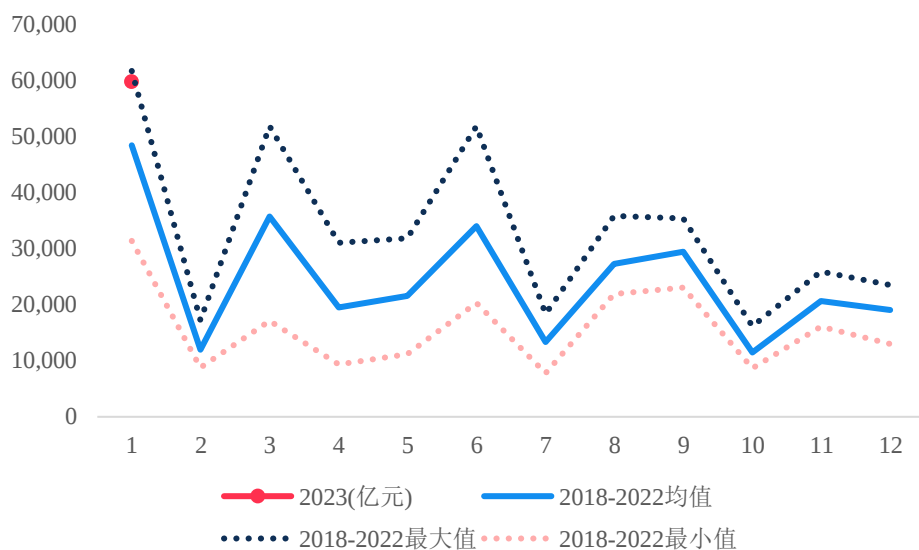
风险提示: 疫情发展超预期; 政策不及预期; 海外扰动超预期

1 月的社融和物价数据反映了同样的信息，经济在修复，但力度较为温和，结构性的问题还有待进一步解决，市场主体仍在“强预期、弱现实”的线索上反复观望和博弈。

1 社融开门红，信贷强有力

2023 年 1 月社融数据迎来开门红，当月社融增量 59800 亿元，高于 wind 预期的 56766 亿元，触及近年来季节性高点。

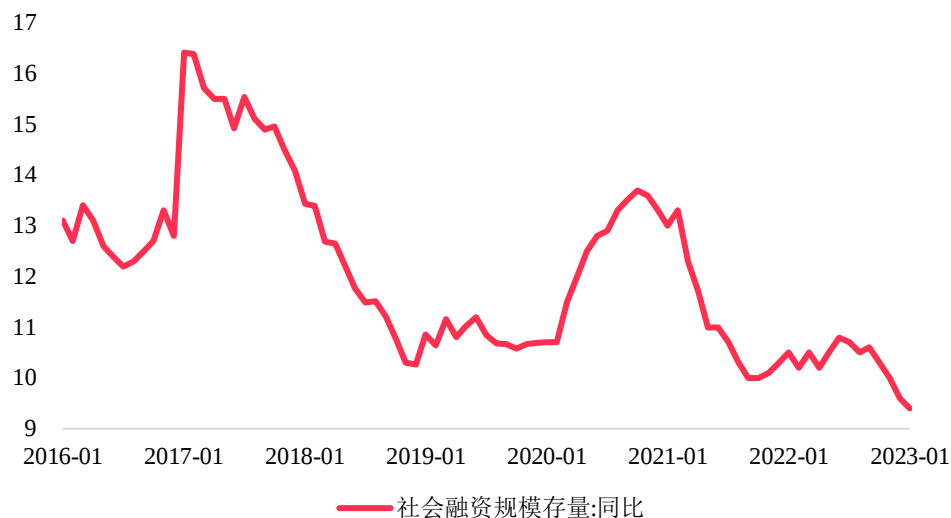
图 1：社会融资规模:当月值（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

