

## 宏观点评

## 企业中长贷“顺风举帆”

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号  
S1060522080003  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **社融同比少增，低于市场预期。**新增社融的支撑在于表内人民币信贷投放偏强，且表外融资压降力度趋缓。经济下行压力偏大、资管新规过渡期基本结束后，金融监管的力度或有实质缓和。新增社融的拖累主要是直接融资同比缩量，受到政府债发行节奏错位、债券市场理财赎回冲击、股票市场震荡调整等因素影响；外币贷款更大幅度净偿还，也有一定拖累。
- **人民币贷款创历史同期新高。**信贷的支撑因素在于企业中长期贷款表现强劲，拖累因素则是居民中长期贷款、居民短期贷款和票据融资偏弱。**1）居民贷款延续低迷态势**，短期贷款同比多减，中长期贷款缩量至2021年同期的52%。2022年12月全国疫情扩散，对居民消费及信贷产生负面冲击。**2）企业贷款表现偏强。**2022年12月企业中长期贷款投放12110亿元，绝对水平创历史同期新高，且远超2016年12月6954亿元的次高点。2022年11月至12月，理财赎回冲击下，企业一级债券发行同比缩量，而具备替代效应的中长贷表现相对亮眼，或与融资成本、融资难度的相对变化有关。历史上，信用债利率较快上行伴随着企业债一级发行成本的抬升，中长期贷款对优质企业而言更具吸引力，往往有所放量。
- **M1、M2增速同步下行。**2022年12月M1同比增长3.7%，较上月降低0.9个百分点；M2同比增长11.8%，较上月降低0.6个百分点。**M1增速较M2增速更快下行，原因在于：一方面**，企业现金流压力偏大，直接体现在M1的变化中。2022年12月企业存款同比少增12846亿元，相比18-20年同期少增12731亿元。基本面进一步走弱，出口转负、疫情扩散、房地产销售低位，均加剧企业现金流压力。**另一方面**，居民消费偏弱，储蓄规模抬升，仅计入M2口径。2022年12月居民存款增加28903亿元，同比多增10011亿元。
- **我们预计，2023年的企业中长期贷款将延续强势表现，其主要抓手仍是基建、制造业及房地产领域。**基建方面，2022年投放的7399亿元政策性、开发性金融工具，约可拉动7-9万亿的基建项目总投资（施工期3年左右），预计对2023年企业中长期贷款贡献可达5000-9000亿元。目前看，相关银行为政策性开发性金融工具支持的项目累计授信额度已超过4.3万亿元。**制造业方面**，央行会同发改委推进2000亿元设备更新改造专项再贷款投放，截至2022年末已投放1214亿元；央行会同科技部推出的科技创新再贷款目前已从此前的2000亿元扩额至4000亿元。**房地产方面**，中央经济工作会议、央行银保监会16条均表现出支持优质房企融资的态度，房地产企业融资的规模和渠道有望逐步改善。据中指研究院不

