

货币政策与流动性观察

企业信贷支撑社融高增

核心观点

企业信贷支撑社融高增

1月我国新增社融5.98万亿，新增人民币贷款4.90万亿，社融和信贷均超预期增长。M2同比增长12.6%，同样显著高于预期。

1月新增社融继续下行，增速下降0.2pct至9.4%。从四大项的贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自于信贷，拖累主要来自企业直融、政府债券融资和非标。

1月信贷总量显著提升。企业部门与居民部门分化明显，企业中长贷是信贷同比增量的最大支撑，而居民中长贷持续成为主要拖累。一方面，1月企业贷款同比多增1.32万亿，其中中长贷同比多增1.40万亿，创单月新高。另一方面，1月新增居民贷款同比少增5858亿，已连续15个月同比负增，其中中长贷同比大幅少增5193亿。

新增非标融资转正，但同比增量为负。非标当月融资增加3485亿，但在高基数下同比少增996亿。未贴现承兑汇票是非标少增的主要拖累项，而信托+委托贷款同比多增774亿，表明非标压降力度持续缓和，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

企业直融是本月社融的最大拖累。当月企业直接融资增加2450亿，同比少增4827亿，其中企业债券同比少增4352亿。

基数效应使政府债券融资再度拖累社融。新增政府债环比增加1331亿至4140亿元，在去年“财政前置”的基数效应下同比仍少增1886亿。

货币方面，M2-M1剪刀差大幅收窄，社融-M2剪刀差再度负扩张。M2同比增速较上月回升0.8pct至12.6%，M1同比增速大幅增加3.0pct至6.7%。

前瞻地看，我们对于今年一季度宽信用较为乐观。一方面，未来信贷的聚焦点将逐渐从“量”向“质”转换，银行将适度调整信贷投放节奏，逐渐聚焦投放质量，远超预期和季节性的信贷增长较难持续。另一方面，随着理财赎回潮告一段落，信用债发行将逐步修复，发行规模显著提升的提前批专项债也将对政府融资提供支撑。

流动性观察

海外方面，鲍威尔表示强劲的经济数据可能使本轮加息的终端利率超预期。

国内利率方面，上周（2月6日-2月12日）短端利率全面上行；1年期存单发行利率分化，其中国有行、股份行、城商行的变化幅度分别为上行8bp、上行4bp和下行2bp。

国内流动性方面，上周央行超额续作，净投放9520亿元。

债券发行方面，上周政府债净融资1770.4亿元；同业存单净融资2275.1亿元；企业债券净融资717.3亿元。

风险提示：防疫措施出现反复，中国出现疫后通胀，经济复苏不及预期。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

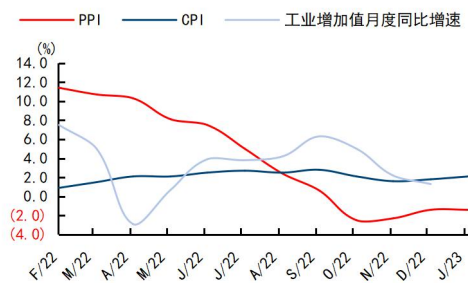
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-9.90
M2	12.60

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《货币政策与流动性观察-节后流动性小幅走宽》——2023-02-07

《宏观经济宏观周报-春节假期结束后首周，国内经济复苏力度强劲》——2023-02-07

《海外宏观经济周报-美联储认可通胀进入下行趋势，美国就业市场非常强劲》——2023-02-06

《宏观经济宏观周报-春节前后国内疫情未明显反弹，经济持续向上修复可期》——2023-01-30

《宏观经济宏观周报-春节临近，国内生产活跃度下降》——2023-01-18

内容目录

周观点：企业信贷支撑社融高增	5
社融：信贷成为唯一支撑	5
货币：社融-M2 增速剪刀差再度负扩张	8
小结：信贷如期“开门红”	8
一周回顾：流动性小幅收窄	9
流动性观察	11
外部环境：美联储将继续加息	11
国内利率：短端利率上行	12
国内流动性：央行呵护市场流动性	14
债券融资：同业存单净融资回落	16
汇率：人民币美元同时边际走强	17

