

双因素拖累数据，政策继续呵护 ——12月社融数据点评

摘要

- **新增社融低于预期，人民币贷款受政策提振。**12月末，社融存量同比增长9.6%，增速较上月减少0.4个百分点，受疫情影响，当前消费生产活动尚未全面恢复，实体经济融资需求仍待进一步改善，2022年全年社融增量为32.01万亿元，比上年多6689亿元，12月社融增量为1.31万亿元，比上年同期少1.05万亿元，人民币贷款增加1.4万亿元，同比多增2665亿元，降准及政策性开发性金融工具、设备更新改造专项再贷款落地，对贷款有支撑，2022年以来，央行多次打开货币政策工具箱，“呵护”实体经济，预计2023年货币政策的基调仍是稳健的，短期货币政策的呵护仍将得到延续。
- **直接融资拖累整体社融增量，表外融资占比回落。**12月直接融资在企业债券融资、政府债券融资都较弱下，占比较11月继续回落27.89个百分点。12月新增政府债券融资规模达2781亿元，在2021年地方专项债发行节奏后置、2022年靠前发行的背景下，政府债券融资同比少增，预计2023年一季度新增专项债的额度将较可观，拉动政府债券新增融资；12月企业债券融资减少2709亿元，与近期理财赎回潮有关，市场情绪偏弱。表外融资占比降幅扩大，不同分项融资都有所减少。
- **企业中长期贷款增长较多，居民贷款回落明显。**2022年全年，人民币贷款增加21.31万亿元，同比多增1.36万亿元。12月单月，人民币贷款增加1.4万亿元。其中企（事）业单位贷款增加12840亿元，短期贷款继续减少416亿元，受疫情及季末因素影响，中长期贷款增加12110亿元。12月，住户贷款增加1752亿元，同比少增1963亿元，连续14个月同比少增，疫情对居民消费情绪形成明显拖累，购物节及春节临近没有明显拉动居民消费增长，居民短期贷款减少113亿元，居民中长期贷款增加1865亿元，同比少增1693亿元，整体房地产市场景气度仍有待改善。后续在稳增长政策及房地产市场企稳下，居民端贷款或将逐步改善。
- **M2增速超预期回落，居民存款同比多增。**12月末，M2同比增长11.8%，增速比上月末低0.6个百分点，低于预期。2022年全年人民币存款增加26.26万亿元，同比多增6.59万亿元，12月单月人民币存款增加7242亿元，同比少增4403亿元，其中住户存款增加2.89万亿元，同比多增1万亿元，居民在疫情及在理财赎回等影响下持谨慎态度。12月，M1同比增长3.7%，受疫情影响，增速比上月末低0.9个百分点。
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

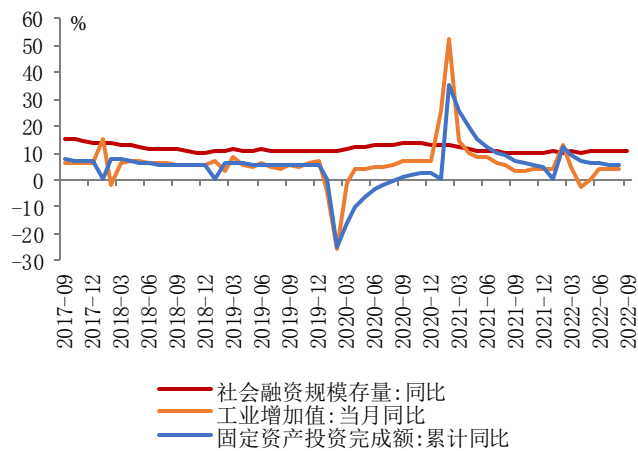
1. 波动与趋势，如何看大宗商品的超级周期？（2023-01-09）
2. 政策工具蓄势加力，海外经济运行偏弱（2023-01-07）
3. 疫情冲击，景气继续探底——12月PMI数据点评（2023-01-01）
4. 新年将启，政策何期？（2022-12-30）
5. 三年国改收官，新篇章如何续写？（2022-12-29）
6. 政策助力高质量发展，日央行意外“转向”（2022-12-23）
7. 稳中重质，进而求新——2022年中央经济工作会议解读（2022-12-18）
8. 国内多政策齐发，超级央行周释放信号（2022-12-16）
9. 分化的表现，生产和需求都有待改善（2022-12-16）
10. 遇寒后，更待政策发力扶春起——11月社融数据点评（2022-12-13）

