

信贷开门红，结构仍存忧

——1月金融数据点评

相关研究：

1. 《社融信贷大幅改善，预期正好转》 2022.07.12
2. 《社融大幅超预期，信贷结构改善明显》 2022.10.12
3. 《M2-M1剪刀差有望收窄》 2023.01.12

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

1月新增社会融资规模 5.98 万亿，前值 1.31 万亿；新增人民币贷款 4.90 万亿，前值 1.40 万亿；M2 同比增速为 12.6%，前值 11.8%。

□ 社融边际改善，但同比少增

本月社融新增规模主要由人民币贷款支撑。社融口径下新增人民币贷款高达 4.93 万亿元，占整体新增社融规模比重达到 82.4%。新增人民币贷款，新增信托贷款，新增委托贷款同比分别多增 7312 亿元，618 亿元和 156 亿元。而企业融资、政府债券、新增未贴现银行承兑汇票以及新增外币贷款分别少增 4352 亿元、1886 亿元、1770 亿元以及 1162 亿元。由此可见，虽然新增社融规模总量并不低，但内部结构分化显著，新增人民币贷款在独挑大梁。另一值得关注的是，作为去年下半年以来社融重要支撑项的债券融资在 2023 年的首月便迎来迅速下滑，尤其是政府债券融资，我们理解这可能与信贷对政府债券的替代效应，以及当前股债跷跷板效应使债券市场遇冷，企业融资环境边际恶化有关。

□ 信贷开门红，但结构分化显著

1月金融机构新增人民币贷款为 4.9 万亿元，同比去年多增 9200 亿元，实现信贷开门红。但是细探结构，可以发现企业部门和居民部门的融资需求仍然呈现较为明显的分化，企业贡献度约为 95%，而居民贡献度仅为 5%。

伴随防疫政策的全面优化，疫情对企业的负面影响正在减弱，同时，伴随消费的复苏和稳经济政策的支持，企业正在经历主动去库的阶段，企业对未来的预期正在好转，因此，用于扩产以及更新设备的中长期融资需求较强。1月居民户短期和中长期贷款规模同比少增 665 亿元和 5193 亿元，反映了居民的整体融资意愿仍然比较低迷。居民融资意愿的提升需要建立在收入改善的预期之上。而当前的现实是企业复苏的根基仍然不够坚实稳定，特别是民营企业的生存环境仍然没有脱离危机。31 个大城市城镇调查失业率在去年末收于 6.1%，显著高于疫情前 5.0%左右的中枢水平。但好的一面是社会整体的预期正在逐步改善，并已经反映在企业端，相信在稳经济、稳就业、稳物价的政策定力之下，叠加市场机制的日趋完善，以及防疫全面放开后我国与外部交流合作更加紧密，居民的收入和信心也将有所好转。我们预计下半年居民户的信贷需求将迎来较大幅度的提升。

□ M1、M2 同比齐上扬

1月 M1 同比增速录得 6.7%，较上月上升 3 个百分点，M2 同比增

速录得 12.6%，较上月上升 0.8 个百分点。我们认为 M1 同比的上升反映了企业的资金活化，这也呼应了企业短期融资规模的增加。而 M2 同比上行背后的推力或来自储存存款的增加，1 月居民户新增人民币存款高达 6.2 万亿元，同比多增近 8000 亿元，再次刷新新高。

