



2023 年 1 月金融数据点评

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

黎伟

从业资格证号: F0300172

投资咨询证书号: Z0011568

相关研究报告:

股指衍生品: 稳增长政策渐

明朗 期待基本面拐点

股指衍生品: 市场风格切换

短期成长占优

【专题报告】国联期货股指
分红观察(一): 分红对股
指基差的影响

【专题报告】国联期货 12
月金融数据专题: 喜忧参半
未来可期

“稳增长” VS “弱现实” 博弈未歇

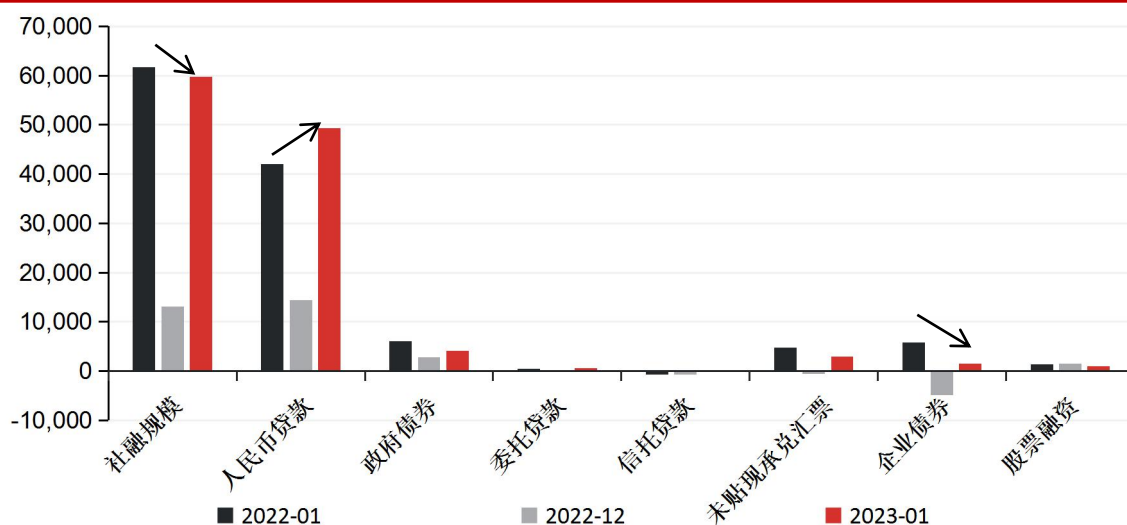
- 1 月社融新增 5.95 万亿元, 同比少增 1959 亿元。其中企业债券融资分项仍为主要拖累项; 人民币贷款同比多增足以抵消企业债券及未贴现承兑汇票的同比少增额, 说明市场融资渠道逐渐向贷款集中。
- 1 月新增人民币贷款突破单月最高纪录, “早投放、早受益”, 信贷“开门红”节奏明显前置。信贷结构上, 企业部门的信贷需求仍强于居民部门。
- 1 月消费复苏更多的体现在旅游、餐饮、文娱等小额支出部分, 整体居民信贷支出仍较弱, 按揭贷款提前还贷较多, 地产等大额消费支出意愿提振并不明显。
- 1 月新增人民币存款创 2001 年以来新高, 市场“超额储蓄”现象仍存。M2-M1 剪刀差值较上月缩窄 2.2%, 显示流动性在银行的淤积情况有所改善。
- **总结与展望:** 1 月信贷投放超预期, 体现较强的“稳增长”力度。一方面, 在稳增长政策带动下, 基建、制造业等领域发力带动企业信贷持续增长; 另一方面, 监管层强调“保持信贷总量有效增长”, 信贷投放“适度靠前发力”。在稳增长政策环境下, 相关领域投资及支持力度不减, 相应配套融资逐步落地, 企业中长期贷款上半年仍将维持高增长态势, 信贷投放保持较为积极态势。政府债券融资连续 6 个月同比少增, 但在上半年将提前批专项债资金用完的要求下, 一季度将形成专项债发行高峰, 预计政府债券融资将对社融增长起到支撑作用。但现阶段我们仍处于需求复苏的初期, 居民经济预期偏弱仍在一定时期内表现为“弱需求”。1 月居民信贷同比少增, 居民在消费端及地产端的支出意愿提振并不明显。居民仍更多的倾向于储蓄, 1 月新增居民存款创新高, 市场“超额储蓄”现象仍存。全年信贷的不确定性在居民端, 预计随着经济复苏加速及房地产市场回暖, 居民信心得以修复, 居民信贷需求或将会在下半年出现明显恢复。

