



靳毅：社融回暖还有哪些阻碍？



文/意见领袖专栏作家 靳毅



核心观点

1 月份信贷和社融数据同比“一增一减”。企业贷款方面，防疫政策调整优化后企业部门信心好转，以及基建开工潮的持续推动，有助于改善企业贷款需求。此外不排除利率倒挂背景下，企业经营贷置换购房贷款的可能性。居民贷款方面，由于地产销售仍然疲软，居民中长期贷款同比净减幅度较大。不过，随着经济环境的持续改善，我们认为居民短期消费类、经营类贷款后续或有回升的空间。票据融资方面，受 1 月份资金面边际收紧、以及总体信贷向好的影响，票据融资明显缩量。

非信贷社融项目则多数表现不及去年同期水平。企业债券方面，企业债券融资规模下降，主要受到地方政府隐性债务严监管与出口预期下降的双重影响；政府债券方面，春节因素导致发行有所错位，此外 2023 年政府债务扩容主要依靠国债而非地方债，而国债传统的发行高峰在下半年，上半年融资规模可能有限。未贴现银行承兑汇票方面，《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》开始实施，票据最长期限由 1 年压缩至 6 个月，我们认为可能会对企业票据需求产生短期影响。

我们认为 2023 年社融总体呈现“弱复苏”态势，中性预期下全年增速 9.8%左右。社融大幅回暖主要面临以下四个阻碍：(1)房地产业进入“新阶段”，居民资产负债表长期“去杠杆”导致地产相关贷款难以大幅回暖；(2) 2023 年整体流动性较 2022 年边际收紧，影响票据融资；(3) 去库周期中，企业短贷需求减弱；(4) 监管因素使得企业债务融资需求偏弱，表外融资通道持续压降。在 1 月份社融中，除短贷受“票据新规”及“信贷开门红”的支撑新增超出我们预期外，其他制约社融回暖的因素均有所兑现。