完全梳理，截至2022年12月27日，已有超过60家银行向120多家房地产企业提供超过4.8万亿的意向性授信额度。

## 一、理财“赎回潮”拖累社融

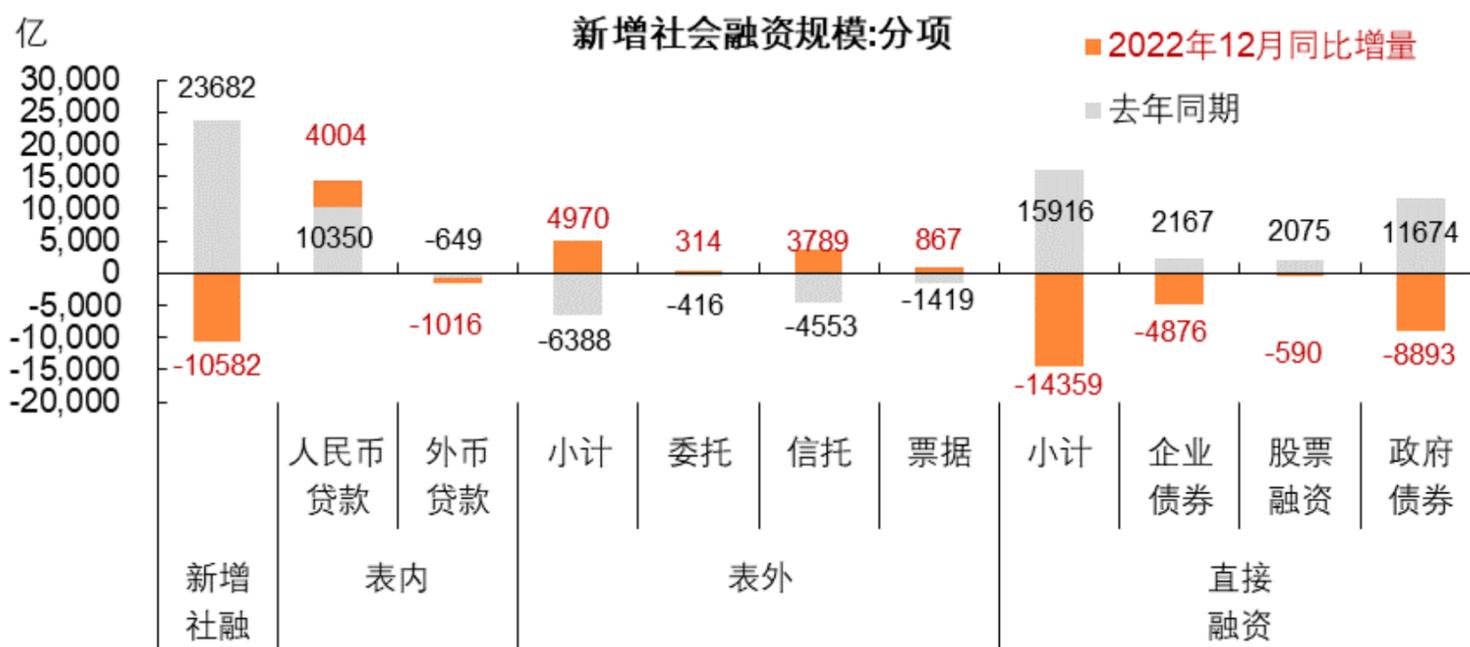
**2022年12月社融同比少增，且低于市场预期。**2022年12月新增社会融资规模为13100亿元，同比少增10582亿元，低于市场一致预期的1.61万亿。社融存量同比增速较上月下行0.4个百分点至9.6%。**结构上，新增社融的拖累因素主要是政府债和企业直接融资，表内信贷和表外融资则构成一定支撑。**

**一是，表内人民币信贷投放偏强，外币贷款则继续走弱。**2022年12月人民币贷款表现偏强，同比多增4004亿元，创历史同期新高。外币贷款折合人民币已连续9个月净偿还，且2022年12月的1665亿元的净偿还量处历史高位（仅低于2015年9月、2016年1月）。2022年12月全球制造业PMI和中国集装箱运价指数均进一步下行，中国进出口同比增速或仍处负值区间，继续拖累外币贷款投放。

**三是，表外融资压降幅度偏弱，对社融构成一定支撑。**其中，信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别少减3789亿元、少减314亿元、少减867亿元。2022年全年表外融资压降的规模较2021年全年低2.09万亿。这既因在经济下行压力偏大、资管新规过渡期基本结束后，金融监管的力度边际趋缓；又得益于两批7399亿元的政策性开发性金融工具，其中部分以委托贷款形式发放。

**二是，政府债和企业直接融资缩量，是社融的重要拖累所在。****1）政府债券净融资**同比少增8893亿元。2022年全年政府债融资规模为7.12万亿元，略高于2021年的7.01万亿；地方专项债新增额度并未发满、再融资债券有小幅净偿还，均构成拖累。**2）企业债净融资**减少2709亿元，同比多减4876亿元，相比18年-20年同期多减5350亿元。2022年12月国内债券市场继续遭遇理财赎回冲击，信用债二级市场抛压较大，一级市场则有大面积取消发行。**3）非金融企业境内股票融资**1485亿元，同比少增590亿元，相比18年-20年同期多增922亿元。2022年12月A股震荡走弱，对股权融资构成拖累。