图表目录

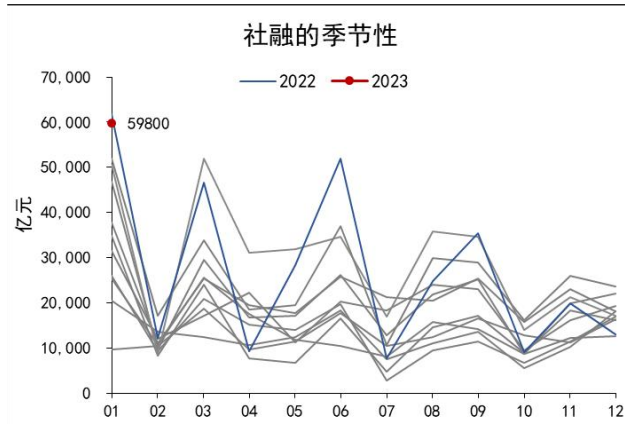
图 1: 1 月新增社融位于历史次高位	5
图 2: 1 月新增信贷位于历史最高值	5
图 3: 1 月社融的主要拖累项是直接融资、政府债券和非标	5
图 4: 1 月企业信贷与居民信贷分化明显	6
图 5: 1 月新增贷款主要投向企业部门	6
图 6: 1 月企业中长贷占比较高	6
图 7: 1 月新增居民中长贷占比小幅下降	7
图 8: 1 月楼市销售再度回落	7
图 9: 我国实体经济仍以间接融资为主	7
图 10: 2023 年以来水泥发运率走势强于季节性	7
图 11: 1 月 M2-M1 剪刀差收敛	8
图 12: 社融-M2 剪刀差达到历史极值	8
图 13: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）	9
图 14: 价格指数	9
图 15: 数量指数	9
图 16: 美联储关键短端利率	11
图 17: 欧央行关键短端利率	11
图 18: 日央行关键短端利率	11
图 19: 主要央行资产负债表相对变化	11
图 20: 央行关键利率	12
图 21: LPR 利率	12
图 22: 短端市场利率与政策锚	13
图 23: 中期利率与政策锚	13
图 24: 短端流动性分层观察	13
图 25: 中长端流动性分层观察	13
图 26: SHIBOR 报价利率	13
图 27: 中美利差	13
图 28: “三档两优”准备金体系	14
图 29: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	14
图 30: 7 天逆回购到期与投放	14
图 31: 14 天逆回购到期与投放	14
图 32: MLF 投放跟踪	15
图 33: MLF 投放季节性	15
图 34: 银行间回购成交量	15
图 35: 上交所回购成交量	15
图 36: 银行间回购余额	15
图 37: 交易所回购余额	15

图 38: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	16
图 39: 政府债券与同业存单净融资	16
图 40: 企业债券净融资与结构	16
图 41: 主要货币指数走势	17
图 42: 人民币汇率	17

周观点：企业信贷支撑社融高增

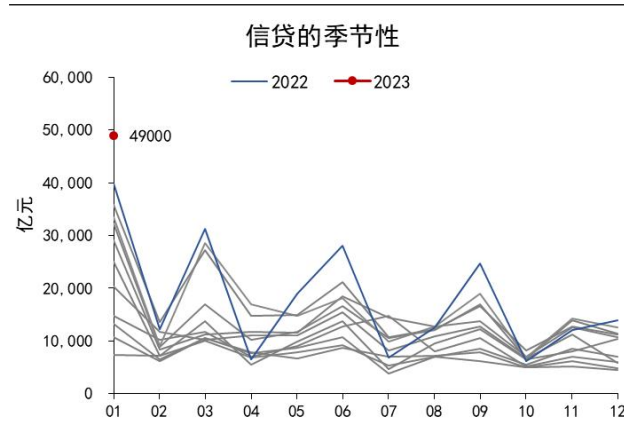
1月我国新增社融5.98万亿（预期5.68万亿），新增人民币贷款4.90万亿（预期4.08万亿）。社融和信贷均超预期，新增社融位于历史次高位，而新增信贷大幅突破历史最高值。M2同比增长12.6%，同样显著高于预期（11.5%）。

图1：1月新增社融位于历史次高位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：1月新增信贷位于历史最高值