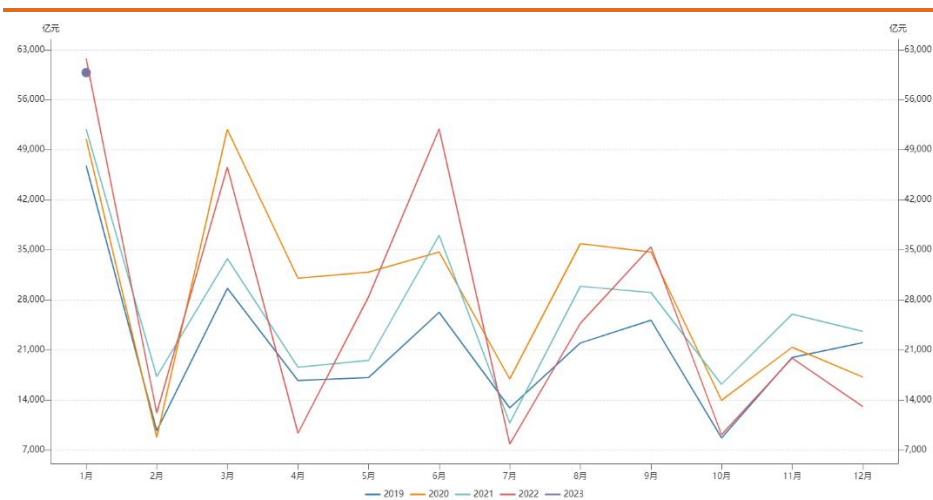
□ **风险提示**

经济修复不及预期；政策力度不及预期。

1 社融边际改善，但同比少增

1月新增社会融资规模录得5.98万亿，高于Wind一致预期的5.68万亿，较前值1.31万亿的规模大幅上涨了4.67万亿。剔除季节性因素，虽然同比去年同期水平少增1959亿，但也是近五年来同期第二高位。

图1 社融规模月度同期比较（亿元）



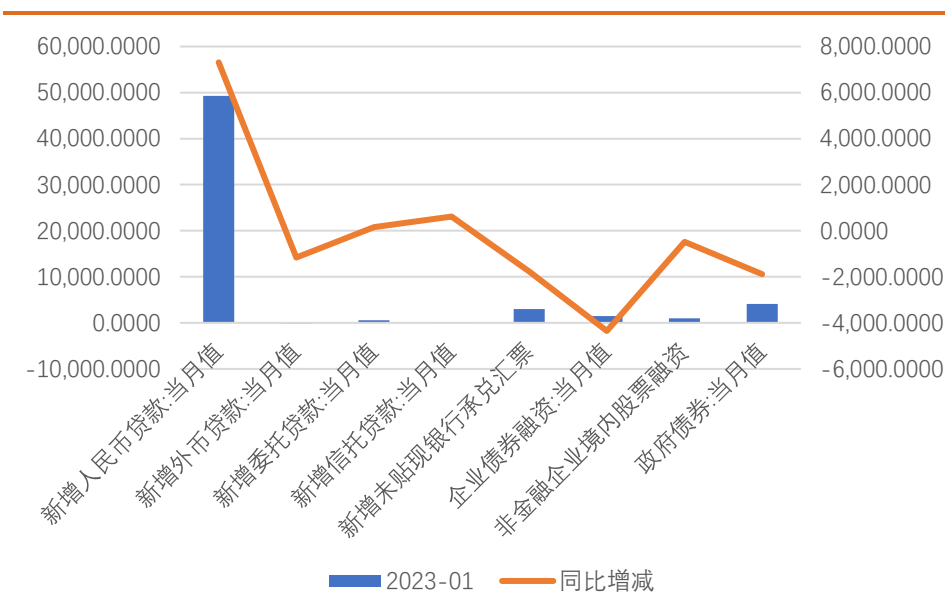
资料来源：湘财证券研究所、Wind

本月社融新增规模主要由人民币贷款支撑。社融口径下新增人民币贷款高达4.93万亿元，占整体新增社融规模比重达到82.4%。历史观测，通常新增社融规模占社融总规模约60%~65%，去年同期这一占比为68.0%。

具体到社融分项，同比角度有增有减，其中新增人民币贷款，新增信托贷款，新增委托贷款同比分别多增7312亿元，618亿元和156亿元。而企业融资、政府债券、新增未贴现银行承兑汇票以及新增外币贷款分别少增4352亿元、1886亿元、1770亿元以及1162亿元。由此可见，虽然新增社融规模总量并不低，但内部结构分化显著，新增人民币贷款在独挑大梁。