12月，社融增量同比少增，人民币贷款同比多增。政府债券融资放缓、企业贷款受疫情及理财赎回等影响当月减少，拖累直接融资表现，后续在政策支持下有望有所改善。企业部门贷款结构好转，居民部门短期贷款及中长期贷款同比少增，疫情仍对消费有负面影响，购房热情有待改善。后续稳增长政策将继续发力，积极的财政政策加力提效，随着疫情情况的改善，企业和居民融资需求将有所改善。

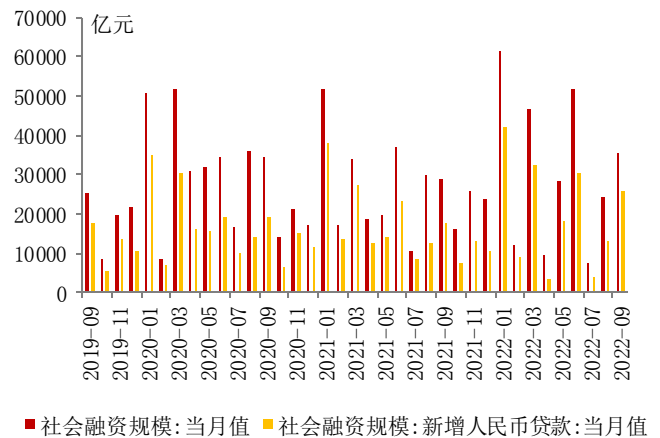
1 新增社融低于预期，人民币贷款受政策提振

新增社融同比少增，新增人民币贷款同比多增。从社融存量看，12月末，社会融资规模存量为344.21万亿元，同比增长9.6%，增速较上月减少0.4个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为212.43万亿元，同比增长10.9%，增速较前值增加0.1个百分点。从结构看，12月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.7%，同比提高0.2个百分点。受疫情影响，当前消费生产活动尚未全面恢复，实体经济融资需求仍待进一步改善。从社融增量看，2022年全年社会融资规模增量累计为32.01万亿元，比上年多6689亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加20.91万亿元，同比多增9746亿元；从结构看，全年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的65.3%，同比高1.7个百分点。12月份，社会融资规模增量为1.31万亿元，环比11月少增6774亿，比上年同期少1.05万亿元。此外，2022年全年人民币贷款增加21.31万亿元，同比多增1.36万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少5254亿元，同比多减6969亿元。单月来看，12月份，人民币贷款增加1.4万亿元，同比多增2665亿元，降准及政策性开发性金融工具、设备更新改造专项再贷款落地，对贷款有支撑。疫情扰动使短期内经济活动受到一定波动，虽然政策仍在发力，保交楼和基建贷款投放可能较快，但短期融资和居民贷款需求仍然较弱。

2022年以来，央行多次打开货币政策工具箱，“呵护”实体经济：总量上，两次下调金融机构存款准备金率、累计三次下调贷款市场报价利率（LPR）；结构上，先后推出科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款、设备更新改造专项再贷款等结构性货币政策工具，持续加强对“三农”、小微企业、民营企业和绿色发展的支持。2022年年末召开的中央经济工作会议提出，稳健的货币政策要精准有力。我们认为2023年货币政策的基调仍是稳健的，但同时也会调节好货币闸门，注重松紧适度，强化金融稳定保障体系。在经济内生动力修复过程中，货币政策的呵护预计仍将得到延续，之后随着经济回升态势得到确定，货币政策或由松转稳，保持宏观杠杆率基本稳定。同时，结构性货币政策仍将继续得到强化，继续配合财政、产业政策稳增长，并扩大精准滴灌范围。