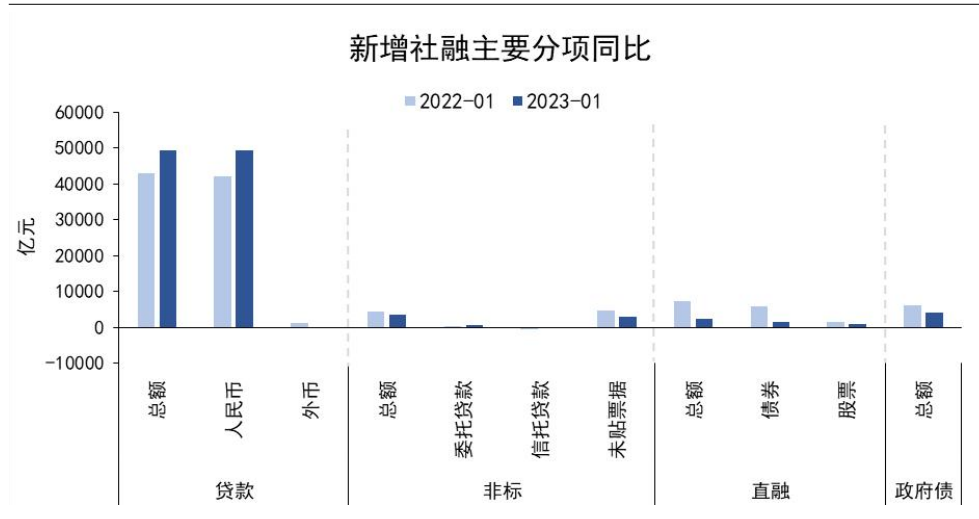


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

社融：信贷成为唯一支撑

1月新增社融继续下行，增速下降0.2pct至9.4%。新增社融同比少增1959亿，环比多增4.67万亿。从四大项的贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自于信贷（贡献313.9%），拖累主要来自企业直融（贡献-246.4%）、政府债券融资（-96.3%）和非标（-50.8%）¹。

图3：1月社融的主要拖累项是直接融资、政府债券和非标



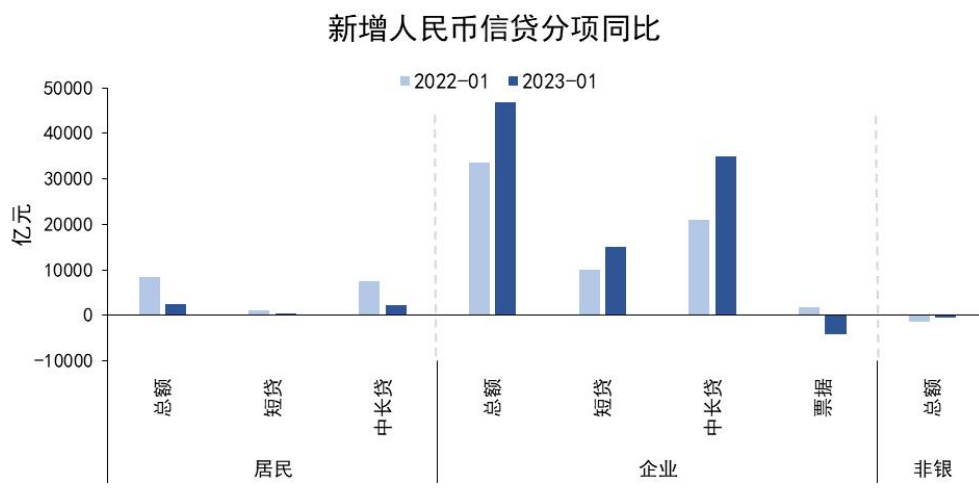
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人民币贷款

¹ ABS和贷款核销两项尚未公布，预计合计贡献20.4%。

1月信贷总量结构均有改善。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款同比多增9200亿。企业部门与居民部门分化明显，企业中长贷是信贷同比增量的最大支撑，而居民中长贷持续成为主要拖累。

图4：1月企业信贷与居民信贷分化明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

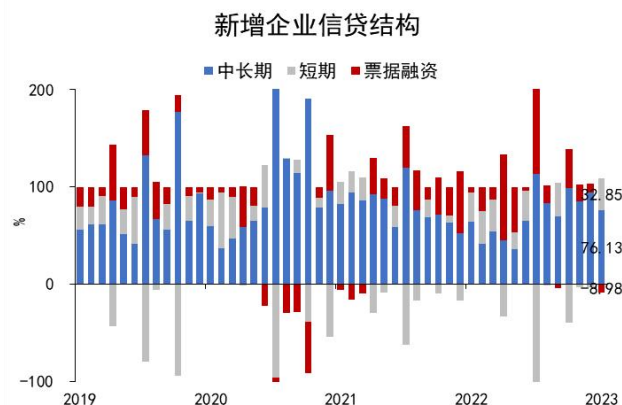
一方面，政策助力下，企业信贷总量强劲、结构向好。1月非金融企业贷款新增4.68万亿，同比多增1.32万亿。其中中长贷新增3.50万亿，占76.1%，同比多增1.40万亿，再度突破有记录以来最大单月增长。本月企业中长贷的表现与政策支持不无关系，1月10日召开的信贷座谈会要求强调信贷投放“适度靠前发力”，交通物流专项再贷款等结构性货币政策工具持续发力，政策性开发性金融工具配套资金逐步落位。短期信用方面，企业短贷大幅回升，当月增加1.51万亿，同比多增5000亿；票据融资减少4127亿，同比多减5915亿。1月票据贴现利率显著反弹，短期融资需求从票据融资转向短期贷款。