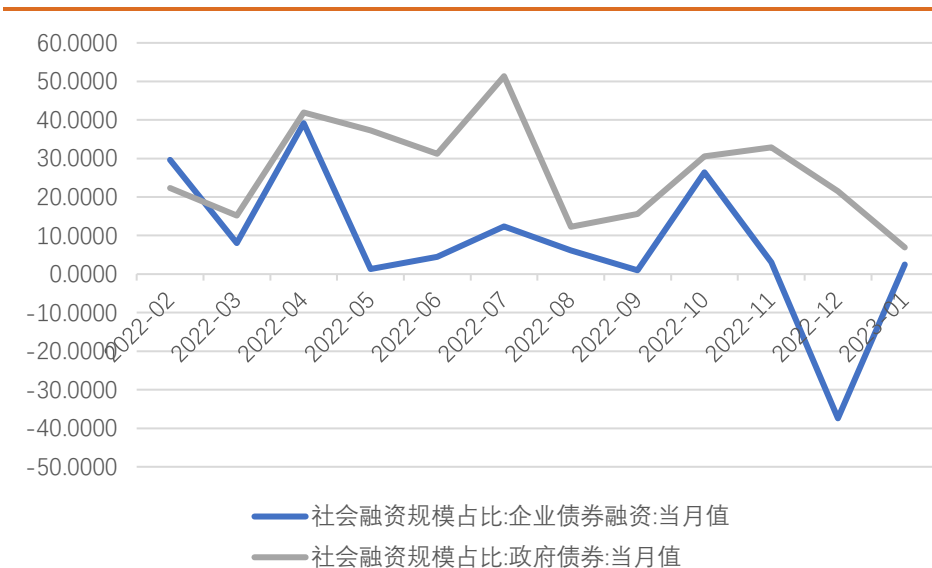
另一值得关注的是，作为去年下半年以来社融重要支撑项的债券融资（政府债券和企业债券）在2023年的首月便迎来迅速下滑，尤其是政府债券融资，去年政府债券社融占比普遍都能维持在两位数，去年1月占比为9.76%，前值为21.51%，而在今年1月这一占比已经滑落至6.92%。同时，企业债券融资占比也从去年1月的9.45%降至今年1月的2.48%。我们理解这可能与信贷对政府债券的替代效应，以及当前股债跷跷板效应使债券市场遇冷，企业融资环境边际恶化有关。

图 2 社融分项新增规模及同比（亿元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 3 企业债券和政府债券融资规模走势（亿元）



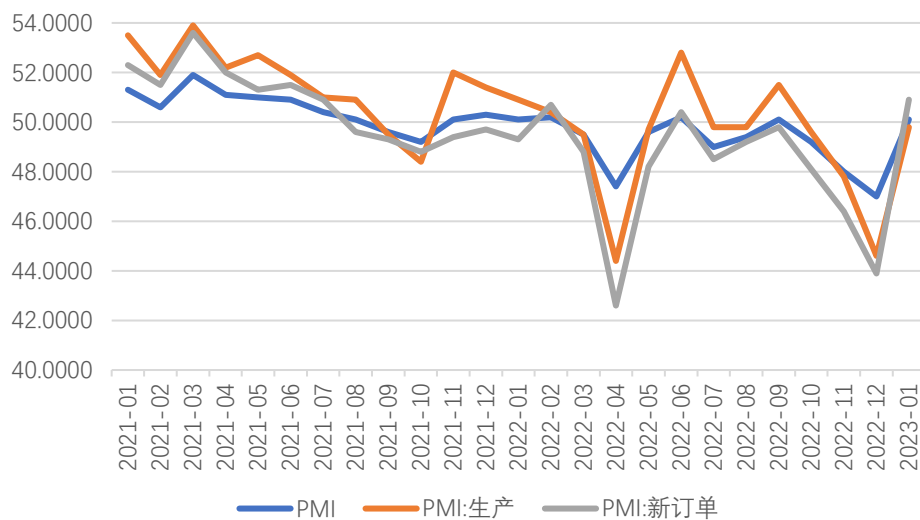
资料来源：湘财证券研究所、Wind

2 信贷开门红，但结构分化显著

1 月金融机构新增人民币贷款为 4.9 万亿元，同比去年多增 9200 亿元，实现信贷开门红。但是细探结构，可以发现企业部门和居民部门的融资需求仍然呈现较为明显的分化。在本月新增的信贷需求中，企业部门的信贷规模为 4.68 万亿元，居民部门信贷规模为 0.26 万亿元，企业贡献度约为 95%，而居民贡献度仅为 5%。

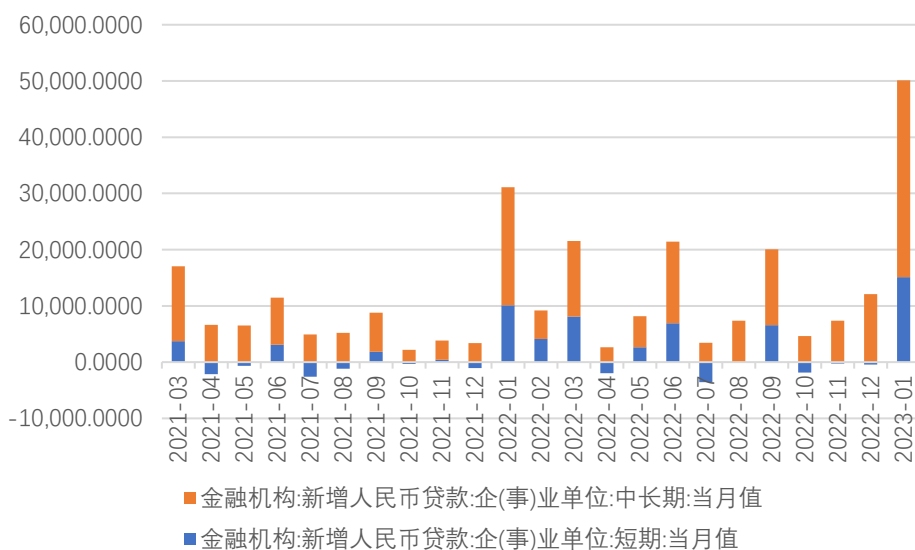
具体来看，本月企业部门短期信贷规模为 1.51 万亿元，中长期贷款规模为 3.50 万亿元。伴随防疫政策的全面优化，疫情对企业的负面影响正在减弱，同时，伴随消费的复苏和稳经济政策的支持，企业正在经历主动去库的阶段，企业对未来的预期正在好转，因此，用于扩产以及更新设备的中长期融资需求较强。1 月制造业 PMI 指数报收 50.1，较上月 47.0 的水平上涨 3.1 个百分点，也是自 2022 年四季度以来首次突破荣枯线。其中 PMI 生产项录得 49.8，环比上涨 5.2 个百分点，PMI 新订单项录得 50.9，环比上涨 7 个百分点。呈现出“供需齐升”的特征。

图 4 PMI 及分项走势 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 5 企事业单位新增人民币贷款（亿元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

再来看居民部门信贷结构。1月居民户整体新增信贷规模录得2572亿元，同比少增5858亿元。其中短期和中长期贷款规模分别为341亿元和2231亿元，同比少增665亿元和5193亿元。反映了居民的整体融资意愿仍然比较低迷。虽然政府在去年末的中央经济工作会议上，将扩内需，促销费放在了经济工作首位，但消费的复苏，居民融资意愿的提升需要建立在收入改善的预期之上。而当前的现实是企业复苏的根基仍然不够坚实稳定，特别是民营企业的生存环境仍然没有脱离危机。31个大城市城镇调查失业率在去年末收于6.1%，显著高于疫情前5.0%左右的中枢水平。但好的一面是社会整体的预期正在逐步改善，并已经反映在企业端，相信在稳经济、稳就业、稳物价的政策定力之下，叠加市场机制的日趋完善，以及防疫全面放开后我国与外部交流合作更加紧密，居民的收入和信心也将有所好转。我们预计下半年居民户

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_52299