一、受企业和政府债券融资拖累，社融未超预期

1 月社融新增 5.95 万亿元，同比少增 1959 亿元，社融余额增速较前值降 0.2 个百分点至 9.4%。

结构中，同比少增分别来自企业债券（-4352 亿元）、政府债券（-1886 亿元）、未贴现银行承兑汇票（-1770 亿元）、外币贷款（-1162 亿元），同比多增来自人民币贷款（+7312 亿元）、信托贷款（+618 亿元）、委托贷款（+156 亿元），企业债券融资仍为主要拖累项。

图 1：社会融资规模主要部分增量（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

1.1 市场融资渠道向贷款集中

企业债券融资少增主要源于两方面：一是由于信用债收益率上行，企业更倾向于通过相对成本更低的贷款渠道进行融资，债券融资吸引力减弱；二是受去年末理财产品赎回影响，整体债券融资市场氛围低迷。

在实体融资需求低迷的情况下，人民币贷款同比多增足以抵消企业债券及未贴现承兑汇票的同比少增额，说明市场融资渠道逐渐向贷款集中。

1.2 政府债券融资受发行节奏影响

政府债券融资连续 6 个月同比少增，主要受到债券发行节奏影响，去年发行前置导致基数较高，同时 1 月工作日较少所以发行规模受限。

2022 年 11 月监管部门已向地方下达了 2023 年提前批专项债额度，随同下达的还有提前批一般债额度。监管部门要求各地在 1 月启动提前批额度的发行工作，6 月底将债券资金使用完毕。

根据 21 世纪经济报道梳理，截止 2 月 10 日，31 个省份获得的提前批专项债、一般债额度合计分别为 21900 亿、4320 亿，相比去年分别增长 50%、32%。二者均为 2022 年新增专项债、新增一般债额度的 60%，监管部门按照全国人大常委会授权上限下达了提前批额度。

表 1：近年新增专项债提前批下达情况

批次	下达时间	下达额度（万亿）	下达额度占上年额度比重
2019 年提前批	2018 年 12 月	0.81	60%
2020 年提前批	2019 年 11 月	1	46.5%
2021 年提前批	2021 年 3 月	1.77	47.2%
2022 年提前批	2021 年 12 月	1.46	40%
2023 年提前批	2022 年 11 月	2.19	60%