图表 1 2022年12月新增社融的同比增量



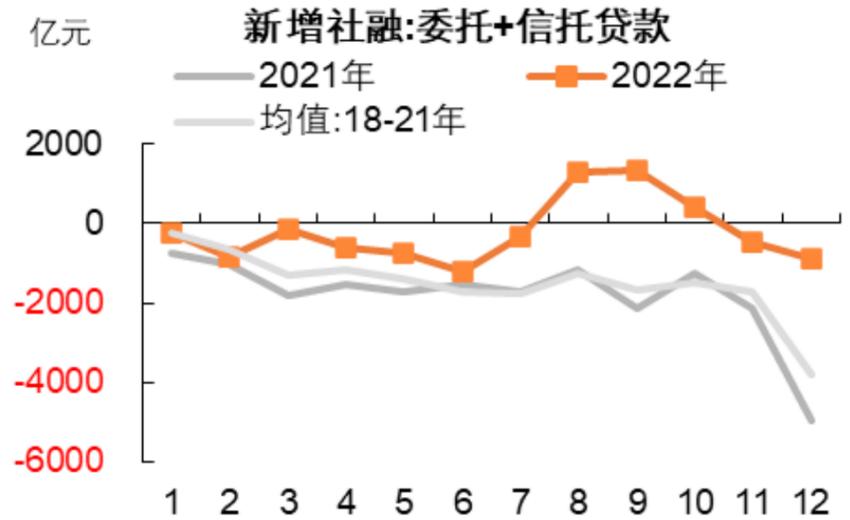
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 2 2022年12月社融存量同比增速较下行



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 3 委托贷款、信托贷款的压降规模低于2021年同期



资料来源: Wind,平安证券研究所

## 二、企业中长贷创历史同期新高

2022年12月新增人民币贷款创历史同期新高。2022年12月新增人民币贷款为14000亿元，同比多增2700亿元，为历史同期高点；贷款存量同比增长11.1%，较上月提升0.1个百分点。人民币信贷的支撑依然在于企业中长期贷款；拖累因素则是居民中长期贷款、居民短期贷款和票据融资。具体地：

**居民贷款延续低迷态势，2022年12月全国疫情扩散，对居民消费及信贷产生负面冲击。**1) 居民短期贷款减少113亿元，同比多减270亿元，相比19-21年同期均值多减1091亿元。2) 居民中长期贷款1865亿元，同比少增1693亿元，相比19-21年同期均值少增2393亿元，缩量至2021年同期的52%，高于2022年11月的36%和2022年全年的45%。

**企业中长期贷款表现强劲，是人民币贷款投放的最重要支撑。**1) 企业短期贷款同比少减638亿元，相比19-21年同期均值少减956亿元。2) 票据融资同比少增2941亿元，相比19-21年同期均值少增1417亿元，或因企业中长贷投放较强，银行以票据贴现冲量的需求走弱。3) 企业中长期贷款投放12110亿元，同比多增8717亿元，绝对水平创历史同期新高，且远超2016年12月6954亿元的次高点。2022年11月至12月，理财赎回冲击下，企业一级债券发行同比缩量，而具备替代效应的中长贷表现相对亮眼，或与融资成本、融资难度的相对变化有关。历史上，信用债利率较快上行伴随着企业债一级发行成本的抬升，中长期贷款对优质企业而言更具吸引力，往往有所放量。

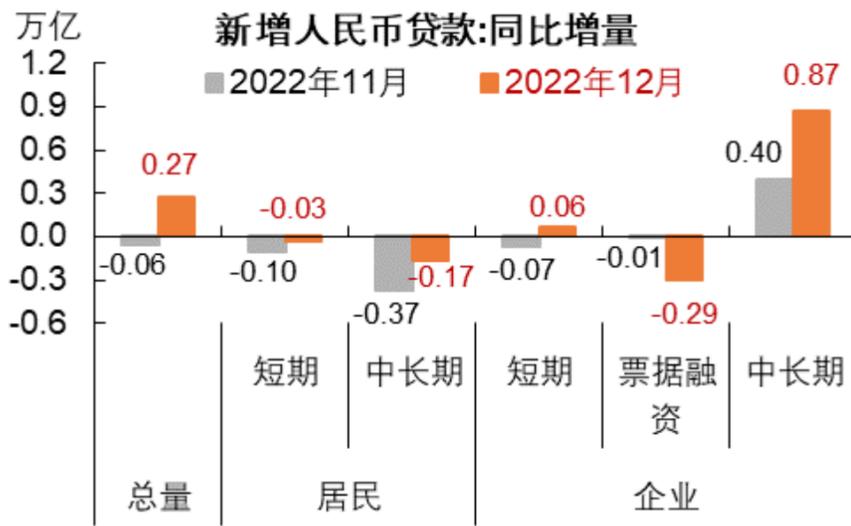
我们认为，当前及今后一段时期，企业中长期贷款的主要抓手仍是基建、制造业及房地产领域。

**基建方面**，我们在《2023年中国货币政策展望：信用篇》中测算，2022年投放的7399亿元政策性、开发性金融工具，约可拉动7-9万亿美元的基建项目总投资（施工期3年左右），预计对2023年企业中长期贷款贡献可达5000-9000亿元。央行2023年1月5日于工作总结中表示，引导商业银行通过银团贷款等方式同步跟进重大项目配套融资，相关银行为政策性开发性金融工具支持的项目累计授信额度已超过4.3万亿元。

**制造业方面**，央行会同发改委推进2000亿元设备更新改造专项再贷款投放，截至2022年末，支持发放设备更新改造项目贷款1214亿元，支持项目2556个；央行会同科技部推出的科技创新再贷款目前已从此前的2000亿元扩额至4000亿元，后续还将进一步发力支持制造业单项冠军等科技创新型企业。

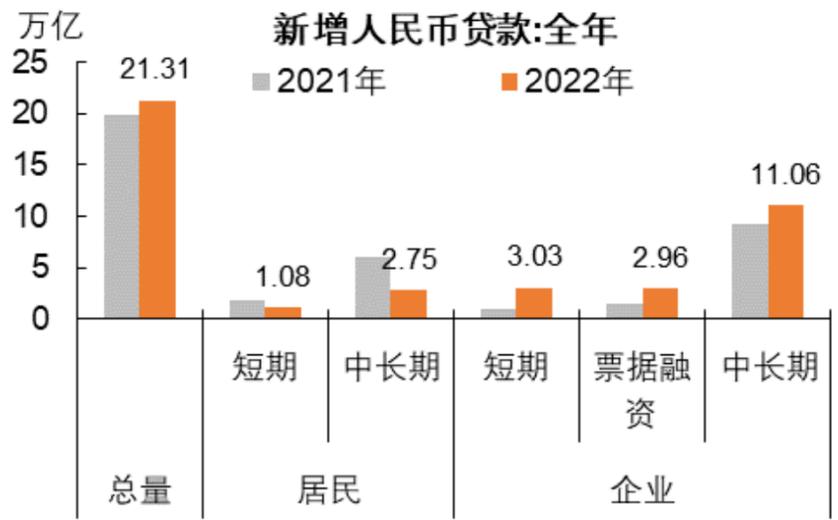
**房地产方面**，中央经济工作会议、央行银保监会16条均表现出支持优质房企融资的态度，房地产企业融资的规模和渠道有望逐步改善。据中指研究院不完全梳理，截至2022年12月27日，已有超过60家银行向120多家房地产企业提供超过4.8万亿的意向性授信额度。2023年1月10日，央行、银保监会再度联合召开主要银行信贷工作座谈会，提及“实施改善优质房企资产负债表计划，聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展‘资产激活’‘负债接续’‘权益补充’‘预期提升’四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。”

图表4 2022年12月人民币贷款分项同比多增



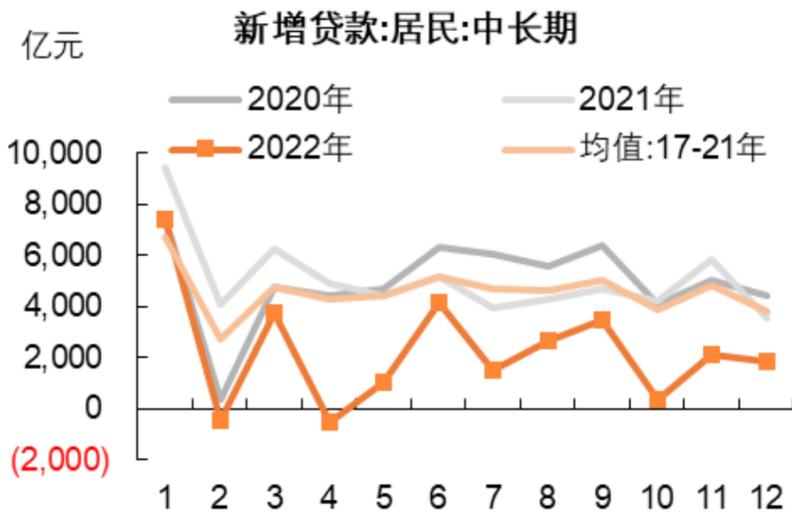
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2022年居民信贷同比缩量, 企业信贷同比多增



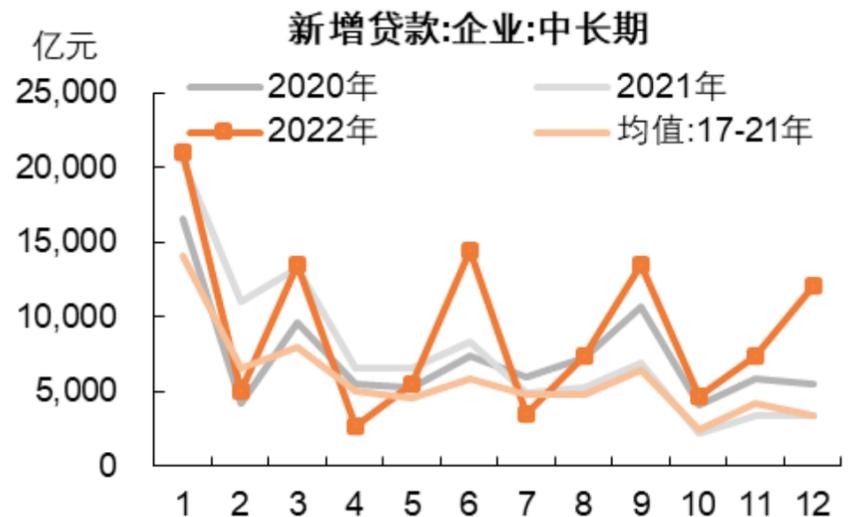
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 2022年12月新增居民中长期贷款为2021年同期的52.4%



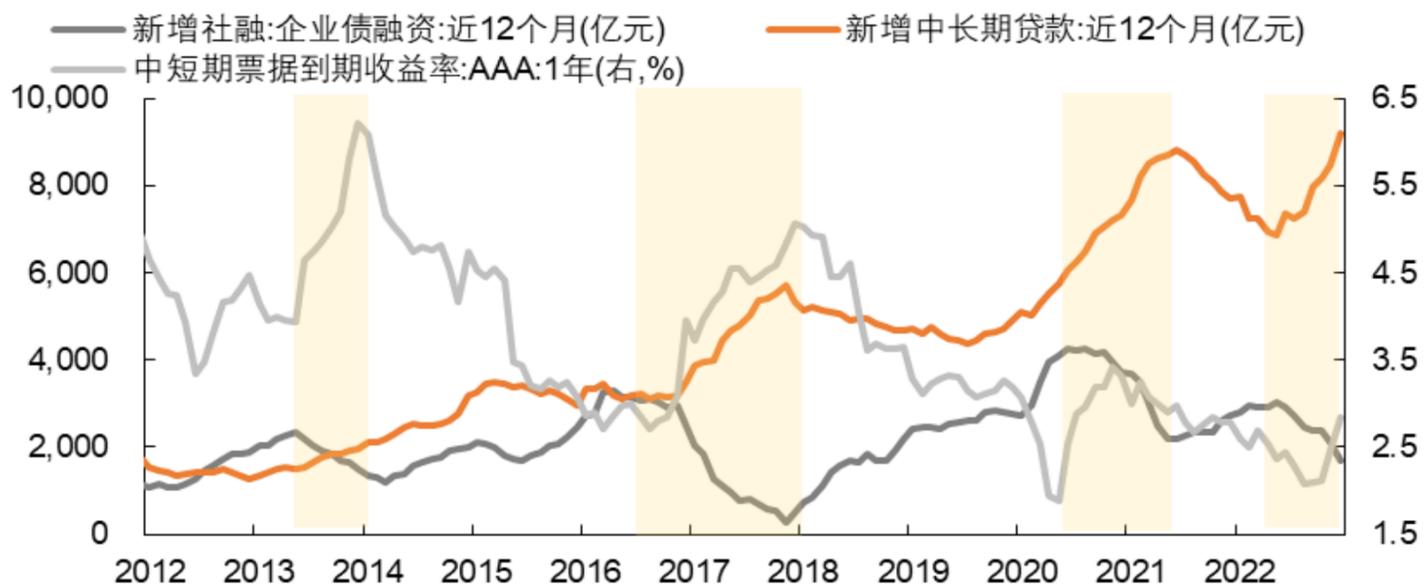
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 2022年12月企业中长期贷款创历史同期新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 信用债利率较快上行期间, 企业债融资缩量、中长期贷款可能放量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、M1、M2增速同步下行

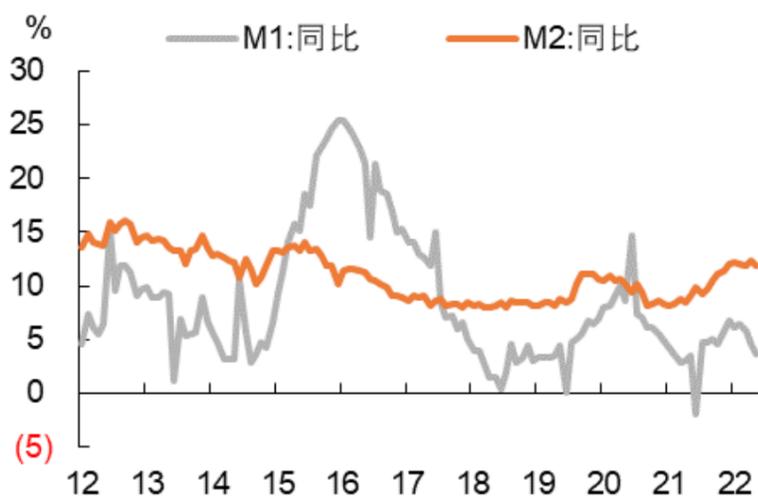
2022年12月M1、M2增速同步下行。2022年12月M1同比增长3.7%，较上月降低0.9个百分点；M2同比增长11.8%，较上月降低0.6个百分点。2022年12月新增人民币存款增加7242亿元，同比少增4358亿元；人民币存款余额同比增长11.3%，较上月降低0.3

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

个百分点。从存款结构来看，各部门中仅居民存款同比多增，财政、企业和非银存款同比缩量。

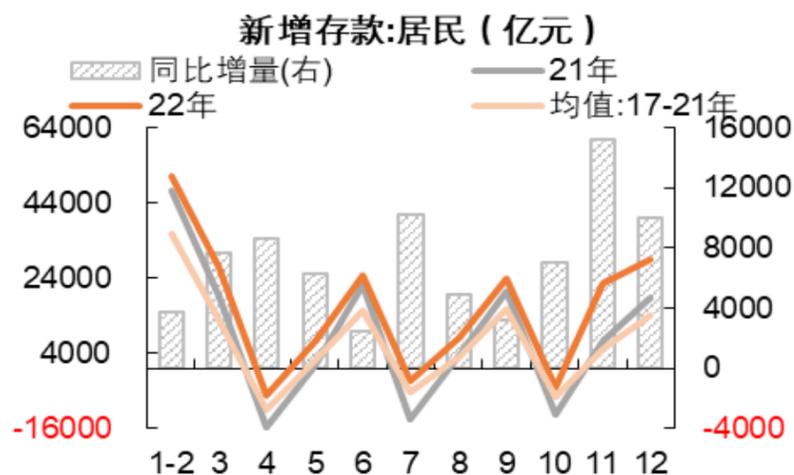
**2022年12月M1增速较M2增速更快下行。**2022年12月，全国多地面临疫情强冲击，企业经营活动受阻、现金流压力较大，而居民消费减少、储蓄增多。一方面，企业现金流压力偏大，直接体现在M1的变化中。2022年12月企业存款同比少增12846亿元，相比18-20年同期少增12731亿元。基本面进一步走弱，出口转负、疫情扩散、房地产销售低位，均加剧企业现金流压力。另一方面，居民消费偏弱，储蓄规模抬升，仅计入M2口径。2022年12月居民存款增加28903亿元，同比多增10011亿元。

图表 9 2022年12月M1、M2增速同步下行



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 10 2022年12月居民存款同比多增



资料来源: Wind,平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

## 平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层 邮编:100033