但由于去年同期社融的高基数，社融存量同比增速延续了下行趋势，2023 年 1 月为 9.4%，较前值下降 0.2 个百分点。

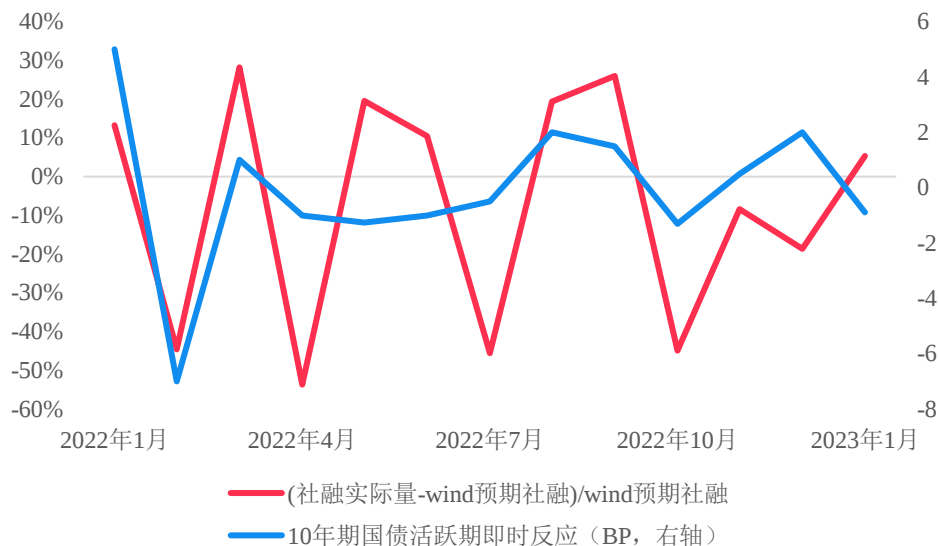
图 2：社融存量同比增速（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

数据发布，国债 10 年期活跃券 220025 收益率不升反降，收益率小幅下行不足 1 个 BP，演绎利空出尽。10 年期国债收益率的走势可能反映了市场对经济修复前景的观望心态，居民中长贷颓势不改加剧了市场的担忧。

图 3：国债 10 年活跃券即时反应



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

从社融分项来看，间接融资好于直接融资，人民币信贷是同比主要支撑项，债券融资包括企业债和政府债，是同比主要拖累项：

- (1) 社融口径人民币信贷 43900 亿元，同比多增 7312 亿元；
- (2) 非标融资 3485 亿元，同比少增 996 亿元，其中，新增信托贷款-62 亿元，同比少减 618 亿元，新增委托贷款 584 亿元，同比多增 156 亿元，新增未

