

12月社融为何好于悲观预期？

——12月金融数据点评 20230111

报告日期：2023-01-11

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 社融：12月新增13,100亿元，同比少增10582亿元

12月社融新增13,100亿元，同比少增10582亿元，但市场已有较充分预期，社融与M2剪刀差收窄，宽信用传导路径修复。企业债券与政府债券融资均同比走弱，前者主要系理财赎回引发的信用债取消发行潮，但企业贷款同比走强，企业端融资不弱，后者由于专项债发行前置，12月融资规模较低。表外三项新增规模延续下滑，9月以来通过银行票据冲量情况明显减少，未贴现汇票与票据融资对于社融与信贷贡献度逐步降低。

● 信贷：12月新增14,000亿元，同比多增2700亿元

12月信贷呈现居民弱而企业强，短期弱而中长期强的特征。新增人民币同比多增2700亿元，环比亦多增1900亿元，信贷总量与结构修复明显。居民贷款方面，短期贷款受疫情影响环比少增270亿元，参考意义有限，长期贷款主要与按揭贷款相关，同比降幅较上年有所收窄，反映出居民购房意愿已边际回暖，1月以来地产政策密集出台，地产企业、项目融资或加速修复。企业贷款端，短期贷款环比少增175亿元，反映企业对未来预期仍较为谨慎，而中长贷同比多增8717亿元，考虑企业债券融资规模的收缩亦多增3841亿元，企业自身融资需求的修复是中长贷同比多增的重要原因。

● 节前规律：历年春节前月的社融、信贷相对强势

从近4年1月份的社融、信贷同比增速来看，社融同比增速分别为10.85%、10.7%、13.0%、10.5%，而信贷同比增速为13.6%、12.2%、13.1%、11.6%。一方面在于多数情况下（除2020年）是2月过年，节前月是1月正好迎来银行开门红，社融与信贷均有支撑；另一方面即使不考虑信贷开门红，2020年节前（2019年12月）社融、信贷也较强势。如我们近期报告《当银行开门红遇上“1月春节”》所述，今年开门红对社融与信贷的支撑作用或将分散至12月和2-3月。

● 债市策略：短期预计震荡，长端中枢或上移

12月社融数据回落，但略强于市场预期，一方面反映了韧性，另一方面也和春节前一月的季节性规律有关。剔除信用债取消发行、疫情对居民企业端贷、政府债发行前置、表外项目新增回落等因素的影响，12月社融并未太弱，信贷总量与结构还有所改善，一方面是由于企业中长贷的明显改善，另一方面是由于居民中长贷的环比少减。10月以来在地产纾困、防疫优化等政策影响下，债市根据“强预期+弱现实”的逻辑演绎，10Y国债一度上行至2.9%以

上，12月政策加码放缓，债市回归基本面弱现实定价逻辑，前期带动利率向下修复的基本面可能反转成为导致中枢上移的催化剂。

但短期并不用过度担心基本面修复对债市产生冲击，从地产、基建、制造业、个贷需求来看，1月难觅显著增长极，普遍指向前低后高、逐步放量，预计短期债市仍以震荡为主，至少1月份社融难以对债市构成冲击。

长期来看，一季度为政策密集期，各类政策仍需一定时间见效，一季度还将面临疫情达峰、理财到期（2-3月）、地方债发行等偏空因素，长债中枢或高于当前水位。

● 风险提示

疫情存在不确定性。

正文目录

1	12月社融为何好于悲观预期?	5
1.1	社融: 12月新增13,100亿元, 同比少增10582亿元	5
1.2	信贷: 12月新增14,000亿元, 同比多增2700亿元	7
1.3	债市策略: 短期预计震荡, 长端中枢或上移	8
2	风险提示:	9

图表目录

图表 1 社会融资规模当月新增 (单位: 亿元)	5
图表 2 社融与 M2 同比增速 (单位: %)	5
图表 3 企业债券当月新增 (单位: 亿元)	5
图表 4 政府债券当月新增 (单位: 亿元)	5
图表 5 表外三项当月新增 (单位: 亿元)	6
图表 6 委托贷款当月新增 (单位: 亿元)	6
图表 7 票据融资当月新增 (单位: 亿元)	6
图表 8 未贴现汇票当月新增 (单位: 亿元)	6
图表 9 新增人民币贷款 (单位: 亿元)	7
图表 10 居民短期贷款当月新增 (单位: 亿元)	8
图表 11 居民中长期贷款当月新增 (单位: 亿元)	8
图表 12 企业短期贷款当月新增 (单位: 亿元)	8
图表 13 企业中长期贷款当月新增 (单位: 亿元)	8

1 12月社融为何好于悲观预期？

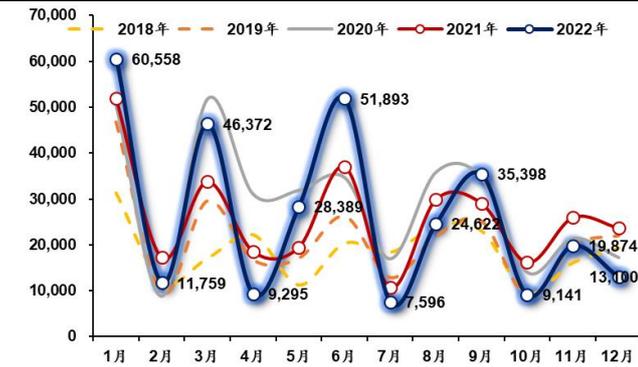
事件：12月社融新增13,100亿元，M2-社融同比倒挂2.2%。

1.1 社融：12月新增13,100亿元，同比少增10582亿元

12月社融新增13,100亿元，同比少增10582亿元，但市场已有较充分预期，社融与M2剪刀差收窄，宽信用传导路径修复。企业债券与政府债券融资均同比走弱，前者主要系理财赎回引发的信用债取消发行潮，但企业贷款同比走强，企业端融资不弱，后者由于专项债发行前置，12月融资规模较低。表外三项新增规模延续下滑，9月以来通过银行票据冲量情况明显减少，未贴现汇票与票据融资对于社融与信贷贡献度逐步降低。

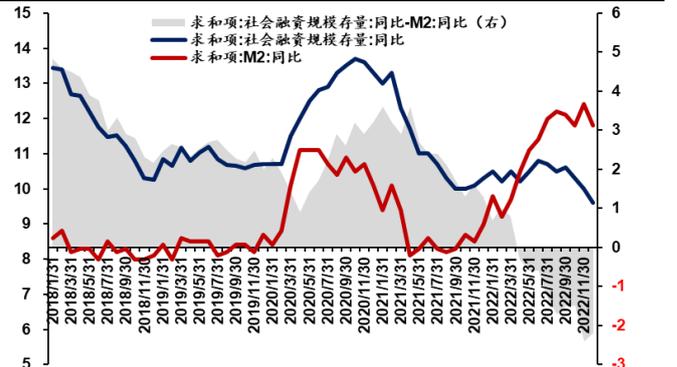
12月社融总量增速同比少增，而社融与M2剪刀差收窄。总量上看，12月新增社融13100亿元，比上年同期少增10582亿元，低于Wind一致预测的16118亿元，但市场对于12月社融同比转弱已有较充分预期。其次，社融与M2同比差额收窄0.2pct至2.2%，宽货币对宽信用的传导“堵塞”部分缓解。

图表1 社会融资规模当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表2 社融与M2同比增速（单位：%）

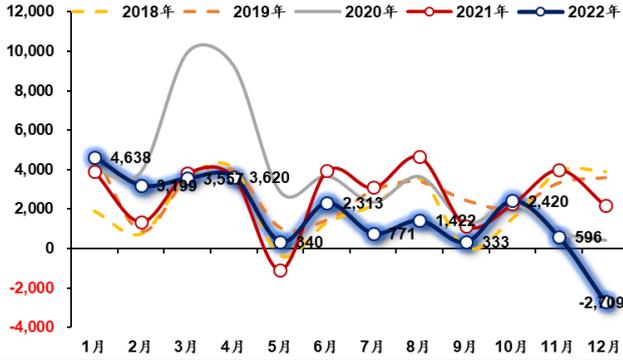


资料来源：Wind，华安证券研究所

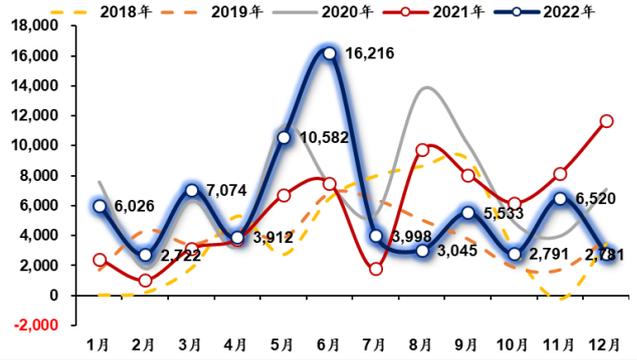
企业债券与政府债券融资环比、同比均走弱，主导因素在于理财赎回与政府债发行前置。受12月理财赎回潮与债市回调影响，企业债取消发行规模较前期明显提升，当月净融资转负为2709亿元，预计1月份企业债回归正常融资水平。政府债12月净融资规模环比下降3739亿元，主要原因在于2022年专项债发行前置，2023年预计继续前置发行，预计政府债券不构成2023年社融的拖累项。

图表3 企业债券当月新增（单位：亿元）

图表4 政府债券当月新增（单位：亿元）



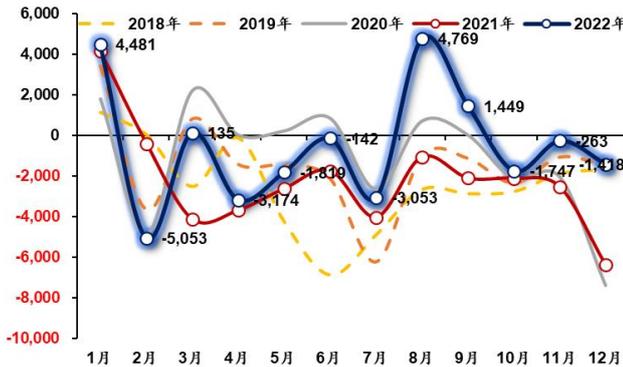
资料来源: Wind, 华安证券研究所



资料来源: Wind, 华安证券研究所

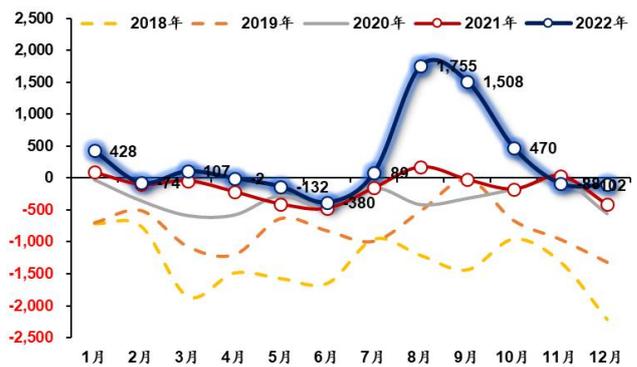
表外三项环比延续下滑趋势。12月表外三项新增-1418亿元, 同比多增4970亿元, 环比少增1155亿元。表外各分项均有一定程度下滑, 委托贷款自2022年8月政策性金融工具落地以来连续4个月下滑, 12月新增-102亿元; 信托贷款12月新增-764亿元, 环比少增399亿元。

图表5 表外三项当月新增(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

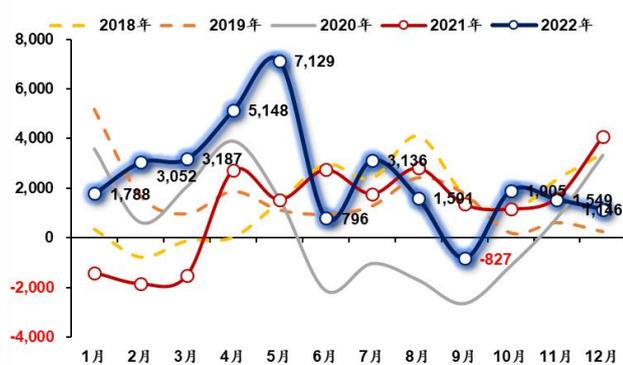
图表6 委托贷款当月新增(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

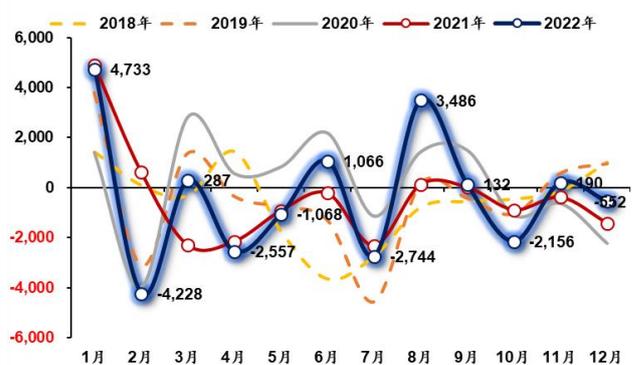
银行自2022年9月以来通过票据冲量情况明显减少, 票据对于社融与信贷贡献度逐步降低。票据融资12月环比走弱403亿元, 20年、21年环比均走强, 同比下滑2941亿元, 未贴现汇票新增-552亿元, 环比少增742亿元, 同比多增867亿元。

图表7 票据融资当月新增(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表8 未贴现汇票当月新增(单位: 亿元)



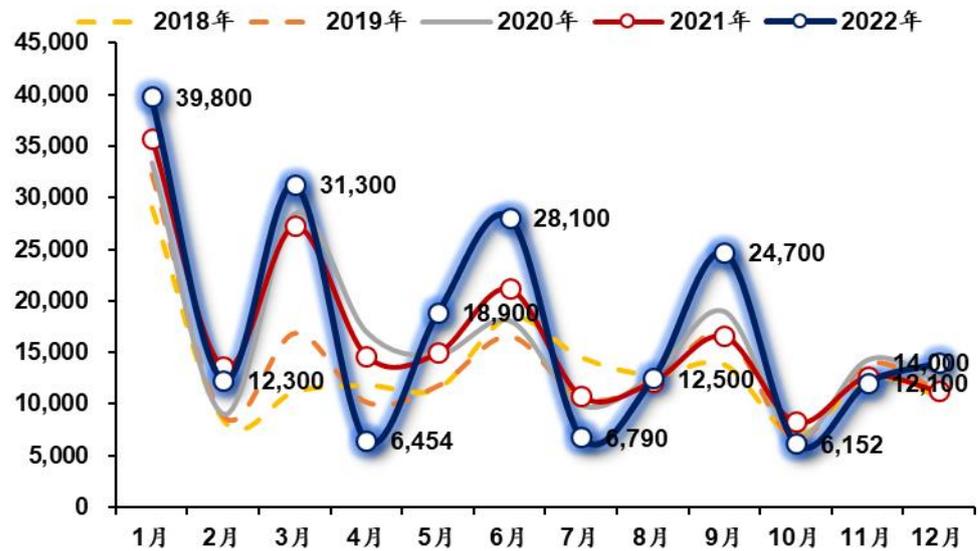
资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.2 信贷：12月新增14,000亿元，同比多增2700亿元

12月信贷呈现居民弱而企业强，短期弱而中长期强的特征。新增人民币同比多增2700亿元，环比亦多增1900亿元，信贷总量与结构修复明显。居民贷款方面，短期贷款受疫情影响环比少增270亿元，参考意义有限，长期贷款主要与按揭贷款相关，同比降幅较上年有所收窄，反映出居民购房意愿已边际回暖，1月以来地产政策密集出台，地产企业、项目融资或加速修复。企业贷款端，短期贷款环比少增175亿元，反映企业对未来预期仍较为谨慎，而中长贷同比多增8717亿元，考虑企业债券融资规模的收缩亦多增3841亿元，企业自身融资需求的修复是中长贷同比多增的重要原因。

2022年12月新增人民币贷款14000亿元，同比多增2700亿元，环比多增1900亿元。

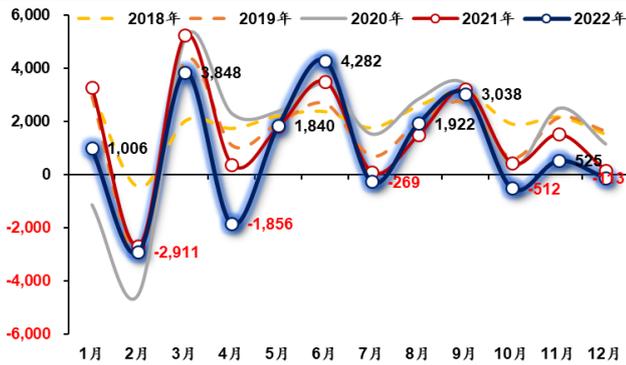
图表9 新增人民币贷款（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

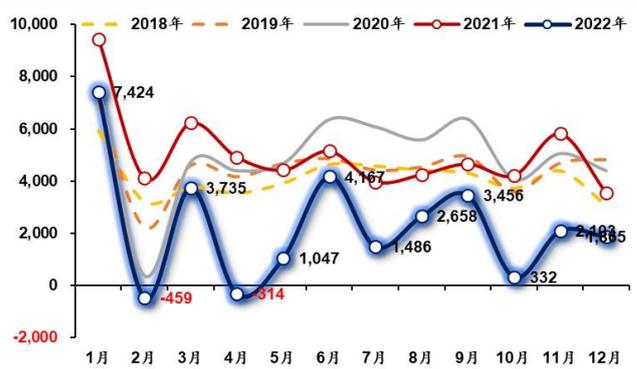
拆解来看，居民端融资需求仍偏弱。居民短期贷款新增-113亿元，环比少增270亿元，同比少增638亿元，居民短期贷款主要与消费意愿与收入预期相关，12月受疫情扰动与线下消费场景的缺失，居民短期贷款的环比少增在市场预期范围内。而12月居民中长期贷款环比少增238亿元，同比少增1693亿元，但同比降幅较上年有所收窄，反映出居民购房意愿已边际回暖，1月5日《建立首套住房贷款利率政策动态调整机制》出台，预计居民中长期贷款进入缓步修复期。

图表 10 居民短期贷款当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 居民中长期贷款当月新增 (单位: 亿元)

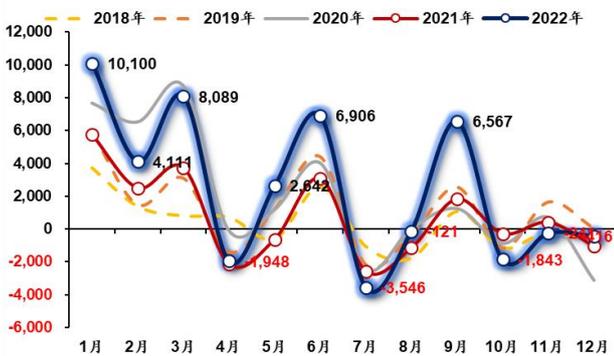


资料来源: Wind, 华安证券研究所

短期贷款环比仍较弱, 企业对于未来预期仍较为谨慎。2022 年 12 月企业短期贷款环比少增 175 亿元, 而同比多增 638 亿元, 短期贷款主要对应企业流动性需求, 环比少增反映企业对未来预期仍较为谨慎。

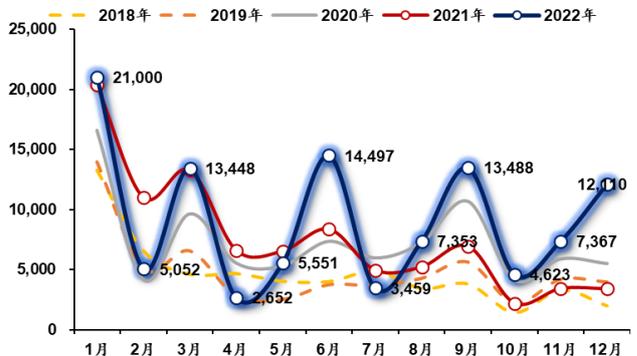
企业中长期贷款是社融的一大亮点, 12 月环比多增 4743 亿元, 同比多增 8717 亿元, 企业中长贷+企业债券融资环比亦多增 3841 亿元。一方面企业债券发行受阻被动提高了贷款规模, 但企业自身融资需求的修复也是中长贷同比多增的重要原因。

图表 12 企业短期贷款当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 企业中长期贷款当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.3 债市策略: 短期预计震荡, 长端中枢或上移

12 月社融数据回落, 但略强于市场预期, 一方面反映了韧性, 另一方面也和春节前一月的季节性规律有关。剔除信用债取消发行、疫情对居民企业端贷、政府债发行前置、表外项目新增回落等因素的影响, 12 月社融并未太弱, 信贷总量与结构还有所改善, 一方面是由于企业中长贷的明显改善, 另一方面是由于居民中长贷的环比少减。10 月以来在地产纾困、防疫优化等政策影响下, 债市根据“强预期+弱现实”的逻辑演绎, 10Y 国债一度上行至 2.9% 以上, 12 月政策加码放缓, 债市回归基本面弱现实定价逻辑, 前期带动利率向下修复的基本面可能反转成为导致中枢上移的催化剂。

但短期并不用过度担心基本面修复对债市产生冲击, 从地产、基建、制造业、个贷

需求来看，1月难觅显著增长极，普遍指向前低后高、逐步放量，预计短期债市仍以震荡为主，至少1月份社融难以对债市构成冲击。

长期来看，一季度为政策密集期，各类政策仍需一定时间见效，一季度还将面临疫情达峰、理财到期（2-3月）、地方债发行等偏空因素，长债中枢或高于当前水位。

2 风险提示：

疫情存在不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。