更进一步地，考虑到 2013 年以来在经济基本面缺乏内需强刺激的情况之下，只有“内外需共振”才能推动社融大幅复苏，因此 2023 年社融弱复苏的可能性较高。

风险提示：疫情波动风险、社融超预期、中国央行货币政策超预期、信贷投放超预期、资金面波动超预期、历史数据无法预测未来走势，相关

资料仅供参考。

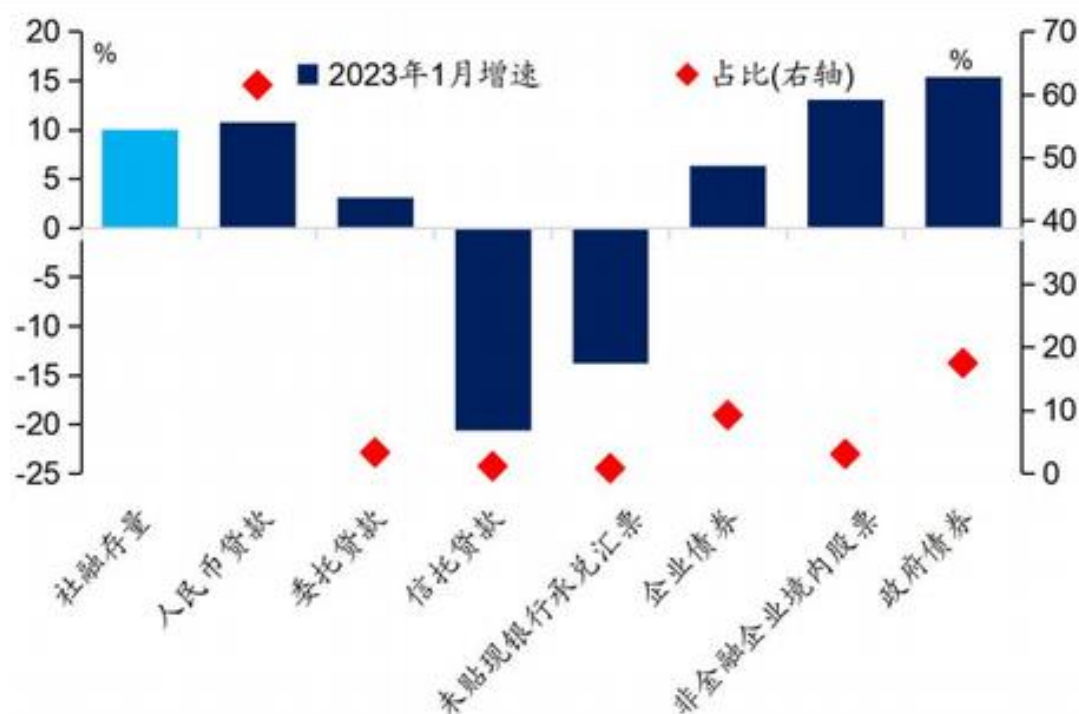
// 报告正文 //

2月10日，人民银行公布1月社融数据，两个关键数据相比去年同期“一减一增”。其中，社融占比最大的人民币贷款项目1月新增49300亿元，相比去年同期多增7255亿元，表现亮眼。但是社融总体仅新增59800亿元，相比去年同期反而净减2046亿元。信贷和社融数据同比“一增一减”，反映出当前融资结构存在哪些特征？

社融数据公布后，2月10日尾盘债市基准利率反而下行，反映出本次社融数据并没能回应前期债市投资者对于经济复苏的“强预期”，但基本符合我们在1月2日报告《2023年社融展望》中对于今年社融“弱复苏”的判断。

那么，后续社融回暖还将面临哪些阻碍？对此我们做出如下分析。

图 1：2023 年 1 月社融及其分项同比增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

1、信贷、社融

数据为何“一增一减”？

1.1

人民币贷款

首先来看信贷数据。

本次信贷数据表现亮眼，主要是受到了企业部门信贷的推动。2023 年 1 月份，企业短期贷款当月新增 15100 亿元，同比多增 5000 亿元；企业中长期贷款当月新增 35000 亿元，同比多增 14000 亿元。居民贷款表

现较差，居民短期贷款当月新增 341 亿元，同比净减 665 亿元；居民中长期贷款当月新增 2231 亿元，同比净减 5193 亿元。票据融资大幅缩量，1 月份净减 4127 亿元，同比减少 5915 亿元。

图 2：人民币信贷各分项同比走势

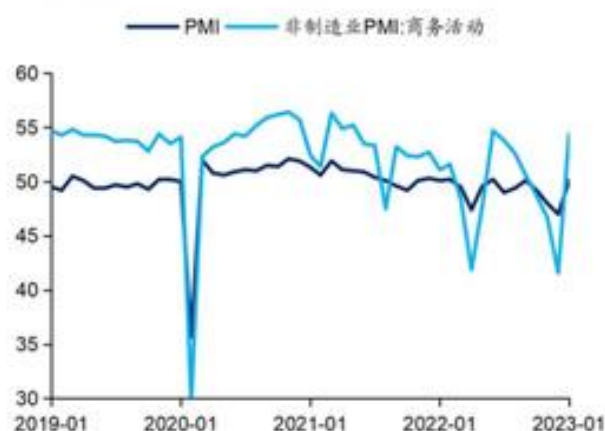


资料来源：Wind、国海证券研究所

企业短期、中长期贷款同比多增，我们认为主要是受到了防疫政策调整优化后企业部门信心改善，以及基建开工潮的持续推动。2023 年 1 月，制造业 PMI 数据回升至 50.1，非制造业 PMI 回升至 54.4，均回到景气线以上，反映出防疫政策调整优化后居民消费改善对内需及企业景气度的提振。在此情况下，企业信贷需求大概率好转。我们在《2023 年社融展望》中也曾表示，企业部门信贷与基建投资最为相关。2022 年延续至今的基建