贴现银行承兑汇票 2963 亿元，同比少增 1770 亿元。

(3) 企业股票融资 964 亿元，同比少增 475 亿元；

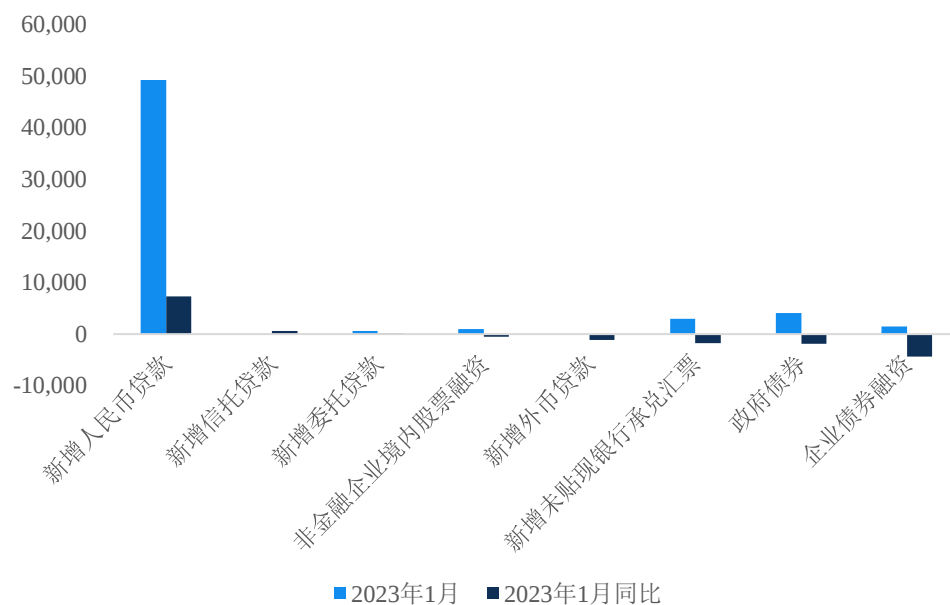
(4) 新增外币贷款-131 亿元，同比多减 1162 亿元；

(5) 政府债券融资 4140 亿元，同比少增 1886 亿元；

(6) 企业债券融资 1486 亿元，同比少增 4352 亿元；

人民币信贷同比多增 7312 亿元，债券融资同比少增 6238 亿元。

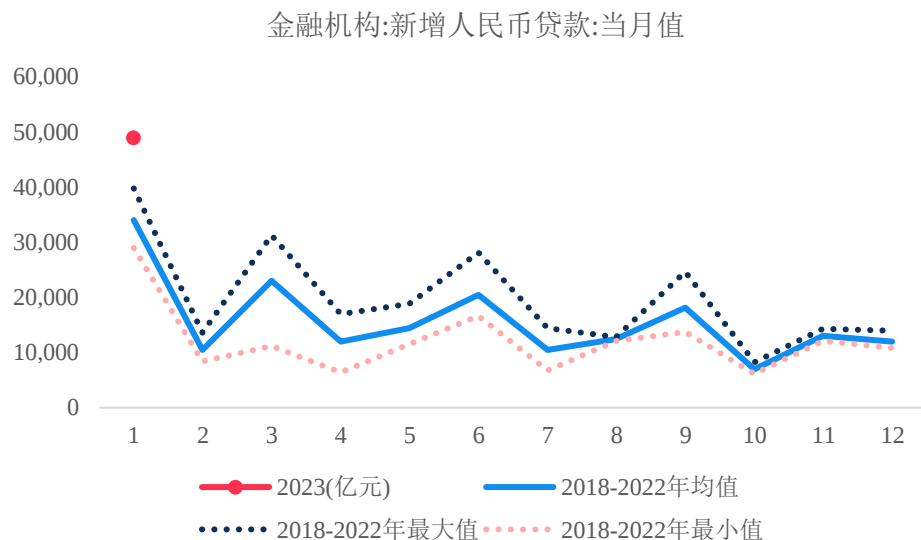
图 4：社融分项（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2023 年 1 月，信贷口径下的新增人民币贷款 49000 亿元，远超季节性均值水平，同比多增 9200 亿元，wind 一致预期为 40755 亿元。

图 5：新增人民币贷款（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

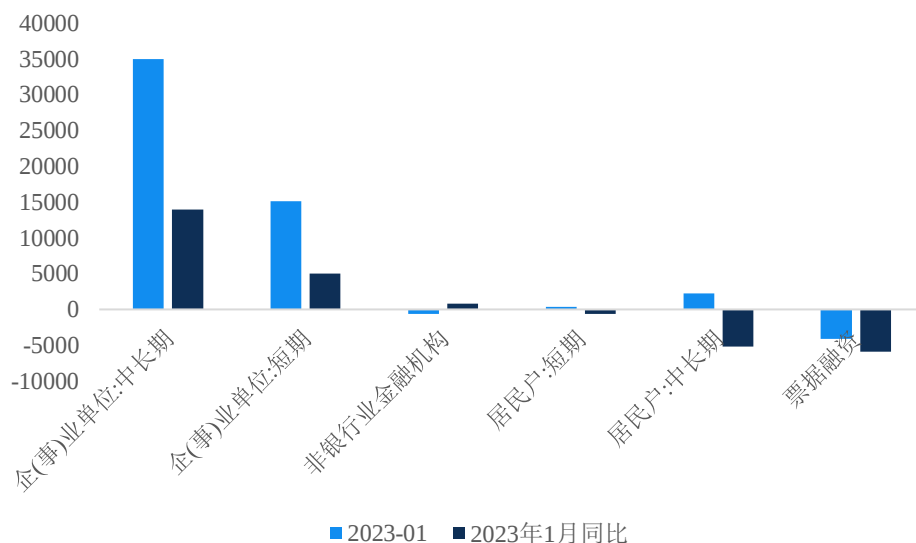
结构上，企业贷款强于居民贷款的特征延续，并且两者差距进一步拉大，具体来看 1 月新增人民币贷款的结构：

