

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理  
联系电话: +86 13682411569  
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 重申——信用大扩张是今年的一条宏观主线

2023年3月11日

去年底以来,我们发布多篇报告提示信用大扩张的逻辑,包括在2023年宏观经济和信贷社融展望报告中,提出社融需要多增五万亿,为经济回升提供强力支持。以及近期的《从货政报告看信用大扩张》、《政府工作报告中隐含的七点预期差》等。如今,我们重申信用大扩张或是今年的一条宏观主线,经济复苏具有较强持续性。

- **新增信贷再超预期,企业和居民端双双向好。**在1-2月经济数据发布前的真空期内,市场对国内需求修复存在分歧。2月信贷数据总量和结构双双向好,有助于引导市场预期向乐观方向修正。企业中长贷得益于贴息工具支持,存量增速升至17%,连续第8个月回升。企业短期信贷结构优化,短贷多增、票据融资多减,银行填充信贷规模的意愿明显减弱。居民中长贷结束了2021年12月以来的同比收缩局面,我们推测有两方面原因,一是居民生产活动常态化背景下,经营贷需求回升;二是随着宏观环境和房价预期逐步改善,居民房贷需求L型企稳。居民短期贷款大幅同比多增,指向居民消费倾向有所释放。
- **社融增速反弹,信用结构进一步优化。**去年的信贷社融具有鲜明的“年初、季末冲高,季初回落”特征,今年1月新增社融创历史第二高增幅,2月同比大幅多增1.9万亿元,存量增速反弹至9.9%,信用扩张的延续性好于去年。分项上看,社融结构在进一步优化。体现在人民币贷款开始取代政府债融资成为拉动社融增长的头号主力,尤其是企业部门加杠杆意愿明显增强,信用扩张对于“政府之手”的依赖减弱。
- **企业资金活跃度出现实质性回暖。**将M1增速中企业活期存款贡献的部分拆分出来,剔除春节错位的影响后,构建得到企业资金活跃度指数。2月指数录得4%,较前月大幅上升3.7个百分点。近期发布的2月PMI、BCI指标均显示企业生产经营活动预期好转,进一步验证了企业资金活跃度出现实质性回暖。M2增速升至12.9%,分项上居民、企业存款多增,非银存款降幅较大。
- **信用大扩张或是今年的一条宏观主线。**在贴息政策支持和经济内生动能修复的格局下,信贷有望持续扩张。我们判断企业中长贷增速仍有1-2个百分点的上升空间,是引领信用进一步扩张的关键抓手。信用大扩张有利于提振股市信心。历史经验显示,企业中长贷增速回升期,价值股和成长股都有不错表现,价值股的持续性可能更好。建议关注政策支持力度较大,与消费、设备更新改造、数字经济等领域相关的投资机会。
- **风险因素:**国内政策推出不及预期,美欧经济衰退等。

## 目录

一、新增信贷再超预期，企业和居民端双双向好 .....	3
二、社融增速反弹，信用结构进一步优化 .....	4
三、企业资金活跃度出现实质性回暖 .....	6
四、信用大扩张或是今年的一条宏观主线 .....	8
风险因素 .....	8

## 图目录

图 1: 2 月新增人民币贷款再超预期，企业和居民端双双向好 .....	3
图 2: 2019-2023 年 30 大中城市商品房成交面积（剔除春节错位影响） .....	4
图 3: 一二线城市房价止跌，1 月环比上涨 .....	4
图 4: 2 月新增社融继续扩张，同比大幅多增 1.9 万亿元 .....	5
图 5: 2 月社融存量同比增速反弹至 9.9% .....	5
图 6: M1 增速可拆分为 M0 贡献和企业活期存款贡献 .....	6
图 7: 2 月企业资金活跃度指数大幅反弹 .....	6
图 8: 2 月多项指标显示企业生产经营活动预期持续好转 .....	7
图 9: 2 月居民、企业存款多增，非银存款降幅较大 .....	7
图 10: 2 月资金面基本维持“紧平衡” .....	8
图 11: 信用扩张期间，股市通常有不错表现 .....	8