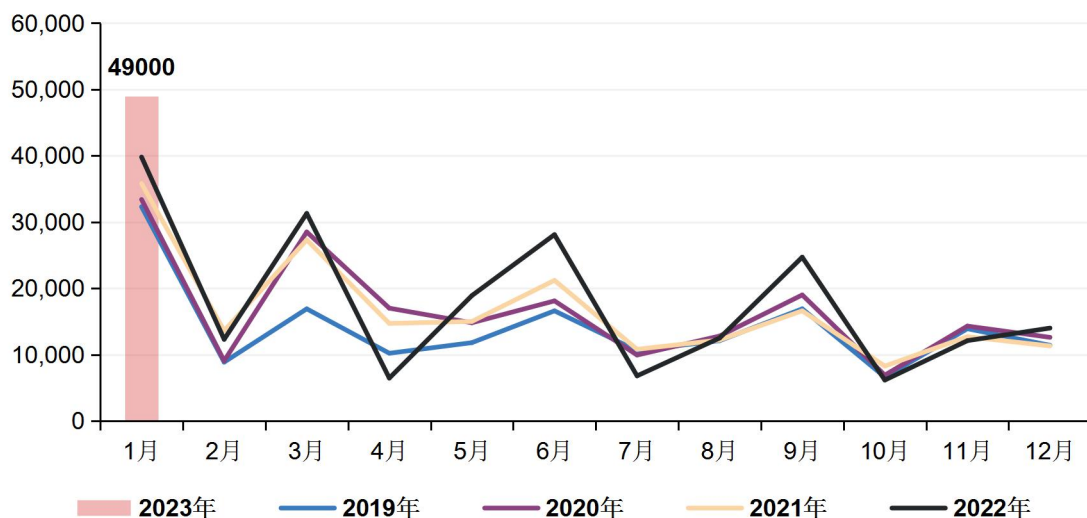
资料来源：21 世纪经济报道

在上半年将提前批专项债资金用完的要求下，一季度将形成专项债发行高峰。预计政府债券融资将对社融增长起到支撑作用。

二、1 月信贷“开门红”，但结构仍待优化

1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，同比多增 9200 亿元，突破单月最高纪录，“早投放、早受益”，信贷“开门红”节奏明显前置。

图 2：新增人民币贷款季节性特征（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

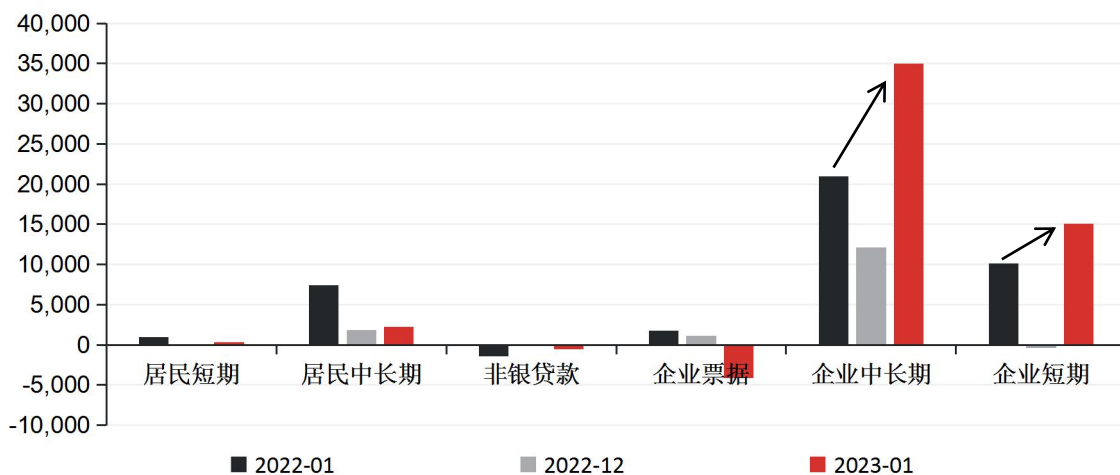
首先，监管层多次强调“要保持信贷总量有效增长”。央行、银保监会 1 月 10

日曾召开信贷工作座谈会,要求各主要银行要合理把握信贷投放节奏,适度靠前发力;其次,由于今年春节相对往年较早,银行信贷投放节奏明显前置。1 月“早投放、早收益”,投放规模也大于去年。第三,由于去年四季度信用债利率明显上行,企业债发行需求向贷款转移(社融分项数据也可印证此观点)。

大型银行以及一些股份制银行,1 月份信贷增长均创三年来同期最高。其中,制造业、小微企业、绿色金融和乡村振兴等领域贷款增幅靠前。各家银行还把支持和扩大消费摆在优先位置,加强了对餐饮、文旅等行业的支持。

从信贷结构来看,企业贷款为主要贡献项,居民贷款为主要拖累项。信贷结构上,企业部门的信贷需求强于居民部门。

图 3: 人民币贷款增量结构(亿元)