图 1：社融存量同比增速小幅回升


数据来源: wind、西南证券整理

图 2：新增人民币贷款量回升


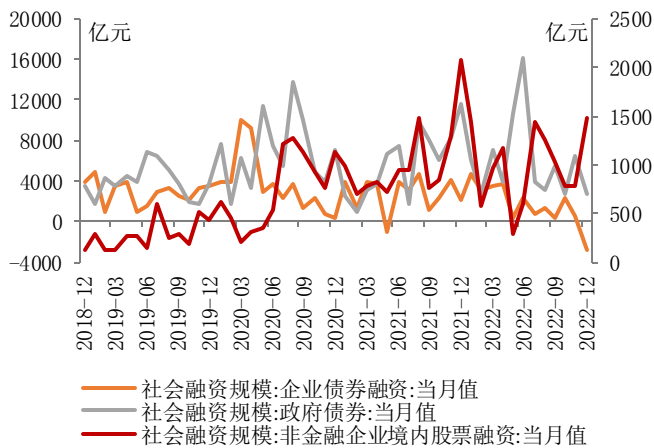
数据来源: wind、西南证券整理

2 直接融资拖累整体社融增量，表外融资占比回落

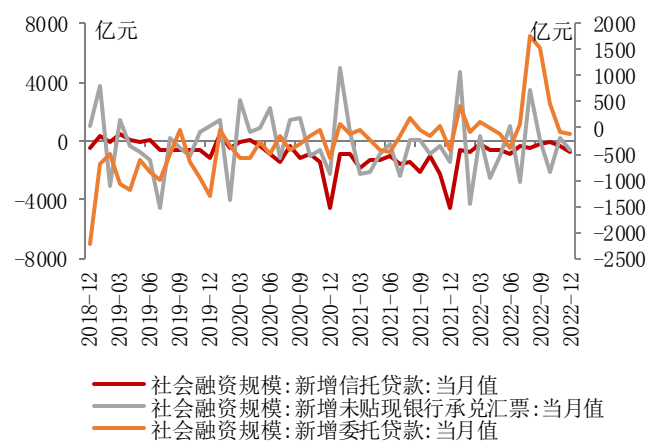
从社融结构看，12月直接融资在企业债券融资、政府债券融资都较弱的背景下，占比回落明显。2022年全年，金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加20.91万亿元，同比多增9746亿元，占同期社会融资规模的65.32%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少5254亿元，同比多减6969亿元，占比为-0.02%。直接融资方面，全年看，政府债券对直接融资的拉动作用较明显，政府债券净融资7.12万亿元，同比多1074亿元；企业债券净融资2.05万亿元，同比少1.24万亿元；非金融企业境内股票融资1.18万亿元，同比少376亿元。单月来看，12月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为109.57%，较上月大幅回升51.97个百分点，也是自2018年5月后，新增人民币贷款首次超过新增社融规模，直接融资和表外融资表现都偏弱。12月新增直接融资1557亿元，同比大幅少增14359亿元，环比少增6347亿元，直接融资新增量的回落主要受企业债券融资减少、新增政府债券融资放缓影响，12月新增直接融资占同期社会融资规模增量的11.89%，占比较11月继续回落27.89个百分点，也是自2021年1月后再次占比回落到15%之下。其中，12月直接融资的最大贡献项依然是政府债券融资，12月新增政府债券融资规模达2781亿元，在2021年地方专项债发行节奏后置、2022年靠前发行的背景下，政府债券融资同比少增8893亿元，较上月环比少增3739亿元。2022年全年地方政府债券发行约7.37万亿元，这也是继2021年以来第二次站上7万亿台阶，其中新增债券约4.76万亿元，创历史新高，反映政府投资力度加大以稳经济，且2022年四季度国务院允许地方动用存量5000多亿元专项债额度，也推动了新增债券规模创新高。从地域看，地方政府债券资金分配进一步向经济大省、财政强省倾斜，主要投向交通、市政和产业园、棚改、社会事业等领域。2023年新增地方政府专项债即将开闸发行，截至1月4日中午，已有17个省份和计划单列市公布了一季度或1月的专项债发行计划，发行总额达到7865亿元，其中1月发行额达3151亿元。在积极的财政政策要加力提效的要求下，预计一季度新增专项债的额度将较可观。**企业债券方面**，12月企业债券融资减少2709亿元，同比多减4876亿元，环比也多减3305亿元。企业债券融资自2021年5月后首次出现减少，与近期理财赎回潮有关，市场情绪偏弱，部分债券取消发行。2022年，银行间债券市场共发行民营房企债券487.2亿元，同比增24.4%；支持民营房企注册1415亿元，同比增249.7%。在“第二支箭”框架下，中债增进公司为民

营房企 205 亿元债券的发行提供增信支持。后续，在房地产市场企稳，市场情绪修复下，企业债券融资有望回暖。12 月，非金融企业境内股票融资 1485 亿元，同比少增 590 亿元，环比多增 697 亿元。

表外融资占比降幅扩大，不同分项融资都有所减少。2022 年全年，多减 6969 亿元；委托贷款增加 3579 亿元，同比多增 5275 亿元；信托贷款减少 6003 亿元，同比少减 1.41 万亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 3411 亿元，同比少减 1505 亿元。单月来看，12 月，表外融资减少 1418 亿元，同比少减 4970 亿元，环比多减 1155 亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为 -10.8%，较上月继续回落 9.5 个百分点。其中，12 月，委托贷款减少 102 亿元，同比少减 314 亿元，环比多减 14 亿元；未贴现银行承兑汇票减少 552 亿元，同比少减 867 亿元，环比 11 月多减 742 亿元；信托贷款减少 764 亿元，环比多减 399 亿元，同比少减 3789 亿元。表外融资仍偏弱，但结构有所改善。