图5：1月新增贷款主要投向企业部门



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

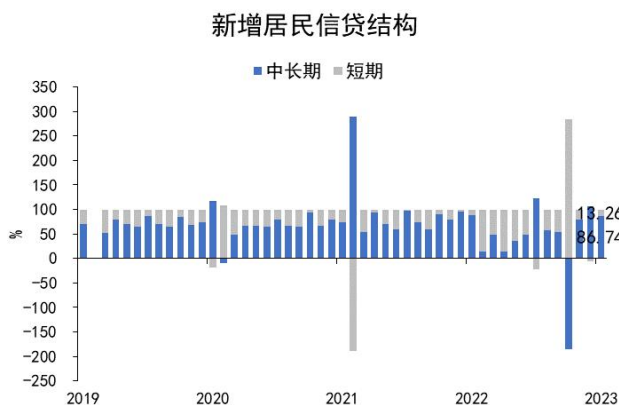
图6：1月企业中长贷占比较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

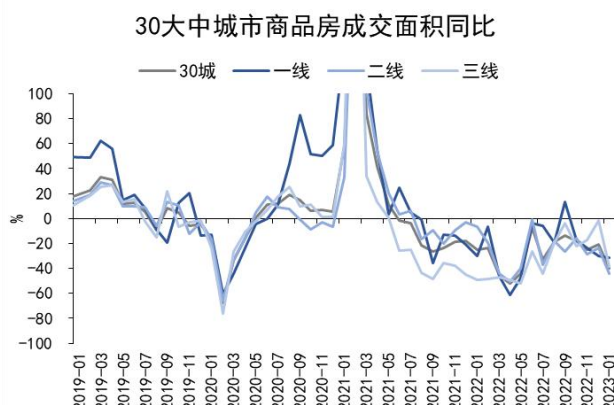
另一方面，居民部门未见起色。1月新增居民贷款由上月的1753亿增加为2572亿，同比少增5858亿，已连续15个月同比负增。结构上，居民短贷增加341亿，同比少增665亿，指向春节前后居民贷款消费意愿较低。中长贷增加2231亿，同比大幅少增5193亿，仍然受地产销售拖累。

图7：1月新增居民中长贷占比小幅下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：1月楼市销售再度回落

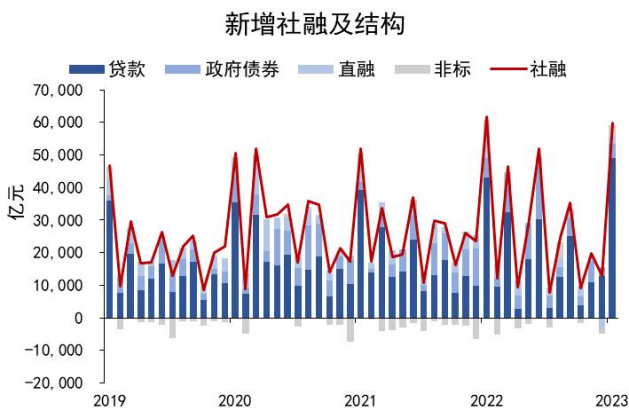


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

非标、直接融资与政府债券

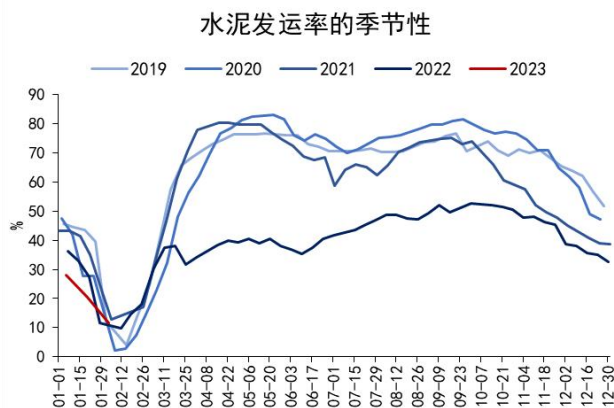
新增非标融资转正，但同比增量为负。非标当月融资增加 3485 亿，但在高基数下同比少增 996 亿。其中，未贴现银行承兑汇票增加 2963 亿，同比少增 1770 亿；信托贷款减少 62 亿，同比多增 618 亿；委托贷款增加 584 亿，同比多增 156 亿。票据利率显著上行，未贴现承兑汇票是非标少增的主要拖累项。而信托+委托贷款同比多增 774 亿，表明非标压降力度持续缓和，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