(1) 企（事）业单位贷款 46800 亿元，同比多增 13200 亿元。其中中长期贷款、短期贷款、企业票据融资分别为 35000 亿元、15100 亿元、-4127 亿元，同比分别多增 14000 亿元、多增 5000 亿元、少增 5915 亿元。

(2) 居民贷款 8430 亿元，同比少增 5858 亿元。其中中长期贷款、短期贷款分别为 2231 亿元和 341 亿元，同比分别少增 5193 亿元和少增 665 亿元。

(3) 非银金融机构贷款为-585 亿元，同比少减 832 亿元。

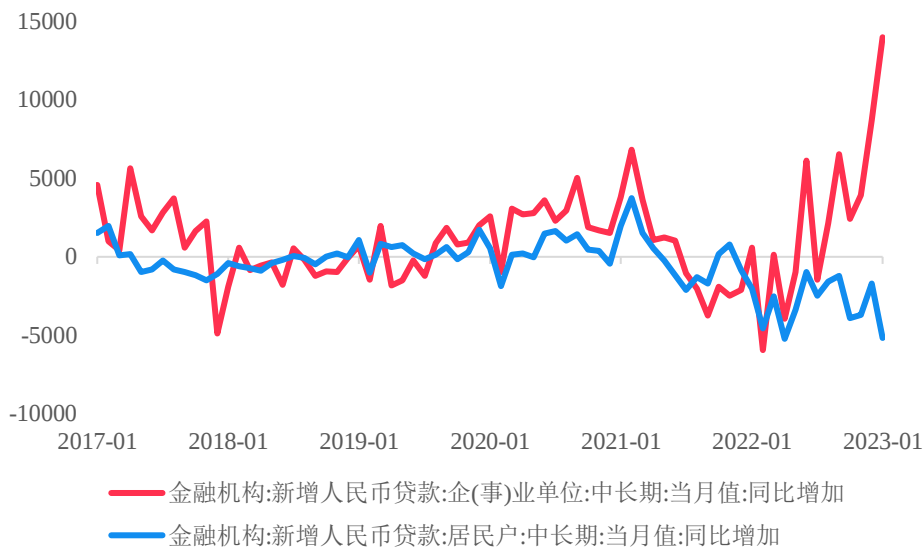
图 6：新增人民币贷款分项（亿元）



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

企业与居民的中长贷走势自 2022 年中以来出现较大背离, 到 2023 年 1 月两者之差达到新高。

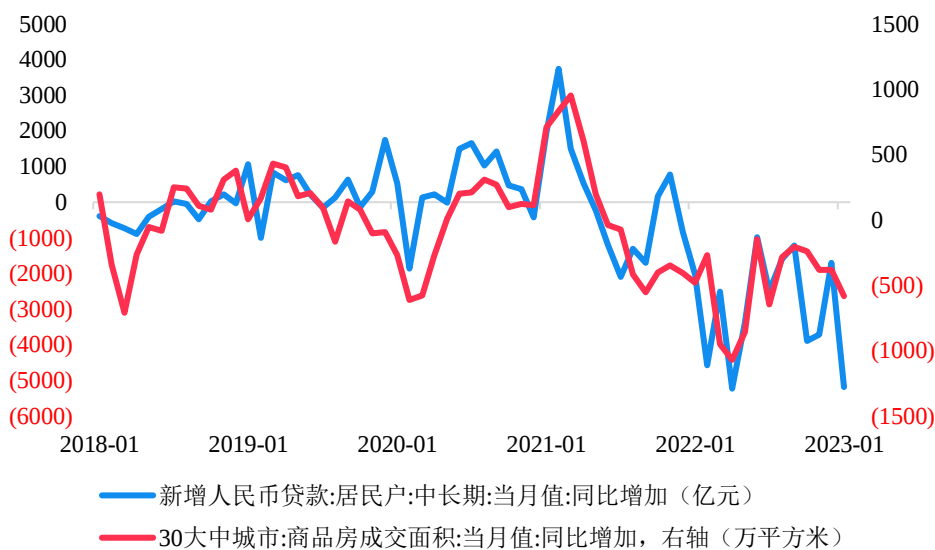
图 7: 金融机构:新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期:累计值(亿元)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