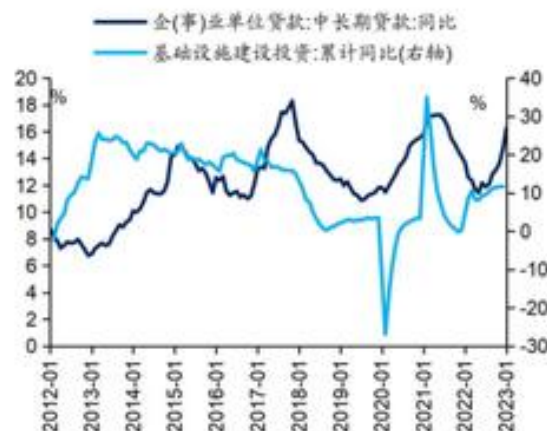
投资热潮，将在 2023 年继续支撑企业部门信贷数据。此外，不排除在居民按揭贷、企业经营贷利率倒挂的背景下，居民使用企业贷款置换购房按揭贷款的情况。

图 3：2023 年 1 月 PMI 明显改善



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：企业中长期贷款与基建投资更相关



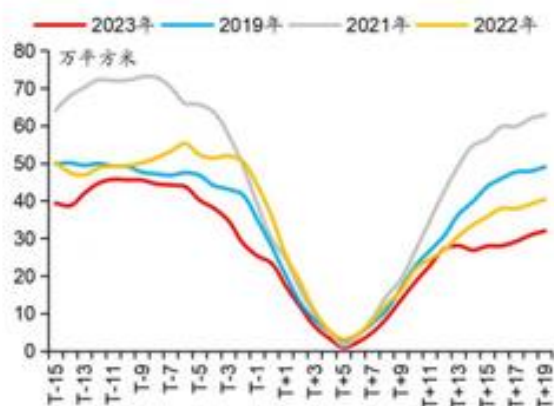
资料来源：Wind、国海证券研究所

但是我们也提示，基建投资推动的企业贷款回暖容易出现波动。回顾 2022 年初，尽管彼时基建投资增速明显好转，但 2022 年 2、3 月份企业中长期贷款增速反而下行。反观当下，在商业银行努力促成 2023 年“信贷开门红”的背景下，不能排除一季度部分贷款需求已经提前透支。

居民贷款方面，由于地产销售仍然疲软，居民中长期贷款同比净减幅度较大。由于 2023 年春节相对靠前、春节假期地产销售通常清淡，因此从同比的角度，“春节因素”对居民房贷投放形成拖累。不过即使剔除“春节因素”，从高频数据上来看，春节后地产销售依然弱于往年同期水平，或将继续对居民信贷形成制约。不过，随着销售环境的持续改善，我们认为居民短期消费类、经营类贷款后续或有回升的空间。

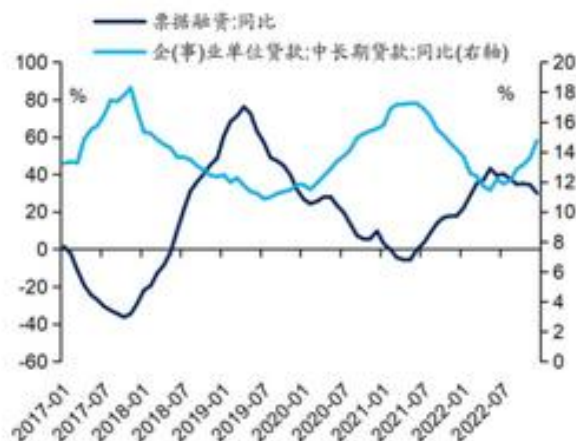
票据融资方面,受1月份资金面边际收紧、以及总体信贷向好的影响,票据融资明显缩量。当信贷投放水平总体向好时,商业银行通过票据冲量完成贷款投放考核的需求降低,这也是为何通过观察月末票据利率,就可以侧面跟踪当月信贷投放情况。2023年1月信贷投放好于历史同期,因此商业银行票据冲量的需求较低。与此同时,受节前居民取现以及缴税因素的影响,节前资金面相对收敛,也对票据融资形成制约。展望未来,在经济逐步复苏、资金利率逐步回归中性的背景下,我们认为票据融资继续回落是大概率事件。

图 5: 30 大中城市商品房成交面积数据显示,春节后楼市销售仍未有回暖(农历春节为 T 日)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 6: 常规信贷投放较好时, 商业银行“票据冲量”需求下降



资料来源: Wind、国海证券研究所

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_52229