图9：我国实体经济仍以间接融资为主



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：2023年以来水泥发运率走势强于季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

企业直融是本月社融的最大拖累。当月企业直接融资增加 2450 亿，同比少增 4827 亿。其中企业债券增加 1486 亿，同比少增 4352 亿，贡献了直融同比变动的 90.2%。影响主要来自两个方面：一是 1 月理财赎回潮尚未完全消退，信用债发行难度依然偏高；二是信用债利率总体仍处高位，成本更低的信贷部分挤出了债权融资。企业股权融资新增 964 亿，同比少增 475 亿。

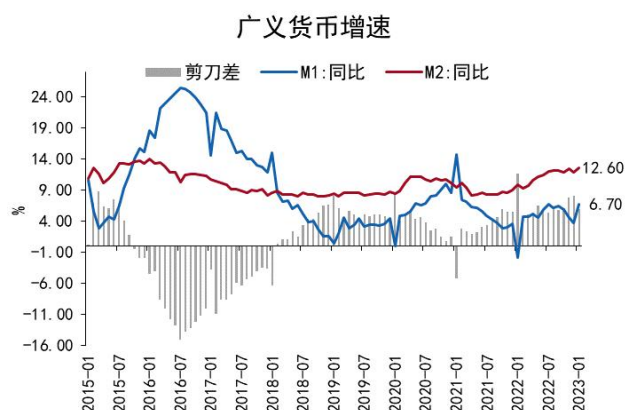
基数效应使政府债券融资再度拖累社融。1 月新增政府债环比增加 1331 亿至 4140 亿元，即使开年多地已陆续发放专项债，在去年“财政前置”的基数效应下同比仍少增 1886 亿。

货币：社融-M2 增速剪刀差再度负扩张

1 月 M2 同比增速较上月回升 0.8pct 至 12.6%。各主体存款额均同比增加，非银存款构成存款的最大支撑项，同比多增 1.19 亿。春节前存款从企业部门向居民部门转移，居民存款增加 6.20 万亿，同比多增 7900 亿，反映居民消费意愿尚待修复；企业存款减少 7155 亿，同比仍多增 6845 亿。当月财政存款增加 6828 亿，同比多增 979 亿。

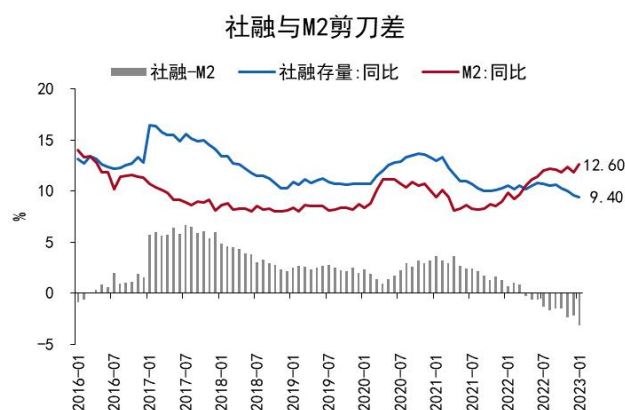
M1 同比增速大幅增加 3.0pct 至 6.7%，主要原因是春节错期，当月取现需求远大于去年同期。M2-M1 增速剪刀差相应减少 2.2pct 至 5.9%，社融-M2 增速剪刀差逆向扩大 1.0pct 至-3.2%。

图11：1 月 M2-M1 剪刀差收敛



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：社融-M2 剪刀差达到历史极值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

小结：信贷如期“开门红”

1 月信贷“开门红”有效提升了市场信心。信贷总量显著提升，企业信贷结构持续改善，信贷拉动社融实现超预期增长。

同时，我们也需要冷静对待 1 月金融数据。一是超预期的社融主要来自信贷的支撑，社融的其他科目并未明显改善，社融-M2 剪刀差创历史新低。二是居民信贷依然疲弱，短贷与中长贷均未见起色。

前瞻地看，我们对于今年一季度宽信用较为乐观。一方面，未来信贷的聚焦点将

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_52248