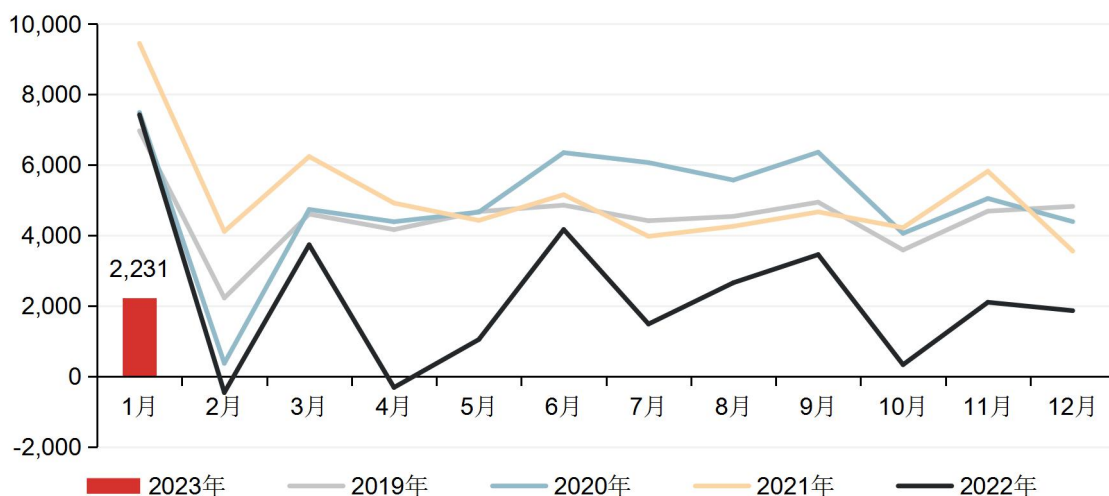


数据来源: WIND、国联期货研究所

2.1 居民信贷复苏仍较弱

1 月居民贷款增加 2572 亿元,同比少增 5858 亿元。其中,居民短期贷款同比少增 665 亿元,上期数值为同比少增 270 亿元;居民中长期贷款同比少增 5193 亿元,上期数值为同比少增 1693 亿元;1 月消费复苏更多的体现在旅游、餐饮、文娱等小额支出部分,整体居民信贷支出仍较弱,按揭贷款提前还贷较多,地产等大额消费支出意愿提振并不明显。预计随着经济复苏加速及房地产市场回暖,居民信心得以修复,居民信贷需求或将会在下半年出现明显恢复。