居民中长贷整体仍呈弱势, 并且与房地产销售数据的背离加大, 可能反映了居民在新的相对价格指导下重新进行大类资产配置。

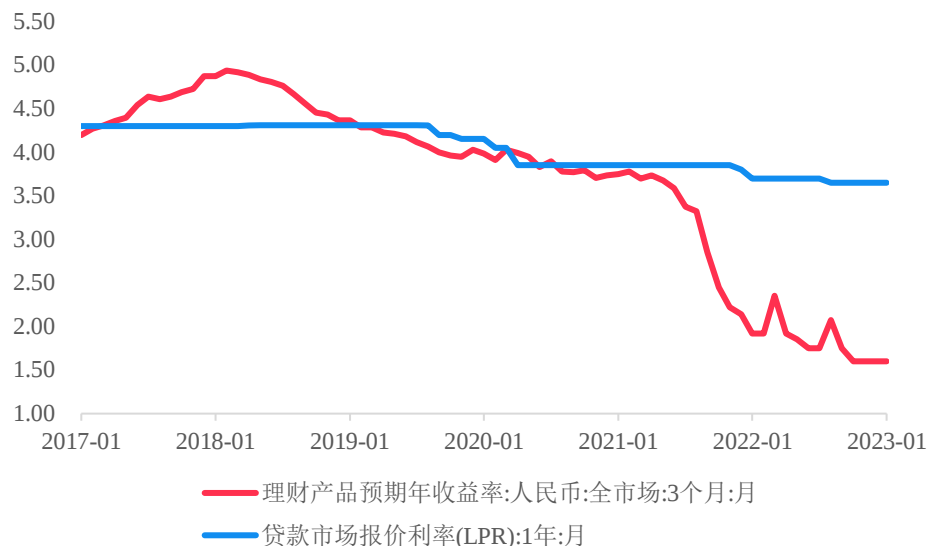
图 8: 居民中长贷同比与商品房销售同比



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

当前居民赎回理财提前还贷可能是一个提高投资收益的方式，可以看到，理财产品的预期收益率降至近年来的低点，与贷款利率差距较大。

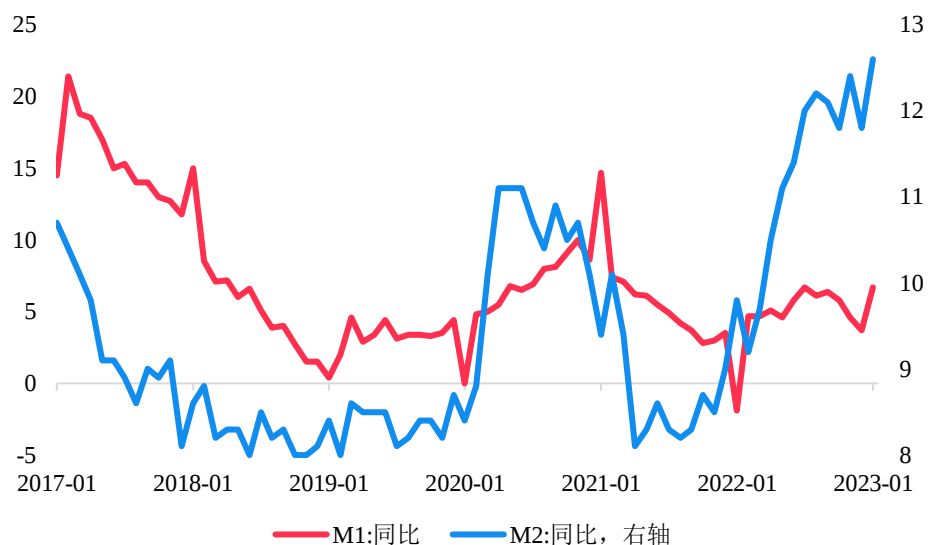
图 9：理财产品预期收益率走低（%）



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

1 月末，M2 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。M1 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。M2 与 M1 同比增速差为 5.9%，较前值下降 2.2 个百分点。M1 同比增速大幅提升的原因可能主要是去年同期基数低，2022 年 1 月 M1 同比增速仅为 -1.9%。

