

宏观利率

社融不佳，宽信用有望加码

——2022年12月金融数据点评

2023年1月10日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

➢ **12月新增社融大幅低于预期，宽信用仍需发力。**12月社融存量344.21万亿元，同比增长9.6%（前值10.0%）。12月社融新增1.31万亿元，低于wind一致预期，也是2015年以来同期的最低值。2022年社融累计增长2.1%，边际看，近三个月社融合计同比大幅下降36.04%（前值-9.51%），降幅为近5年次低值，最低值为2021年3-5月的社融合计同比。12月M2增速为11.8%（前值12.4%）。M2和社融增速差由上月的2.4%微幅收窄至2.2%，M1和M2增速差负向扩大至-8.1%（前值-7.8%）。

➢ **12月人民币贷款是社融主力，地方专项债和企业债券融资形成拖累。**12月人民币贷款新增1.44万亿元，创近五年同期新高，是当月新增社融的主力。非标三项均为负值，尤其是信托贷款下降764亿元。当月企业债券融资在历年同期中罕见为负，和11月以来的债券融资成本上行有较大关系。由于今年地方债发行节奏前置，且已度过专项债结存限额发行支撑阶段，因此12月专项债融资对社融由支撑转为拖累。

➢ **企业仍是加杠杆主力，居民贷款增速继续回落。**12月企业贷款增加1.29万亿元，大幅好于历年同期，企业贷款存量增长14.19%，创2016年2月以来新高。另一方面，住户加杠杆动力非常弱。12月住户贷款仅增加1753亿元，从7月以来一直保持近五年同期最低值，存量增速也创2016年以来最低值。存款角度看，12月住户存款增速进一步走高至17.4%，当月大幅增加2.88万亿元。这主要和10月以来多地疫情爆发制约居民终端需求有关。企业存款增速进一步下降至7.31%。

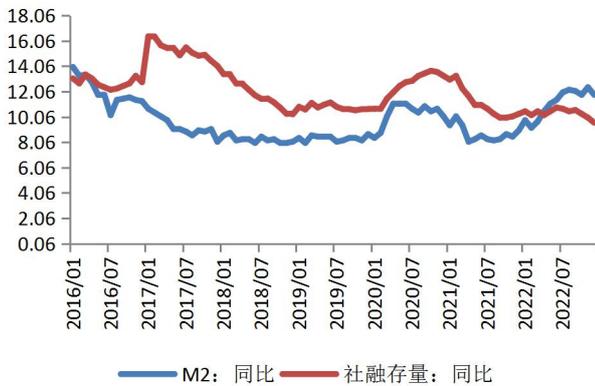
➢ **企业贷款结构延续改善，居民中长期贷款不足。**12月，企业中长期贷款增加1.28万亿元，同比多增9440元。企业中长期贷款存量增速今年8月以来持续增长，近三个月同比更是大幅增长176.21%。反观居民中长期贷款增速回落至5.11%，12月仅增加1853亿元，主要还是和地产销售的低迷有关。

➢ **市场启示：12月社融虽不佳，但宽信用力度加码，债市应再度回归谨慎。**12月社融数据低于预期对债市影响不大，市场更关心的是第一波疫情感染潮过后经济和社融的修复高度。12月人民币贷款高增得益于11月以来信贷政策逆周期推动。往前看，信贷推力不减，而且政府债发行节奏大概率继续前置。同日人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，研究部署落实金融支持稳增长有关工作，继续在基建、科创、制造业、绿色发展等重点领域推动金融服务，并强调保持地产融资平稳有序。发力节奏方面强调要“适度靠前发力”。地产政策优化、基建及信贷靠前发力叠加经济自发修复，宏观环境整体对债市不利。短期的宽货币预期和资金面宽松仍压制债券收益率上行的高度，在经济修复博弈之下，更应关注宽信用及稳增长政策超预期带来的风险。

➢ **风险提示：**稳增长政策布局超预期；疫后经济修复超预期；宽货币操作预期落空。

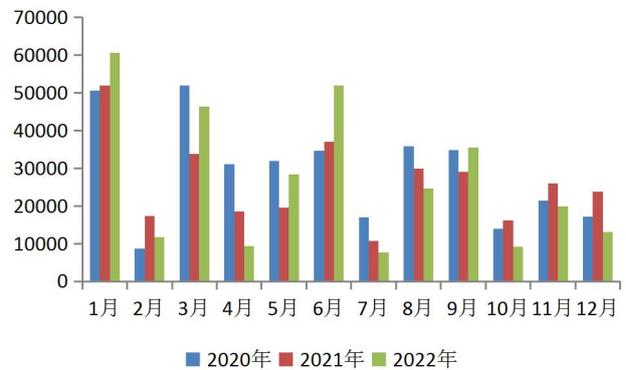


图 1: M2 及社融存量同比增速 (%)



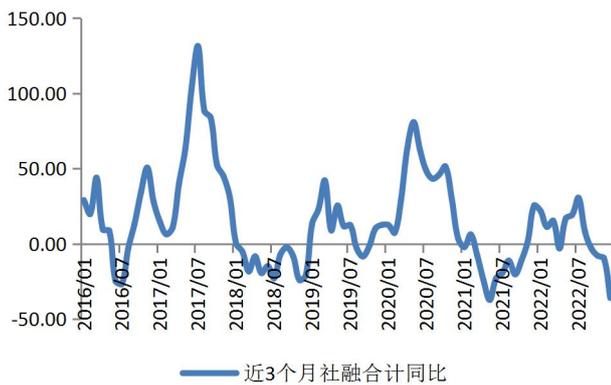
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 2: 新增社融当月值 (亿元)



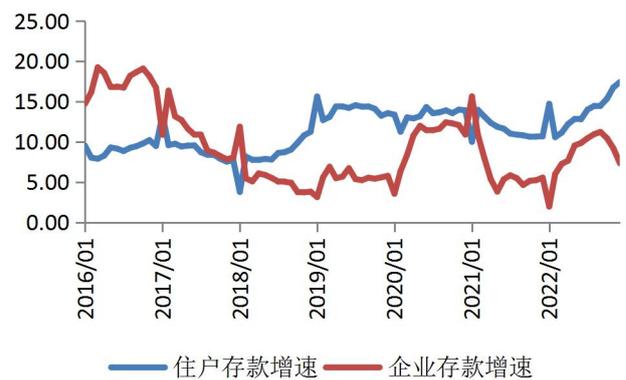
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 3: 近三个月社融合计同比大幅下降 (%)



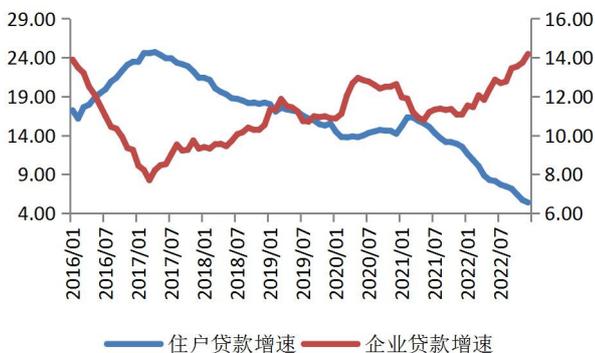
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 4: 企业存款和住户存款增速 (%)



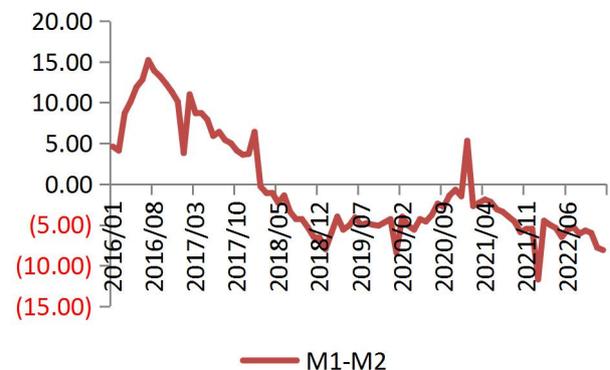
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 5: 企业贷款和住户贷款增速 (%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 6: M1-M2 (%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自转载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336