图 4：新增居民中长期贷款（亿元）

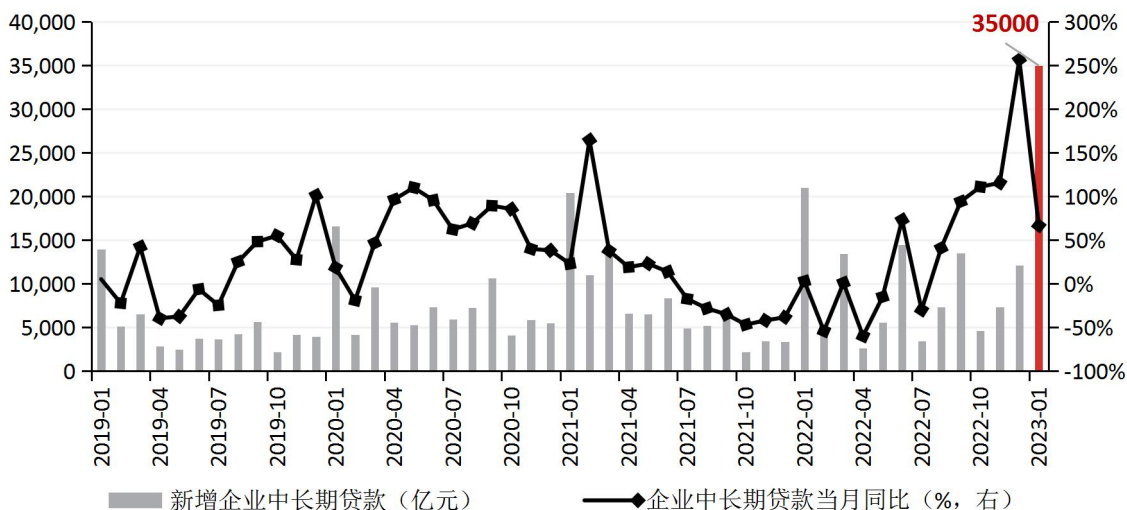


数据来源：WIND、国联期货研究所

2.2 基建落地推动企业中长期贷款持续走高

1 月企业贷款增加 5.01 万亿元，同比多增 1.9 万亿元。其中，企业短期贷款同比多增 5000 亿元，上期数值为同比多增 638 亿元；企业中长期贷款同比多增 1.4 万亿元，上期数值为同比多增 8717 亿元。

图 5：新增企业中长期贷款（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

2022 年四季度以来，在稳增长政策带动下，基建和制造业投资等领域发力带动企业中长期贷款增长。根据公开信息，基建贷款可能是 1 月信贷主要方向。

基建领域方面，前期政策性开发性金融工具已落地 7400 亿元；今年专项债发行前置，1 月份预计规模在 6000 亿元；商业银行将跟进基建领域重大项目配套融资，同时结合企业实际提款使用存在一定时间差，预计未来一个阶段企业中长期贷款仍将维持高位。

制造领域方面，政策持续鼓励对高技术制造业、新能源领域等制造业的信贷；1 月制造业 PMI 时隔 3 个月再度返回扩张区间，生产经营活动预期 PMI 创 9 个月以来的新高，制造业景气度回升，贷款投放强度将加大。

因此，在稳增长政策环境下，相关领域投资及支持力度不减，相应配套融资逐步落地，企业中长期贷款上半年仍将维持高增长态势。

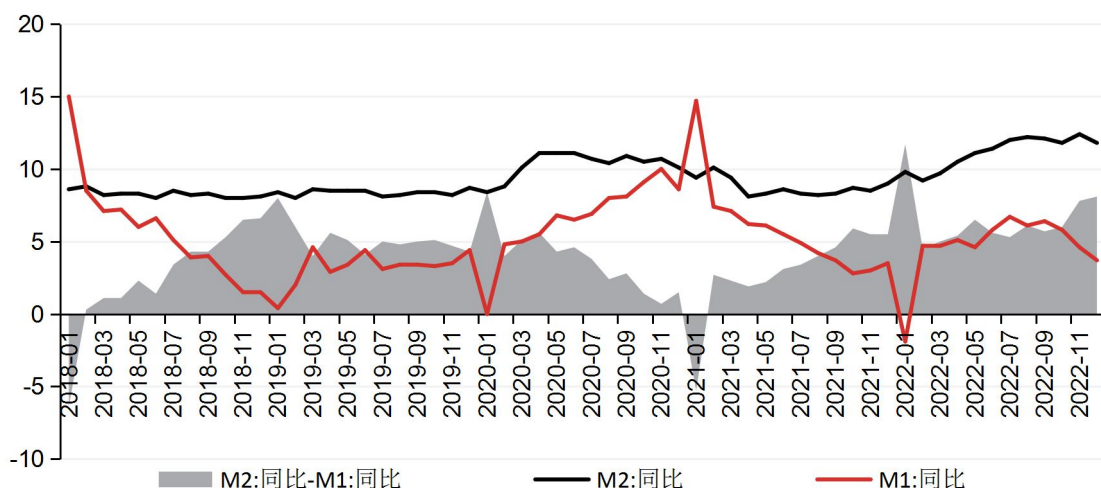
三、流动性环境有所改善

1 月狭义货币(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。M1 中单位活期存款为主体，M1 增速提升代表市场资金具有活力，企业预期改善，而这与 1 月企业中长期新增贷款、制造业 PMI 数据互为印证，说明企业生产情况正在改善。

1 月新增人民币存款 6.87 万亿元，单月新增额创 2001 年以来新高。其中主要以新增居民存款为主，达到 6.2 万亿元，说明居民仍更多的倾向于储蓄，市场“超额储蓄”现象仍存。