图 10：M1、M2 同比（%）

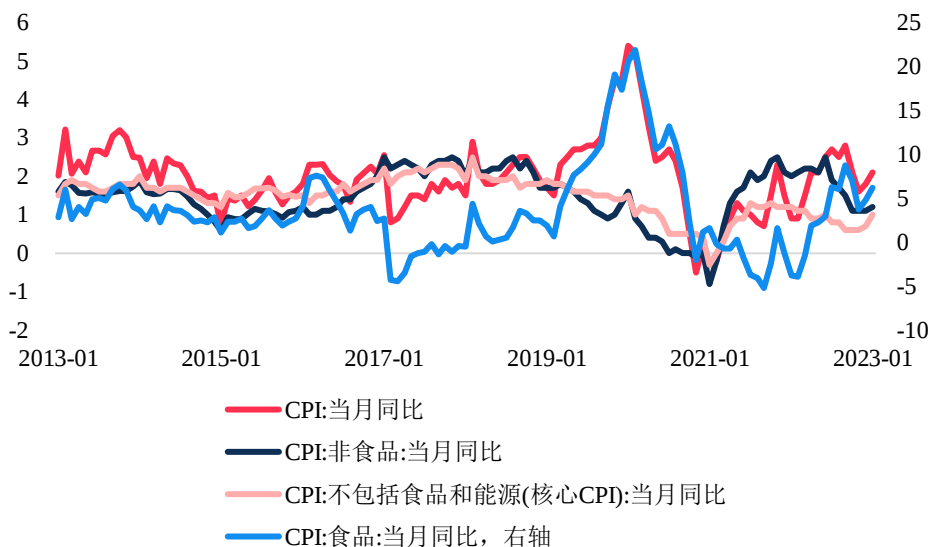


资料来源：Wind，首创证券研究发展部

2 内需回暖，价格回升

2023 年 1 月份，CPI、食品 CPI、非食品 CPI 同比分别上涨 2.1%、6.2%、1.2%，较前值分别上涨 0.3、1.4 和 0.1 个百分点，核心 CPI 同比 1.0%，较前值上涨 0.3 个百分点。

图 11：CPI 同比回升（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

1 月份，食品烟酒类价格同比上涨 4.7%，影响 CPI 上涨约 1.33 个百分点。其他七大类价格同比六涨一降。其中，其他用品及服务、教育文化娱乐、交通通信价格分别上涨 3.1%、2.4%和 2.0%，生活用品及服务、医疗保健、衣着价格分别上涨 1.6%、0.8%和 0.5%；居住价格下降 0.1%。

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_52247

