

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

居民房贷的拖累问题仍未解决

2023年1月11日

- **人民币贷款年末冲高，企业中长贷大幅多增。**12月人民币贷款延续季末冲高特征，同比多增2700亿元，超市场预期。分项上，居民预期转弱，消费与购房意愿客观上受到感染高峰抑制，居民房贷与短期贷款均延续少增局面。企业中长贷同比多增8717亿元，创下有数据统计以来最高单月增幅。1月10日央行联合银保监会召开信贷座谈会，多项政策工具有望在2023年延续使用，继续为企业中长贷回升增添助力。票据融资同比少增2941亿元，11月颁布的“票据新规”影响已开始体现。
- **社融增速首次低于10%，政府和企业债融资拖累最大。**12月新增社融1.31万亿元，不及人民币贷款单项增幅，存量增速降至9.6%，历史上首次低于10%。分项上，国债净融资额少增与地方债发行节奏错位下，政府债融资同比少增8893亿元，为最大拖累项。企业债融资受理财、债基赎回，发行利率上升等影响，同比少增4876亿元。表外融资呈现为正向贡献，其中委托贷款连续第2月减少，与PSL表现同步，与政策性开发性金融工具投放完毕有关。外币贷款受汇率影响表现为同比多减。
- **居民储蓄率高企，M2增速维持高位。**12月M2增速下降0.6个百分点至11.8%，仍居高位，M1增速降至3.7%，反映出实体经济的资金活跃度依然偏低。分项上，居民存款贡献存款增长的特征明显。企业存款同比少增幅度较大，或与今年春节时点靠前，“存款搬家”现象有关。非银存款同比多减，或与理财、债基赎回有关。财政存款持续放量。
- **居民预期有待扭转，关注政策加码空间。**2022年以来，新增居民贷款持续弱于往年，其中居民房贷的拖累最为明显。从央行调查问卷结果来看，2022Q4居民房价预期较为悲观，居民预期转弱、需求收缩的压力仍然比较大。从2023年经济工作扩大内需的角度出发，居民需求复苏是未来经济修复的关键一环。关注未来有关政策的加码空间，包括可能出现的降息、LPR下调，主要城市限购限贷政策的进一步放松等。
- **风险因素：**防疫政策调整早期感染率上升，国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。

目 录

一、人民币贷款年末冲高，企业中长贷大幅多增	3
二、社融增速首次低于10%，政府和企业债融资拖累最大	5
三、居民储蓄率高企，M2 增速维持高位	7
四、居民预期有待扭转，关注政策加码空间	8
风险因素	9

图 目 录

图 1: 12 月新增人民币贷款超预期多增	3
图 2: 2022 年新增信贷季末冲高、季初回落的季节性特征尤其明显	3
图 3: 2022 年四季度居民收入预期转弱	4
图 4: 2022 年四季度居民储蓄意愿上升，投资意愿下降，消费意愿持平	4
图 5: 12 月企业中长贷延续回升趋势	5
图 6: 12 月新增社融同比少增 1.06 万亿元	6
图 7: 2022 年 11-12 月债市和货币市场利率明显上行	6
图 8: 委托贷款、PSL 与政策性开发性金融工具息息相关	7
图 9: 12 月 M2、M1 增速剪刀差扩大	7
图 10: 12 月新增人民币存款分项表现	8
图 11: 2019-2022 年新增居民贷款季节性表现	8
图 12: 2022 年四季度居民房价预期进一步转弱	9