受居民存款增长及企业贷款到账的影响，1 月广义货币(M2)余额同比增长 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，创下自 2016 年 4 月以来的新高，当前货币供应量充足。M2-M1 剪刀差值为 5.9%，停止连续 4 个月的扩张，较上月缩窄 2.2%，显示流动性在银行的淤积情况有所改善。

图 6：M2-M1 剪刀差缩窄（%）

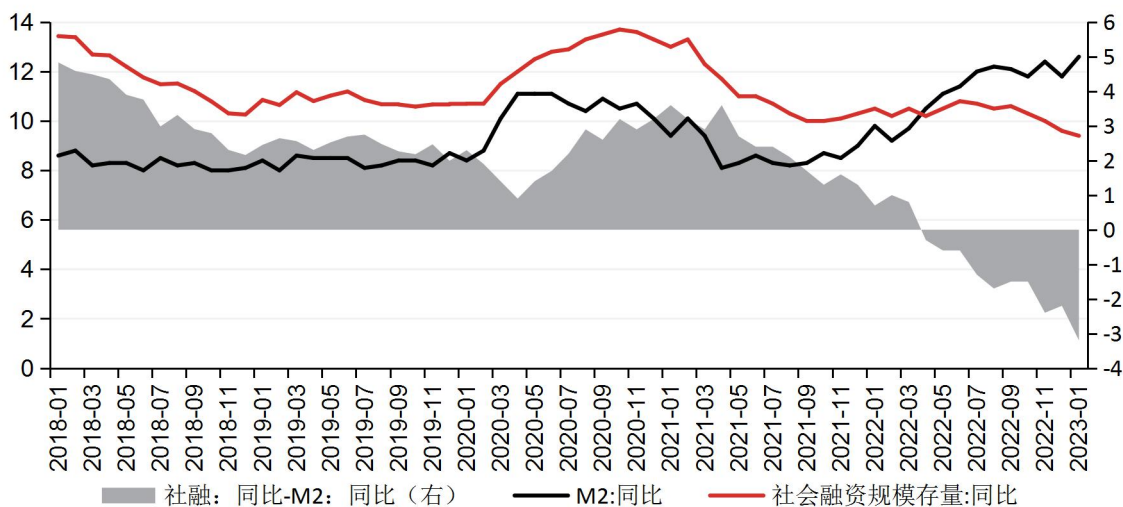


数据来源：WIND、国联期货研究所

社融反映实体经济融资需求，M2 则反映银行负债端情况，M2-社融代表宏观剩余流动性。1 月社融与 M2 同比差值为 -3.2%，处于 2007 年以来的历史较低水平，较上个月下降 1%，反映 1 月市场宏观剩余流动性增长，一定程度上可以通过流动性逻辑

辑驱动市场上行。

图 7：M2 与社融增速持续分化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

四、总结与展望

1 月信贷投放超预期，体现较强的“稳增长”力度。一方面，在稳增长政策带动下，基建、制造业等领域发力带动企业信贷持续增长；另一方面，监管层强调“保持信贷总量有效增长”，信贷投放“适度靠前发力”。在稳增长政策环境下，相关领域投资及支持力度不减，相应配套融资逐步落地，企业中长期贷款上半年仍将维持高增长态势，信贷投放保持较为积极态势。

政府债券融资连续 6 个月同比少增，但在上半年将提前批专项债资金用完的要求下，一季度将形成专项债发行高峰，预计政府债券融资将对社融增长起到支撑作用。

但现阶段我们仍处于需求复苏的初期，居民经济预期偏弱仍在一定时期内表现为“弱需求”。1 月居民信贷同比少增，居民在消费端及地产端的支出意愿提振并不明显。居民仍更多的倾向于储蓄，1 月新增居民存款创新高，市场“超额储蓄”现象仍存。全年信贷的不确定性在居民端，预计随着经济复苏加速及房地产市场回暖，居民信心得以修复，居民信贷需求或将会在下半年出现明显恢复。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600