

2023年01月11日

# 信贷结构继续改善，社融增速降至历史低位

——东海看数据之：12月金融数据

**证券分析师**

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

**证券分析师**

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

**联系人**

高旗胜

gqs@longone.com.cn

**投资要点**

- **事件：**12月M2同比11.8%，前值12.4%，M1同比3.7%，前值4.6%。新增人民币贷款1.4万亿元，前值1.21万亿元。新增社融规模1.52万亿元，前值1.99万亿元。社融存量增速降至9.6%，前值10%。
- **核心观点：**12月金融数据整体仍然延续了此前的结构，政策推动企业中长期贷款走强，而居民消费以及购房需求的内生增长动力仍然较弱。12月的社融存量增速降至了有统计以来的最低水平，且在高基数的影响下，2023年1月的社融增速仍有可能继续下探。1月10日，央行银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，会议提出“各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力”，房地产方面提出了“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动。当前主要城市的疫情高峰已开始见到拐点，人员流动已逐渐恢复，经济修复的预期也在增强，但总体仍处早期阶段。站在当下，仍需政策助力，预计货币政策总体基调仍将维持略偏宽松。从全年来看，经济复苏可能抬升利率中枢，但相对利多权益。
- **M2-M1剪刀差继续走阔。**M2增速回落，但仍处高位。一方面理财赎回导致回流居民存款的现象仍然存在，但幅度在减小；另一方面去年同期基数走高也有一定影响。而从结构上来看居民存款多增，企业存款少增的现象仍在持续。M1增速继续走弱，可能由于房地产销售仍然较为低迷，以及疫情冲击对经济的影响。M2-M1剪刀差继续走阔，也反映出当前经济活力仍然不足的现象。
- **居民贷款依旧较弱，中长期贷款拖累程度边际改善。**12月居民部门新增贷款1753亿元，同比少增1963亿元，11月为同比少增4710亿元。从结构上看，短期贷款减少113亿元，同比多减270亿元，疫情影响下，对居民消费场景仍有明显的制约；中长期贷款新增1865亿元，同比少增1693亿元，从绝对值上来看仍处低位，但受基数的影响，拖累较上月明显减弱。12月30大中城市商品房成交面积1423万平方米，同比-9.9%，较上月收窄24个百分点，显示当月的销售情况有所回暖。全年来看，居民新增中长期贷款仅2.75万亿元，较2021年少增了3.33万亿元，也从侧面反映出房地产预期较弱，投资端对经济形成了明显的拖累，而政策不断加码后，2023年地产的拖累有望逐步减弱。
- **企业中长期贷款表现较强。**12月企业中长期贷款是重要的贡献项，新增规模达1.21万亿元，同比多增8717亿元。一方面年内季末冲量的特征在2022年更为明显；另一方面政策推动企业中长期贷款作用仍强，包括政策性金融工具的配套融资，设备更新改造再贷款等结构性工具的投放，以及房地产尤其是优质地产公司融资端的支持；再者企业债券融资规模的下降产生了一定的替代效应。
- **赎回冲击企业债发行、政府债券节奏的错位影响社融走弱。**从结构上看，12月新增政府债券融资2781亿元，同比少增8893亿元，发行节奏错位导致基数较高，而这一影响可能在2023年一季度会持续。企业债券融资当月减少2709亿元，同比多减4876亿元，较11月继续回落，赎回的冲击导致企业债发行利率走高，企业取消或延迟发行的规模较11月有所增加，而这一影响已有所减弱。另外，表外融资对社融的拖累明显减弱，12月信托贷款减少764亿元，同比大幅少减3789亿元，主要由于去年同期资管新规过渡期结束前表外融资规模压降的力度较大，往后看，对房企资金端的支持可能会影响表外融资压降规模边际收窄。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；海外货币政策超预期收紧引发全球金融市场风险。

## 正文目录

1. M2-M1 剪刀差继续走阔 .....	4
2. 居民贷款依旧较弱，中长期贷款拖累程度边际改善 .....	4
3. 企业中长期贷款表现较强 .....	5
4. 赎回冲击企业债发行、政府债券节奏的错位影响社融走弱 .....	6
5. 核心观点 .....	6
6. 风险提示 .....	7

## 图表目录

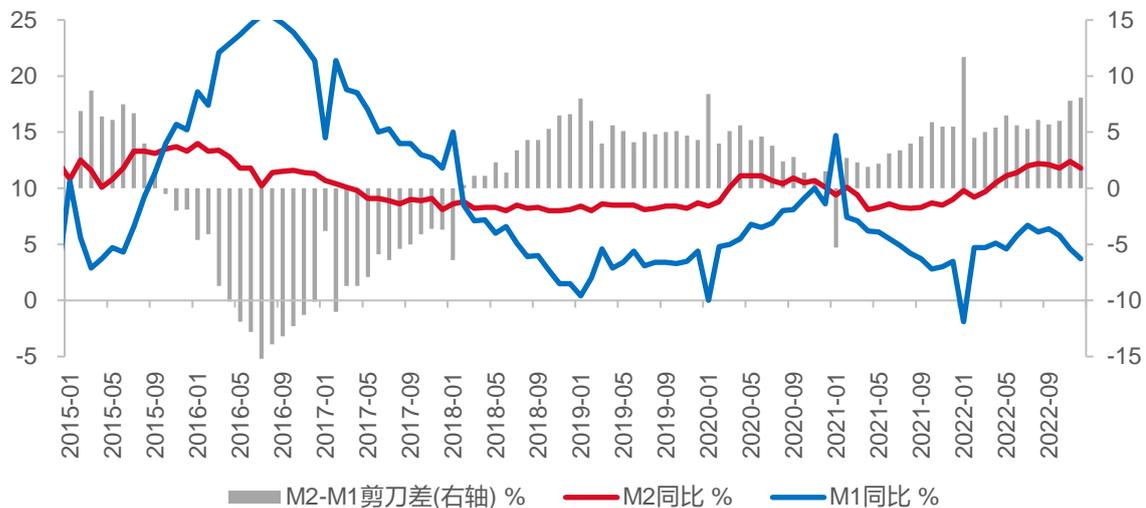
图 1 M2-M1 同比增速剪刀差, %, % .....	4
图 2 11/12 月存款同比多增结构, 亿元 .....	4
图 3 新增财政存款季节性规律, 亿元 .....	4
图 4 居民中长期贷款季节性规律, 亿元 .....	5
图 5 30 大中城市商品房成交面积及同比, 万平方米, % .....	5
图 6 11/12 月人民币贷款同比多增结构, 亿元 .....	5
图 7 企业中长期贷款季节性规律, 亿元 .....	5
图 8 企业债券融资季节性规律, 亿元 .....	6
图 9 政府债券融资季节性规律, 亿元 .....	6
图 10 MLF 到期金额和操作金额, 亿元 .....	7

**事件:** 1月10日, 央行发布12月金融数据。12月M2同比11.8%, 前值12.4%, M1同比3.7%, 前值4.6%。新增人民币贷款1.4万亿元, 前值为1.21万亿元。新增社会融资规模1.52万亿元, 前值为1.99万亿元。社融存量增速降至9.6%, 前值10%。

## 1.M2-M1 剪刀差继续走阔

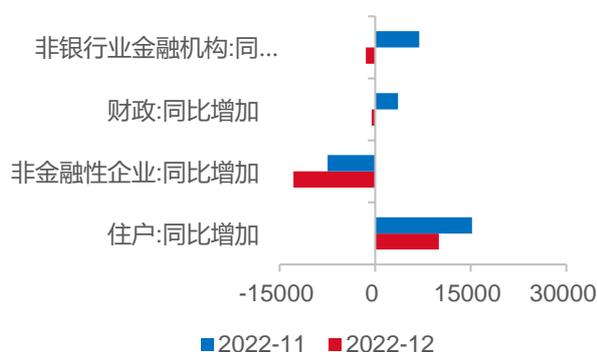
M2-M1 剪刀差继续走阔。M2 增速回落, 但仍处高位。一方面理财赎回导致回流居民存款的现象仍然存在, 但幅度在减小, 另一方面去年同期基数走高也有一定影响。而从结构上来看居民存款多增, 企业存款少增的现象仍在持续。M1 同比增速继续走弱, 可能由于房地产销售仍然较为低迷, 以及疫情冲击对经济的影响。M2-M1 剪刀差继续走阔, 也反映出当前经济活力仍然不足的现象。

图1 M2-M1 同比增速剪刀差, %, %



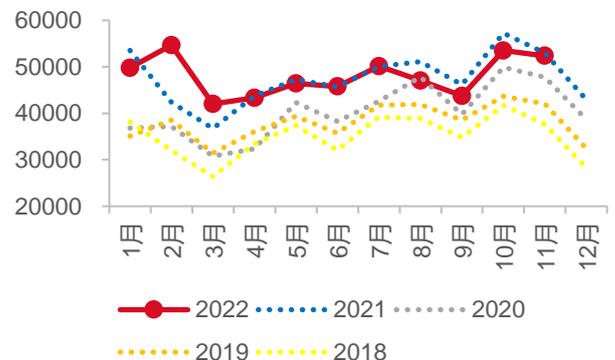
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 11/12月存款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图3 新增财政存款季节性规律, 亿元

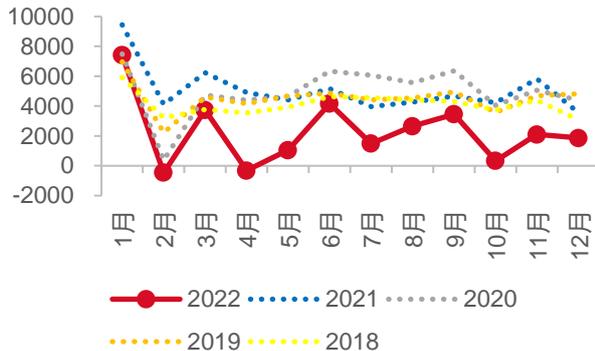


资料来源: 央行, 东海证券研究所

## 2.居民贷款依旧较弱, 中长期贷款拖累程度边际改善

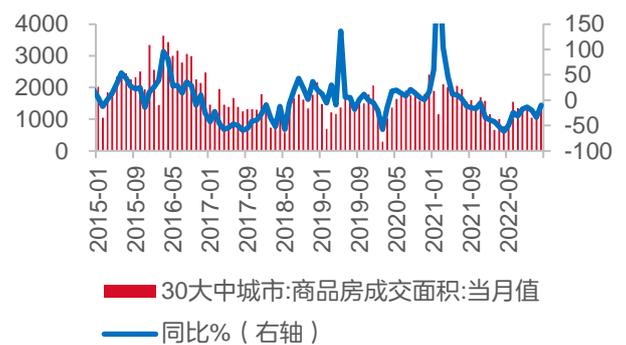
居民贷款依旧较弱，中长期贷款拖累程度边际改善。12月居民部门新增贷款1753亿元，同比少增1963亿元，11月为同比少增4710亿元。从结构上看，短期贷款减少113亿元，同比多减270亿元，疫情影响下，对居民消费场景仍有明显的制约；中长期贷款新增1865亿元，同比少增1693亿元，从绝对值上来看仍处低位，但受基数的影响，拖累较上月明显减弱。从地产销售来看，12月30大中城市商品房成交面积1423万平方米，同比-9.9%，较上月收窄24个百分点，显示当月的销售情况有所回暖。全年来看，居民新增中长期贷款仅2.75万亿元，较2021年少增了3.33万亿元，也从侧面反映出房地产预期较弱，投资端对经济形成了明显的拖累，而政策不断加码后，2023年地产的拖累有望逐步减弱。

图4 居民中长期贷款季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图5 30大中城市商品房成交面积及同比，万平方米，%

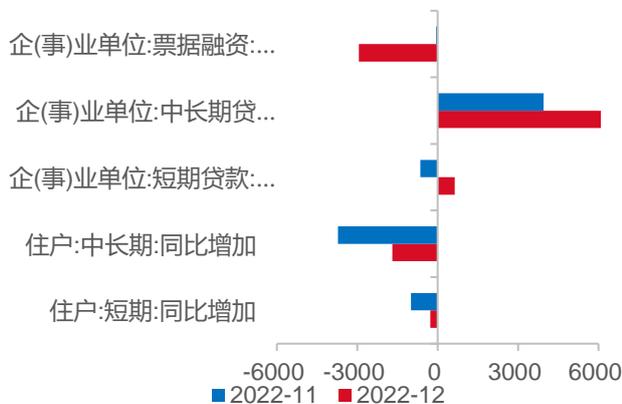


资料来源：同花顺，东海证券研究所

### 3. 企业中长期贷款表现较强

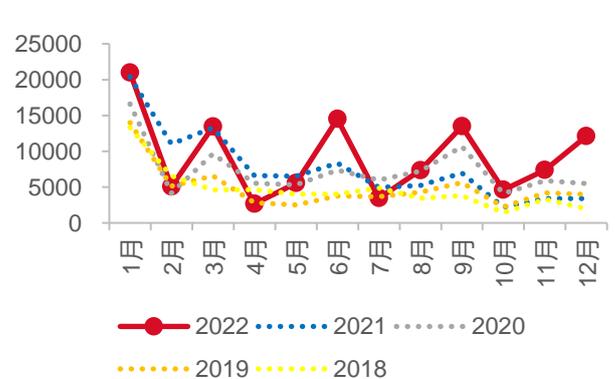
企业中长期贷款表现较强。12月企业新增贷款1.26万亿元，同比多增6017亿元，其中中长期贷款是重要的贡献项，12月新增规模达1.21万亿元，同比多增8717亿元。一方面年内季末冲量的特征在2022年更为明显；另一方面政策推动企业中长期贷款作用仍强，包括政策性金融工具的配套融资，设备更新改造再贷款等结构性工具的投放，以及房地产尤其是优质地产公司融资端的支持；再者企业债券融资规模的下降产生了一定的替代效应。全年来看，企业新增中长期贷款11.06万亿元，较2021年同比多增了1.83万亿元，反映出在经济内生增长动力较弱的情况下，政策支持力度在加大，尤其是引导企业中长期贷款的投放。

图6 11/12月人民币贷款同比多增结构，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图7 企业中长期贷款季节性规律，亿元

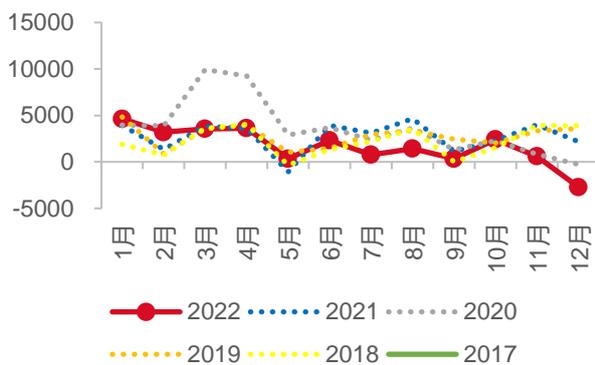


资料来源：央行，东海证券研究所

## 4. 赎回冲击企业债发行、政府债券节奏的错位影响社融走弱

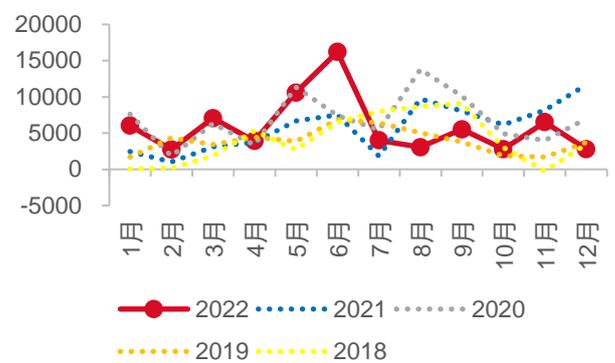
赎回冲击企业债发行、政府债券节奏的错位影响社融走弱。从结构上看，12月新增政府债券融资2781亿元，同比少增8893亿元，发行节奏的错位导致基数较高，而这一影响可能在2023年一季度会持续，但对社融拖累的边际影响可能会减弱。企业债券融资当月净减少2709亿元，同比多减4876亿元，较11月继续回落，赎回的冲击导致企业债发行利率走高，较多企业取消或延迟发行的规模较11月有所增加，而这一影响已有所减弱。另外，表外融资对社融的拖累明显减弱，12月信托贷款减少764亿元，同比大幅少减3789亿元，主要由于去年同期资管新规过渡期结束前表外融资规模压降的力度较大，往后看，对房企资金端的支持可能会影响表外融资压降规模边际收窄。

图8 企业债券融资季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图9 政府债券融资季节性规律，亿元

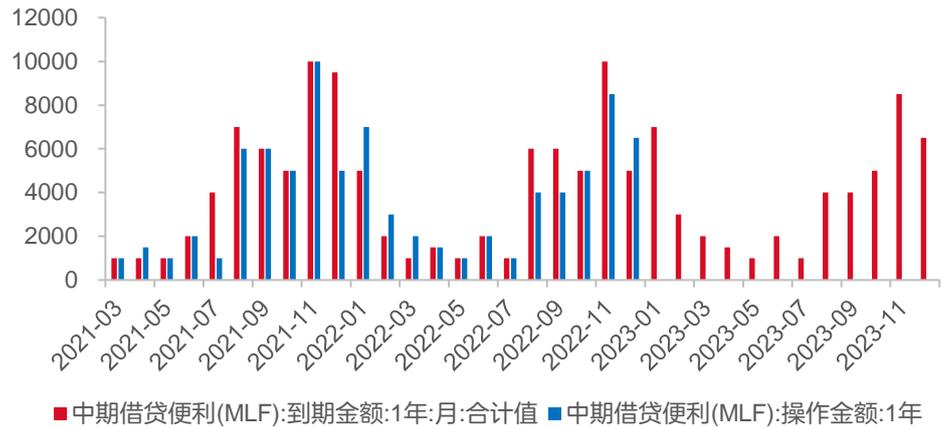


资料来源：央行，东海证券研究所

## 5. 核心观点

12月金融数据整体仍然延续了此前的结构，政策推动企业中长期贷款走强，而居民消费以及购房需求的内生增长动力仍然较弱。12月的社融存量增速降到了有统计以来的最低水平，且在高基数的影响下，2023年1月的社融增速仍有可能继续下探。1月10日，央行银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，会议提出“各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力”，房地产方面提出了“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动。当前主要城市的疫情高峰已开始见到拐点，人员流动已逐渐恢复，经济修复的预期也在增强，但总体仍处早期阶段。站在当下，仍需政策助力，预计货币政策的总体基调仍将维持略偏宽松。从全年来看，经济复苏可能抬升利率中枢，但相对利多权益。

图10 MLF 到期金额和操作金额，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

## 6.风险提示

稳增长政策落地不及预期；海外货币政策超预期收紧引发全球金融市场风险。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089