图 3：12 月直接融资各分项表现


数据来源：wind、西南证券整理

图 4：12 月表外融资分项表现


数据来源：wind、西南证券整理

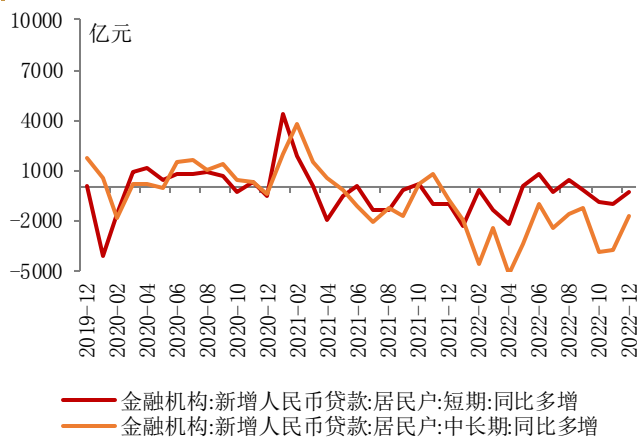
3 企业中长期贷款增长较多，居民贷款回落明显

与上月趋势一致，企业短期贷款减少，中长期贷款回升明显。2022 年全年，人民币贷款增加 21.31 万亿元，同比多增 1.36 万亿元；分部门看，住户贷款增加 3.83 万亿元，其中，短期贷款增加 1.08 万亿元，中长期贷款增加 2.75 万亿元；企（事）业单位贷款增加 17.09 万亿元，其中，短期贷款增加 3.03 万亿元，中长期贷款增加 11.06 万亿元，票据融资增加 2.96 万亿元；非银行业金融机构贷款增加 1254 亿元。单月来看，12 月，人民币贷款增加 1.4 万亿元，同比多增 2665 亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加 12840 亿元，从贷款结构来看，短期贷款继续减少 416 亿元，同比少减 638 亿元，环比 11 月多减 175 亿元，12 月一方面受到国内疫情的负面影响，另一方面也受到季末及靠近春节影响，企业短期贷款减少；企业中长期贷款增加 12110 亿元，环比 11 月多增 4743 亿元，同比大幅多增 8717 亿元。企业贷款结构继续改善。12 月，疫情对企业产需、用工、物流等多方面形成冲击，2022 年 12 月份中国制造业采购经理指数较上月下降 1.0 个百分点至 47.0%，连续 3 个月处于收缩区间。制造业生产和需求均表现低迷，且疫情导致员工上岗率下降，对企业生产的影响更深。12 月下旬，部分城市客运量开始回升，中央经济工作会议部署的政策力度不减，国常会及发改委等继续促稳增长政策落地，短期疫情仍对企业融资有一定负面影响季末

经济复苏下，企业融资需求将有所改善。12月，票据融资增加 1146 亿元，同比少增 2941 亿元，环比少增 403 亿元。

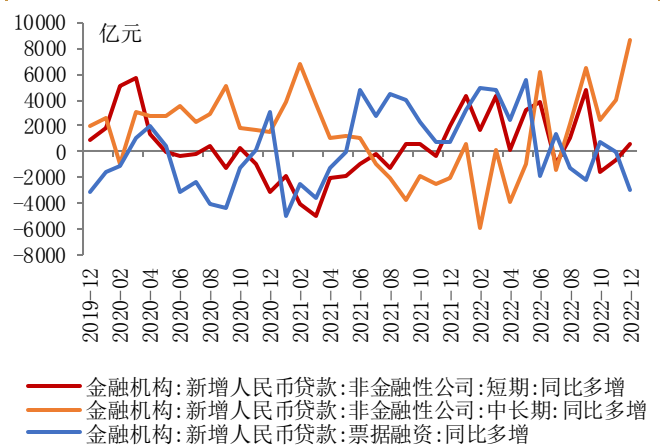
住户短期及中长期贷款都同比少增，对整体贷款形成拖累。12月，住户贷款增加 1752 亿元，环比少增 876 亿元，且同比少增 1963 亿元，连续 14 个月同比少增。其中，居民短期贷款减少 113 亿元，同比多减 270 亿元，且环比多减 638 亿元，疫情对居民消费情绪形成明显拖累，购物节及春节临近没有明显拉动居民消费增长。12月，居民中长期贷款增加 1865 亿元，环比少增 238 亿元，同比少增 1693 亿元，整体房地市场景气度仍有待改善。2022 年 12 月 27 日，央行发布 2022 年第四季度城镇储户问卷调查报告，第四季度居民收入信心指数为 44.4%，比第三季度下降 2.1 个百分点，23.3% 的居民认为收入“减少”，比前值增加 5.2 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 61.8%，比第三季度增加 3.7 个百分点，倾向于“更多消费”的居民占 22.8%，与前值基本持平；对于 2023 年一季度房价，只有 14% 的居民预期“上涨”。在疫情影响下，居民购房热情改善仍需时间，后续在稳增长政策及房地产市场企稳下，居民端贷款或将逐步改善。