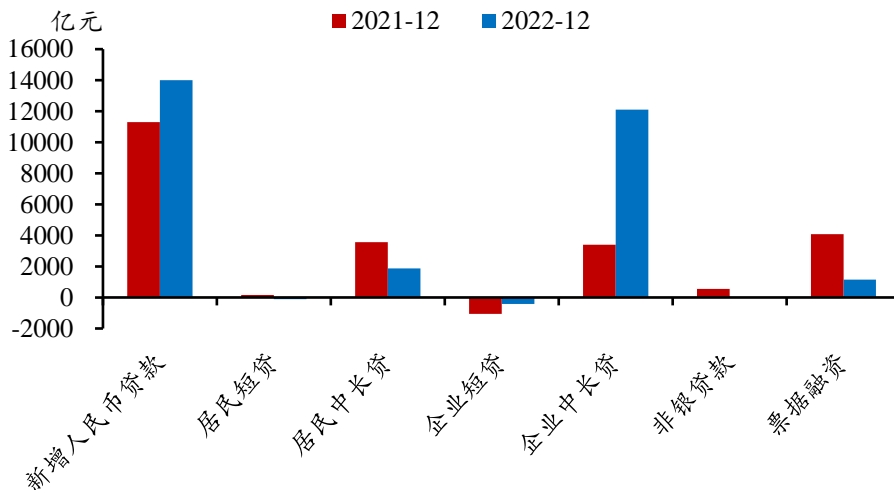
事件：

2023年1月10日，央行公布2022年12月金融数据：新增人民币贷款1.4万亿元，预期1.24万亿元，前值1.21万亿元。新增社会融资规模1.31万亿元，前值1.99万亿元。M2同比增长11.80%，预期12.02%，前值12.40%。

一、人民币贷款年末冲高，企业中长贷大幅多增

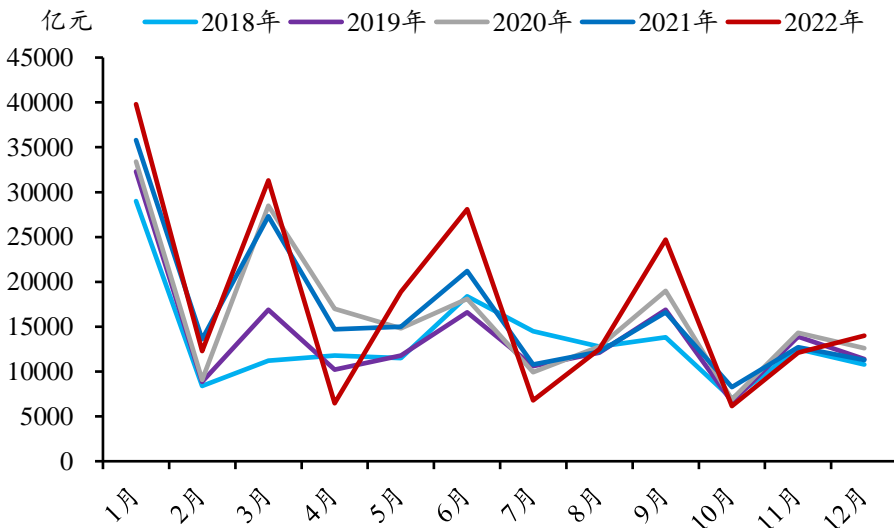
人民币贷款延续季末冲高特征，12月增量超市场预期。四季度以来，监管部门进一步加强了对于银行信贷投放的要求，包括鼓励加大制造业中长期贷款和房地产贷款投放力度等。在政策性开发性金融工具、新增专项债、设备更新改造再贷款等多项再贷款工具的支持下，银行有较为充足的年末项目储备，12月新增人民币贷款1.4万亿元，同比多增2700亿元。

图 1：12月新增人民币贷款超预期多增



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：2022年新增信贷季末冲高、季初回落的季节性特征尤其明显



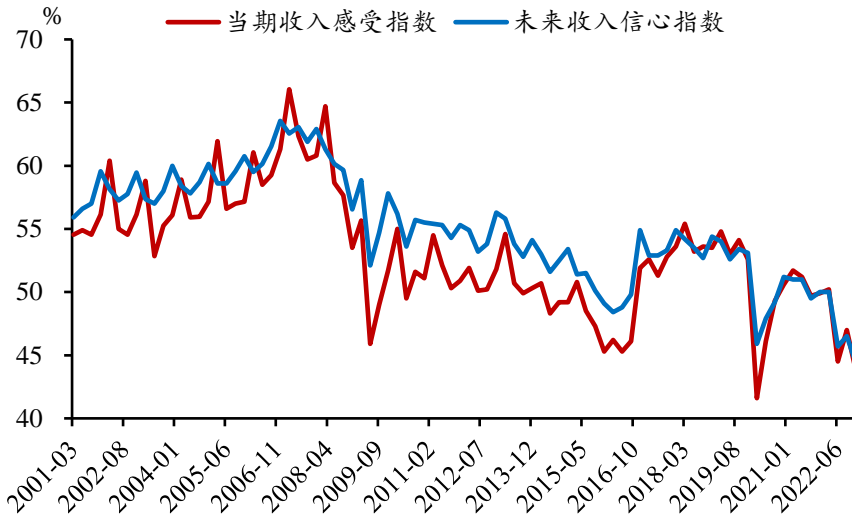
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从分项上看：

1) 居民预期转弱，贷款延续少增局面。2022年12月末，央行披露了四季度问卷调查结果。最新数据显示，2022年四季度居民当期收入感受指数环比下滑3.2个百分点至43.8%，未来收入信心指数环比下滑2.1个百分点至

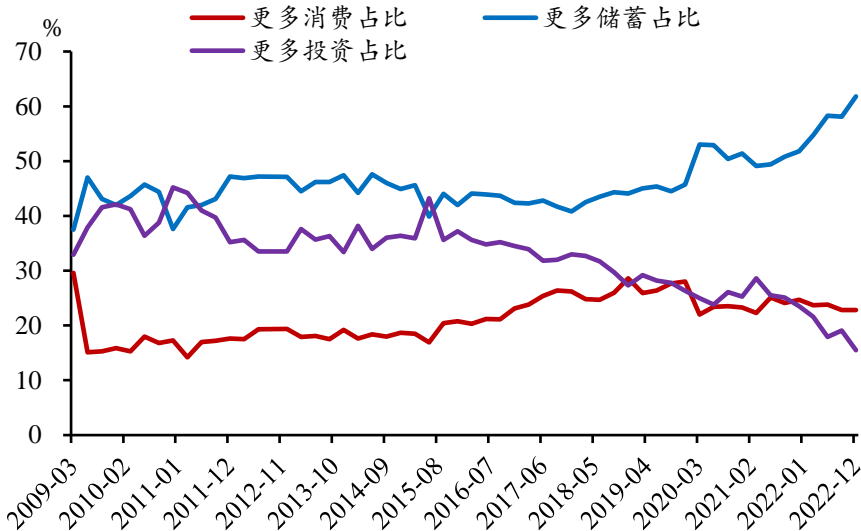
44.4%。叠加 12 月疫情散发、多地迎来首轮感染高峰，居民出行、消费以及购房意愿均受到抑制。四季度更多储蓄占比升至 61.8%，创下历史新高。更多消费占比持平上期，录得 22.8%，更多投资占比环比下降 3.6 个百分点至 15.5%。反映到贷款层面，12 月新增居民中长贷（房贷）1865 亿元，同比少增 1693 亿元，拖累明显。居民短贷减少 113 亿元，同比多减 270 亿元。

图 3：2022 年四季度居民收入预期转弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：2022 年四季度居民储蓄意愿上升，投资意愿下降，消费意愿持平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 企业中长贷创下单月最高增幅。12 月新增企业中长贷 1.21 万亿元，同比多增 8717 亿元，创下有数据统计以来最高单月增幅。企业中长贷余额增速升至 14.7%，较 2022 年 5 月份增速低点回升 3.3 个百分点。

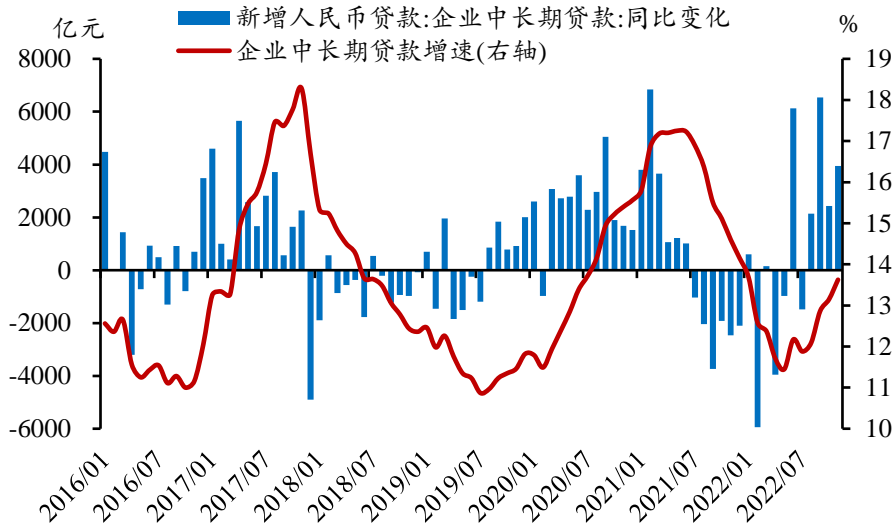
企业中长贷增速扩张是多项政策工具落地生效的结果。2023 年 1 月 10 日央行联合银保监会召开主要银行信贷工作座谈会，会议指出各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力。要及时跟进政策性开发性金融工具配套融资，延续发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力。还要继续用好碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、交通物流专项再贷款等结构性货币政策工具。**基于会议内容，多项政策工具有望在 2023 年延续使用，继续为企业中长贷回升增添助力。**

企业短贷方面，受疫情、出口增速持续回落等因素的影响，12 月企业短贷减少 416 亿元，同比少减 638 亿元，

同样呈现为正向贡献。

3) 票据融资同比少增 2941 亿元。一方面 2021 年 12 月同样受疫情影响面临较大经济下行压力，彼时银行依靠做多票据融资补足信贷规模的迹象更加明显，造成基数较高。另一方面，2022 年 11 月央行、银保监会正式发布修订后的《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》，于 2023 年 1 月 1 日起施行。新规从缩短票据期限、新设两项上限指标、强调交易真实性、完善违规操作罚则等方面进一步加强票据市场管理。随着业务整改落地，2023 年起票据开具规模或趋于下降，12 月新增票据融资同比少增幅度较大，可能已开始体现新规的影响。

图 5：12 月企业中长贷延续回升趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、社融增速首次低于 10%，政府和企业债融资拖累最大

12 月新增社融规模 1.31 万亿元，不及新增人民币贷款单项增幅，当月同比少增 1.06 万亿元。社融存量同比增速降至 9.6%，较上月下降 0.4 个百分点，为历史上首次增速低于 10%。分项上看：

1) 国债净融资额少增与地方债发行节奏错位下，政府债融资同比少增 8893 亿元。国债净融资额同比少增是最主要的原因，WIND 数据显示，2022 年 12 月国债发行规模同比多增 7112 亿元，但同时到期量同比多增 1.17 万亿元，导致当月净融资额同比少增 4585 亿元，对政府债融资形成拖累。地方政府债的错位发行是另外一大原因，2021 年下半年地方政府债提速发行，12 月发行规模达 3179 亿元。2022 年地方政府债发行节奏前置，其中新增专项债限额基本于上半年发行完毕，12 月地方政府债发行规模不足 1000 亿元。

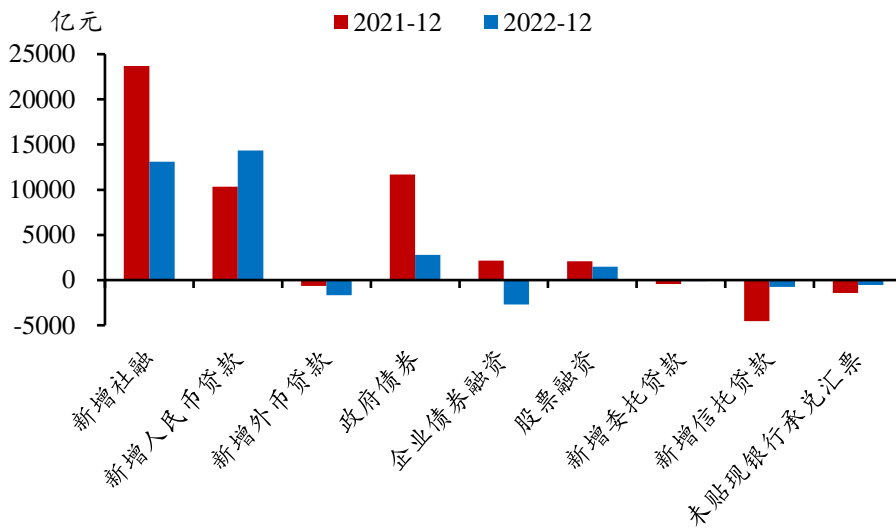
2) 取消发行潮影响下，企业债融资同比少增 4876 亿元。Wind 数据显示，2022 年 12 月份，合计有 190 只信用债取消发行，涉及债券发行规模达到 1179.98 亿元，数量和规模创年内新高。受此影响，当月企业债融资同比少增幅度较大，对新增社融形成明显拖累。究其原因，主要是 2022 年 11-12 月债市陷入大幅调整，银行理财和债基大规模赎回，传导至一级市场导致发行利率上行、企业债发行难度加大所致。

3) 表外融资呈现为正向贡献，合计同比少减 4970 亿元。其中，新增信托贷款同比少减 3789 亿元，新增未贴现银票同比少减 867 亿元。主要由于 2021 年处于资管新规过渡期内，金融机构持续压缩表外融资，从而基数较低。需要注意的是，12 月委托贷款减少 102 亿元、同比少减 314 亿元，与 PSL 表现同步（12 月减少 171 亿元）。PSL 是 7400 亿政策性开发性金融工具的重要资金来源，工具在投放过程中又部分以委托贷款形式落地，这就造成了 2022 年三、四季度以来 PSL 和委托贷款增多的情况。随着政策工具的投放完毕，两项指标的回落属于正常现象。

其他分项上，新增外币贷款同比多减 1016 亿元，与 12 月美元兑人民币汇率中枢仍位于 6.98 的相对低位有关，企业外汇兑付成本较高，从而外币贷款需求收缩。股票融资同比少增 590 亿元，社融口径下新增人民币贷款同比

多增 4004 亿元，是贡献最高的分项。

图 6：12 月新增社融同比少增 1.06 万亿元

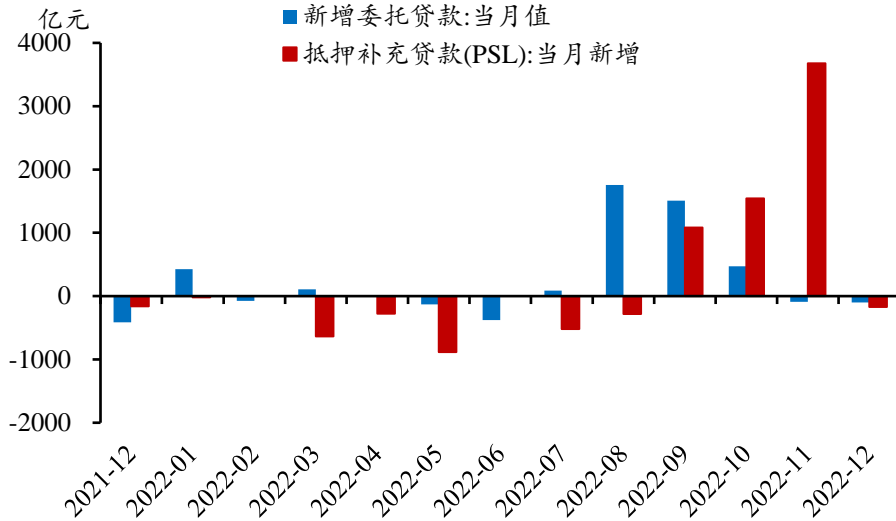


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：2022 年 11-12 月债市和货币市场利率明显上行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

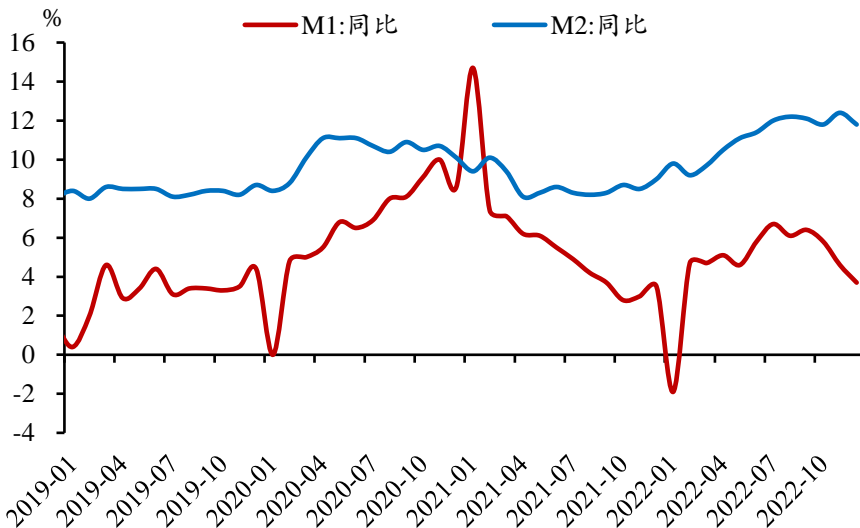
图 8：委托贷款、PSL 与政策性开发性金融工具息息相关


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

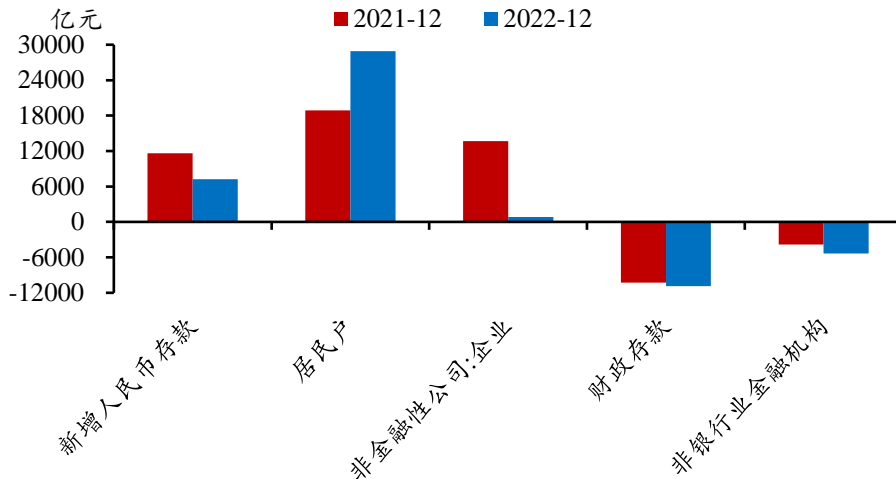
三、居民储蓄率高企，M2 增速维持高位

12 月 M2 增速下降 0.6 个百分点至 11.8%，仍居高位。M1 增速下降 0.9 个百分点至 3.7%。M2-M1 增速剪刀差扩大，反映出实体经济的资金活跃度依然偏低。

分项上看，居民存款贡献存款增长的特征明显。12 月居民存款同比多增 1 万亿元，反映出居民投资与消费倾向仍受抑制，储蓄率高企，与央行调查问卷结果相一致。其他分项上，企业存款同比少增 1.28 万亿元，或与今年春节时点靠前，“存款搬家”现象有关。非银存款同比多减 1485 亿元，或与银行理财、债基的大规模赎回有关。财政存款持续放量，同比多减 555 亿元。

图 9：12 月 M2、M1 增速剪刀差扩大


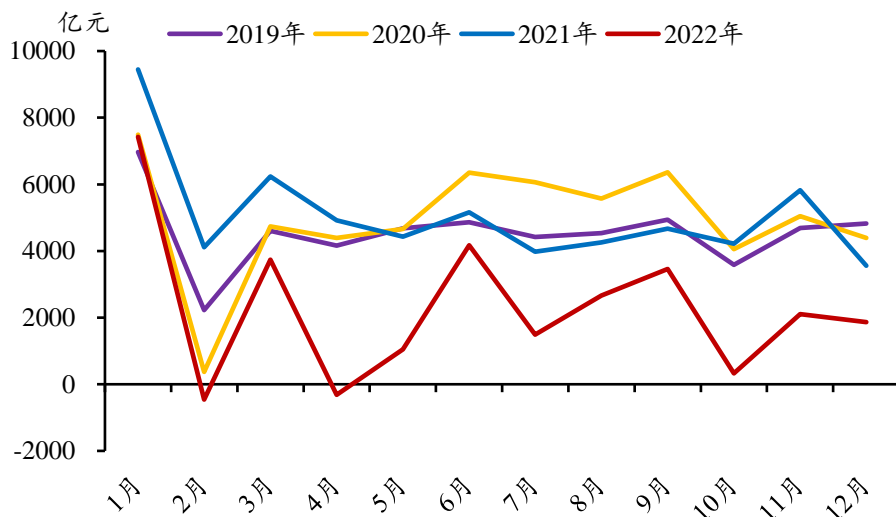
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：12月新增人民币存款分项表现


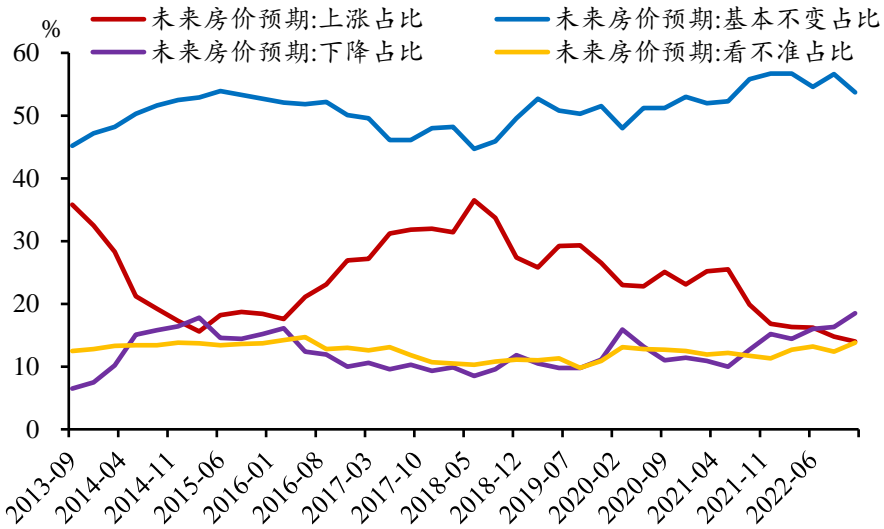
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、居民预期有待扭转，关注政策加码空间

新增居民贷款持续弱于往年的情形并不多见。2022年，居民贷款的单月增幅均弱于往年同期水平，其中居民房贷的拖累最为明显。从央行关于未来房价预期的问卷调查结果来看，2022年四季度预期未来房价上涨的居民占比进一步下降、预期未来房价下降的居民占比进一步上升。可见居民预期转弱、需求收缩的压力仍然比较大。从2023年经济工作扩大内需的角度出发，居民需求复苏是未来经济修复的关键一环。关注未来有关政策的加码空间，包括可能出现的降息、LPR下调，主要城市限购限贷政策的进一步放松等。

图 11：2019-2022年新增居民贷款季节性表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12：2022 年四季度居民房价预期进一步转弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

防疫政策调整早期感染率上升，国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。