## 事件：

2023年3月10日，央行公布2023年2月金融数据：新增人民币贷款1.81万亿元，预期1.44万亿元，前值4.9万亿元。新增社会融资规模3.16万亿元，前值5.98万亿元。M2同比增长12.9%，预期12.3%，前值12.6%。

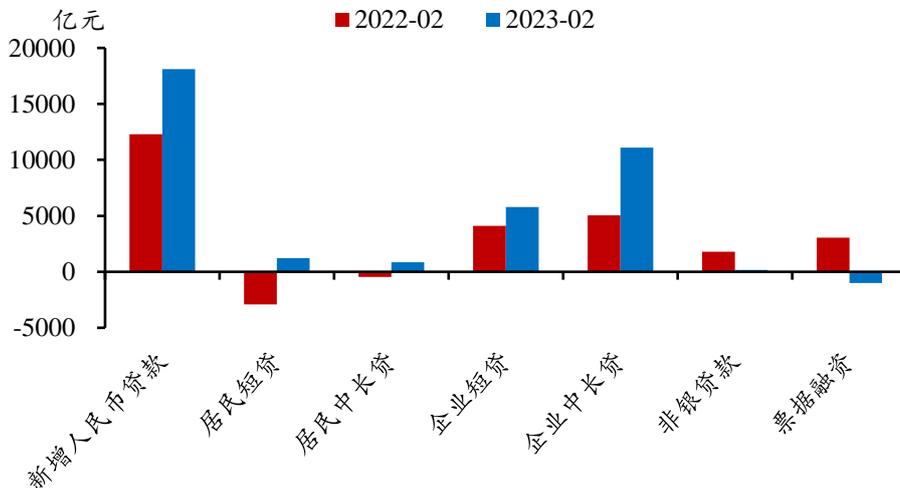
## 一、新增信贷再超预期，企业和居民端双双向好

**2月新增人民币贷款再超预期。**2月新增人民币贷款1.81万亿元，高出市场预期的1.44万亿元（WIND口径），较去年同期多增5800亿元。结构上看，企业和居民端信贷需求双双向好，尤其是新增居民贷款初步企稳，同比多增5450亿元。新增企业贷款延续扩张态势，同比多增3700亿元。在各项宏观数据进一步发布前的真空期内，市场仍对国内需求修复存在分歧。2月信贷数据表现强劲，有助于引导市场预期向乐观方向修正。**我们重申信用大扩张或是今年的一条宏观主线，经济复苏具有较强持续性。**

**贴息政策工具支持下，企业中长期贷款增速进一步抬升。**此前，财政部部长刘昆在全国财政工作会议上要求，优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具，适度扩大财政支出规模。其中，贴息是宏观政策发力的重要工具。从作用上看，贴息政策相当于对相关领域定向降息，贴息力度远大于降息力度，恰好体现了货币政策“精准有力”的要求。在去年设备更新改造再贷款政策的带动下，全国多地推出了接续政策。以北京市为例，去年12月北京市发改委等11部门制定了《关于推动“五子”联动对部分领域设备购置与更新改造贷款贴息的实施方案（试行）》，对符合要求的项目给予2.5个百分点的贴息，政策期限为2023年1月1日至11月30日。在贴息政策的支持下，2月企业中长贷增速升至17%，连续第8个月回升。

**企业短期信贷结构优化。**在企业去库存阶段，短期融资需求相对收敛，体现在2月新增企业短贷和票据融资合计同比少增2367亿元。从结构上看，企业短贷同比多增1675亿元，主要是票据融资同比多减4041亿元造成较大拖累。反映出当前实体融资需求旺盛，银行通过做多票据来填充信贷规模的意愿明显减弱，与去年同期形成鲜明对比（2022年2月新增人民币贷款同比少增，票据融资为最大贡献项）。

图 1：2月新增人民币贷款再超预期，企业和居民端双双向好



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

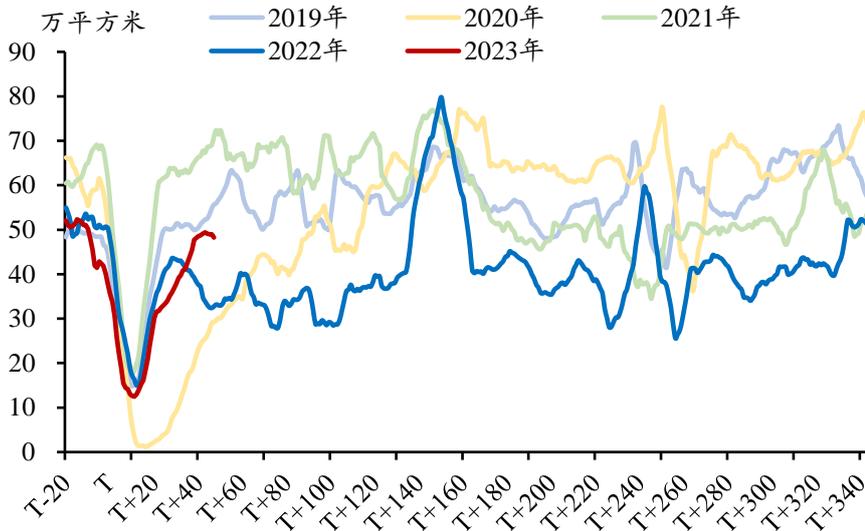
**居民中长期贷款结束了自2021年12月以来的同比收缩局面。**2月新增居民中长贷863亿元，同比多增1322亿元。按照央行统计口径，居民中长贷可进一步分为经营贷款和消费贷款（房贷）。基于此，我们推测居民中长贷需求修复主要有两方面原因：

一是在疫情防控优化的背景下，居民生产经营活动趋于常态化，经营类贷款需求回升。去年5月份以来，居民中长期经营贷持续有超季节性表现（详见报告《需要多增五万亿——2023年信贷社融推演》）。

二是随着宏观环境和房价预期逐步改善，居民房贷需求或低位企稳。从今年1月份的形势来看，“提前还贷潮”或仍对存量居民房贷造成收缩压力。但从近期的房地产市场表现来看，已出现L型企稳迹象：1) 销售面积止跌、同比由负转正（图2）；2) 一二线城市房价止跌，1月环比上涨（图3）。这些迹象均指向新增居民房贷或初步企稳。

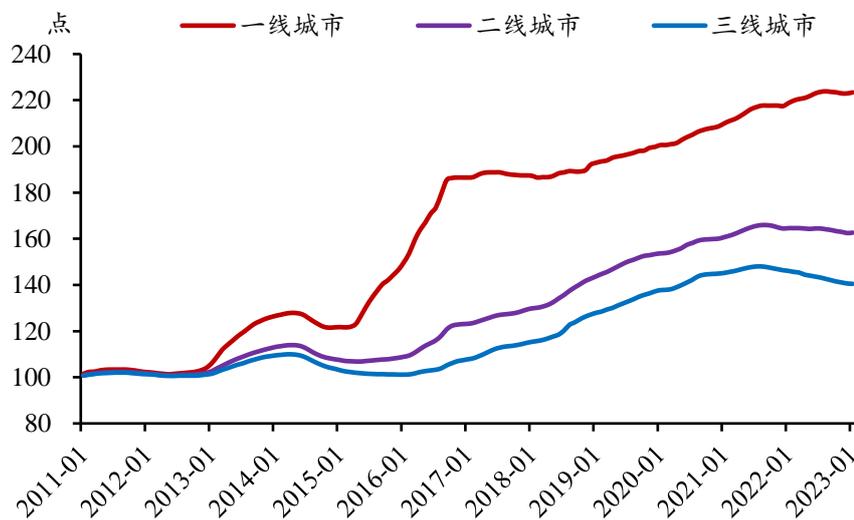
**居民短期贷款大幅同比多增。**2月新增居民短贷1218亿元，同比大幅多增4129亿元，或与居民消费倾向有所释放相关。去年2月份国内疫情反复、多地提倡就地过年，居民消费受到明显抑制，造成短期贷款承压，从而基数较低。今年春节以来居民出行、旅游和服务性消费表现好于去年同期，居民短期贷款需求相应回暖。

**图 2：2019-2023 年 30 大中城市商品房成交面积（剔除春节错位影响）**



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 3：一二线城市房价止跌，1月环比上涨**



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、社融增速反弹，信用结构进一步优化

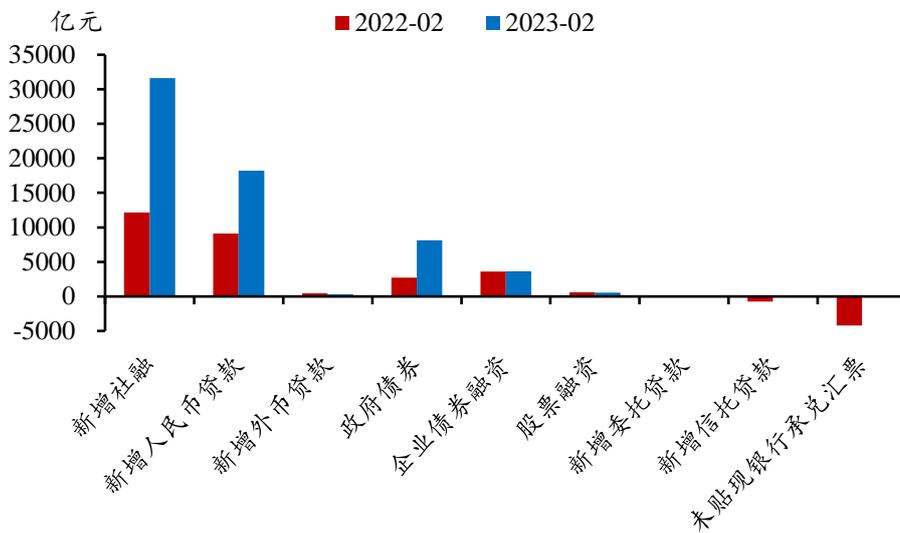
**社融存量增速反弹至 9.9%，信用扩张的延续性好于去年。**去年的信贷社融具有鲜明的“年初和季末冲高，季初回落”特征，信用扩张的延续性不强。今年1月新增社融创历史第二高增幅，2月延续良好表现，当月新增3.16万亿元，同比大幅多增1.9万亿元。社融存量同比增速相应升至9.9%，较上月反弹0.5个百分点。反映出经济内生动能修复，融资需求更趋稳定。

分项上看，社融结构在进一步优化。去年社融增速最高曾录得 10.8%，这在一定程度上得益于政府债融资发力，尤其是去年上半年政府债错位发行，明显拉升了社融增速。今年以来，人民币贷款开始取代政府债融资成为拉动社融增长的头号主力，尤其是企业部门加杠杆意愿明显增强，信用扩张对于“政府之手”的依赖减弱。2月社融口径下人民币贷款（剔除非银贷款）贡献显著，当月新增 1.82 万亿元，同比大幅多增 9116 亿元。

今年政府债融资的拉动力或有所退坡。2月新增政府债融资 8138 亿元，同比多增 5416 亿元。根据 WIND 的债券发行统计，主要是国债净融资额同比多增 2832 亿，其次是地方政府再融资债同比多增 1210 亿，新增专项债、一般债和置换债等同比变化不大。考虑到去年政府债发行规模较高（动用了 5000 亿专项债结存限额），今年政府债到期压力较大，我们判断今年政府债融资额或较去年同比少增，对社融的拉动作用或趋于退坡。

其他分项上，2月外币贷款由上月的减少转为增加，同比小幅少增 170 亿元。直接融资变化不大，企业债和股票融资合计同比多增 20 亿元。表外融资三项合计同比少减 4972 亿元，主要是未贴现银行承兑汇票同比大幅少减 4158 亿元，实体融资需求复苏背景下，银行不再急于将表外银票转至表内。

图 4：2月新增社融继续扩张，同比大幅多增 1.9 万亿元



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：2月社融存量同比增速反弹至 9.9%



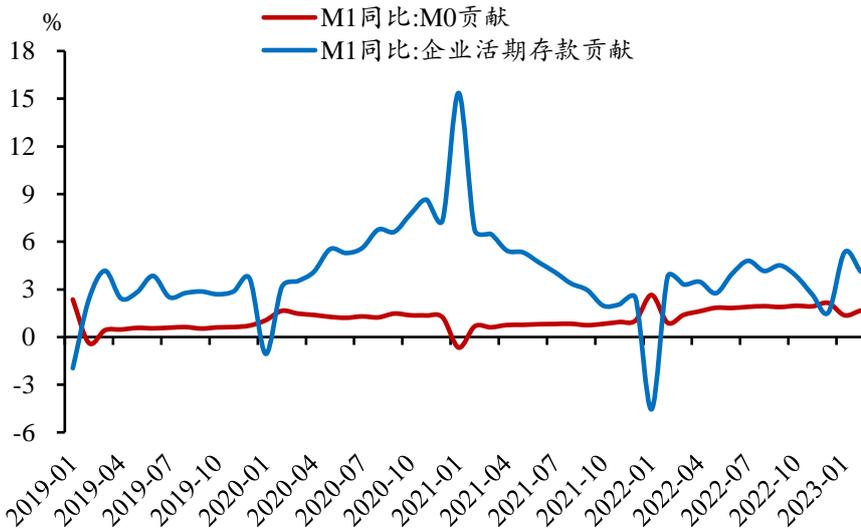
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、企业资金活跃度出现实质性回暖

**M1 增速所隐含的企业资金活跃度出现实质性回暖。**M1 增速可拆分为两个部分，一部分为 M0 贡献，代表居民取现需求。另一部分为企业活期存款贡献，用于衡量企业资金活跃度。2 月 M1 增速录得 5.8%，其中 M0 贡献 1.7 个百分点，企业活期存款贡献 4.1 个百分点。考虑到春节错位因素的影响，历史上两项指标在每年 1 月或 2 月均会出现大幅波动。我们将企业活期存款贡献求两年平均增速，以剔除基数影响，用于衡量企业资金活跃度。可见，企业资金活跃度具有明显的周期特征（图 7），今年 2 月该项指标录得 4%，较前月大幅上升 3.7 个百分点。

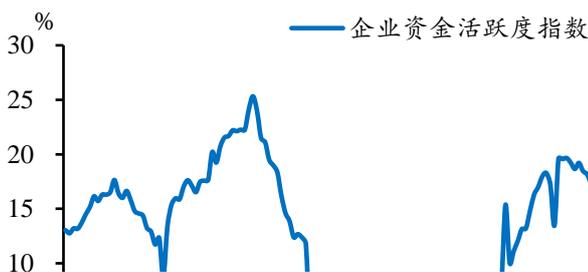
**近期多项指标显示企业生产经营活动预期好转，与企业资金活跃度指数相互印证。**2 月 PMI 生产经营活动预期录得 57.5%，景气度进一步扩张。2 月中国企业经营状况指数 (BCI) 录得 57.6%，来到荣枯线上方，较前月上升 7.9 个百分点。

图 6：M1 增速可拆分为 M0 贡献和企业活期存款贡献



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：2 月企业资金活跃度指数大幅反弹



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\\_53110](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53110)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>