图 5：居民部门贷款仍同比少增



数据来源: wind、西南证券整理

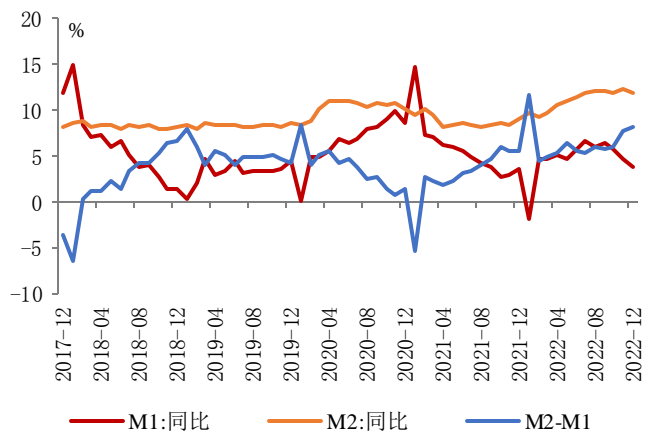
图 6：企（事）业单位中长期贷款同比多增



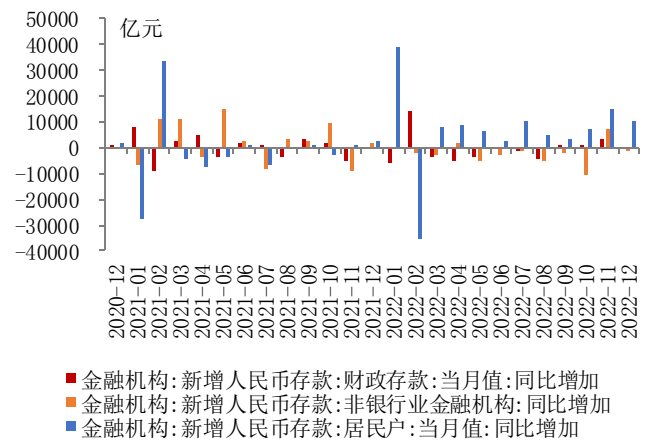
数据来源: wind、西南证券整理

4 M2 增速超预期回落，居民存款同比多增

剪刀差走阔，M2 增速回落。12 月末，广义货币 (M2) 余额 266.43 万亿元，同比增长 11.8%，增速比上月末低 0.6 个百分点，低于预期，比上年同期高 2.8 个百分点。12 月末，本外币存款余额 264.45 万亿元，同比增长 10.8%；月末人民币存款余额 258.5 万亿元，同比增长 11.3%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2 个百分点。2022 年全年人民币存款增加 26.26 万亿元，同比多增 6.59 万亿元。其中，住户存款增加 17.84 万亿元，今年以来，居民储蓄意愿持续增强，短期受消费场景受限、生产性活动受阻等因素影响；非金融企业存款增加 5.09 万亿元；财政性存款减少 586 亿元；非银行业金融机构存款增加 1.38 万亿元。单月来看，12 月份，人民币存款增加 7242 亿元，同比少增 4403 亿元。其中，住户存款增加 2.89 万亿元，同比多增 1 万亿元，居民在疫情及在理财赎回等影响下持谨慎态度；非金融企业存款增加 824 亿元，同比少增 1.28 万亿元；财政性存款减少 1.09 万亿元，同比多减 555 亿元；非银行业金融机构存款减少 5328 亿元，同比多减 1485 亿元。狭义货币 (M1) 余额 67.17 万亿元，同比增长 3.7%，受疫情影响，增速比上月末低 0.9 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 8.1 个百分点，较上月扩大 0.3 个百分点，实体经济活跃度偏弱。

图 7：12 月 M2 增速回落


数据来源：wind、西南证券整理

图 8：12 月居民存款同比多增


数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn