

# 宏观

证券研究报告

2023 年 01 月 11 日

## 12 月信贷数据不弱

2022 年 12 月金融数据，主要看点有三个：一是社融数据代表的信用总量，二是 M1 增速代表的货币流动性，三是中长期企业贷款代表的信用结构。其中，社融存量同比增速相比 11 月下滑 0.4 个百分点至 9.6%；M1 同比增速相比 11 月下滑 0.9 个百分点至 3.7%；但是，人民币贷款特别是企业贷款同比不跌反涨，12 月人民币贷款增加 1.4 万亿元，同比多增 2665 亿元，其中企事业单位贷款增加 1.26 万亿，同比多增 6017 亿元。

社融和 M1 增速的下滑反映的还是疫情冲击下生产和消费受到短期压制的弱现实，但企事业单位中长期贷款连续数月的修复以及近期票据利率大幅上行或也预示着目前信贷的投放情况较为乐观，考虑到疫情对经济的冲击正在快速过去，国内的“人流”、“物流”稳步修复以及政策持续发力，我们认为目前国内经济好转正在从预期走向现实。

**风险提示：**疫情对经济特别是实体融资需求的冲击超过目前预期；信贷投放不及预期，经济修复进程偏慢

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

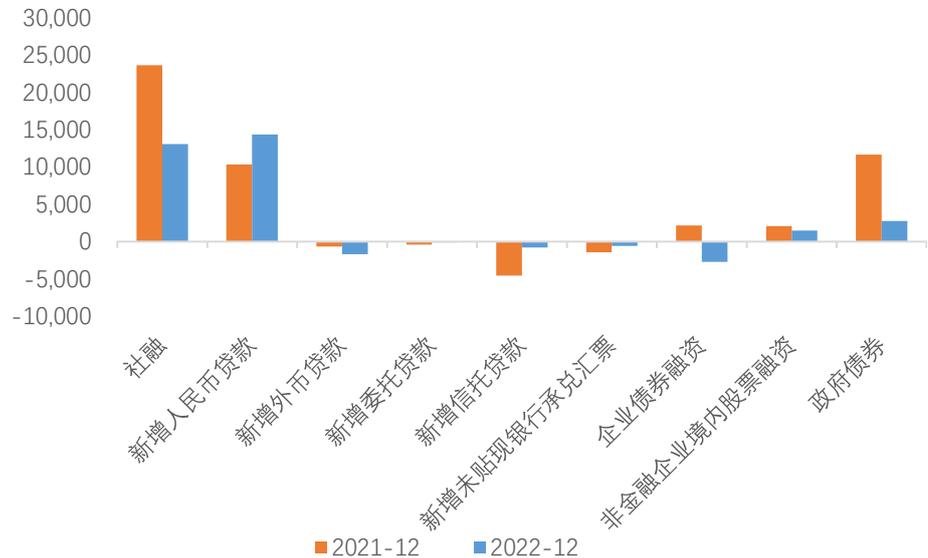
**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：风险定价-一致预期已经部分被市场定价-1 月第 1 周资产配置报告》2023-01-08
- 《宏观报告：地产链的再定位-各行业对房地产的依赖度正在发生变化》2023-01-07
- 《宏观报告：宏观-PMI 数据的最后一跌？》2022-12-31

2022年12月金融数据，主要看点有三个：一是社融数据代表的信用总量，二是M1增速代表的货币流动性，三是中长期企业贷款代表的信用结构。其中，社融存量同比增速相比11月下滑0.4个百分点至9.6%；M1同比增速相比11月下滑0.9个百分点至3.7%；但是，人民币贷款特别是企业贷款同比不跌反涨，12月人民币贷款增加1.4万亿元，同比多增2665亿元，其中企事业单位贷款增加1.26万亿，同比多增6017亿元。

图 1：社融分项数据一览（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

从结构上看，拖累社融增速的除政府债外（发行节奏错位，同比减少8893亿元），主要是企业债。12月企业债券融资-2709亿元，同比减少4876亿元，创2002年有统计数据以来的新低。

企业债券融资规模大幅回落，主要是受信用债市场波动加大的影响，12月产业债信用利差一度超过100BP，相比于11月末上行超过40BP（与国内理财市场调整有关），造成信用债发行规模回落，12月总发行量仅有9296亿元，低于2022年1-11月均值2528亿元。又恰逢2022年12月是信用债的到期高峰，按照wind口径12月信用债<sup>1</sup>偿还规模为15732亿元，相比2022年1-11月均值高出4617亿元。高到期、低发行也就导致12月wind信用债口径的净融资规模明显回落，为-6436亿元。

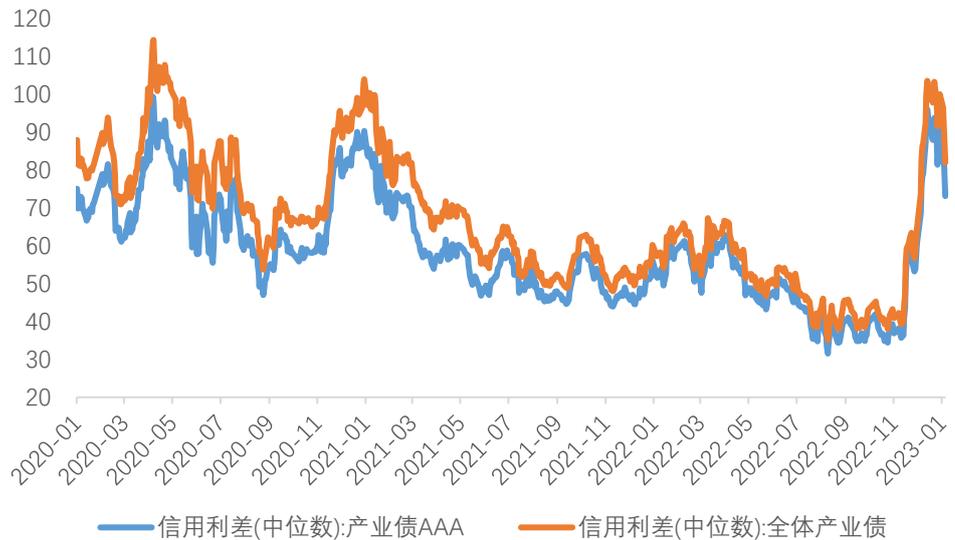
从发行结构上来看，12月受益于政策支持等，房地产债发行规模略有提高，净融资规模由负转正，为223.5亿元。但城投债净融资规模进一步回落，12月净融资规模为-1042亿元，这可能与12月地方隐性债务监管有关。去年12月，财政部部长刘昆表示要坚决防范地方政府融资平台债务风险，强化融资平台公司治理<sup>2</sup>；今年1月，财政部再度表示要稳妥化解隐性债务存量，坚持中央不救助原则，做到“谁家的孩子谁抱”<sup>3</sup>等。

图 2：信用利差明显上行（单位：BP）

<sup>1</sup> 本文使用的信用债口径：企业债、公司债、中期票据、短期融资券、项目收益票据、定向工具、标准化票据、资产支持证券、可转债、可交换债

<sup>2</sup> 刘昆：深入学习贯彻党的二十大精神 奋力谱写全面建设社会主义现代化国家财政新篇章 (qq.com)

<sup>3</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/Jji\\_ToRaLJ6I9L\\_jds3f-A](https://mp.weixin.qq.com/s/Jji_ToRaLJ6I9L_jds3f-A)



资料来源: wind, 天风证券研究所

另外,受企业生产经营活动偏弱等因素影响,体现资金活化程度的 M1 同比增速明显回落,12 月 M1 同比增速仅有 3.7%,是 2022 年 2 月以来的新低。

图 3: M1 和 M2 同比走势 (单位: %)



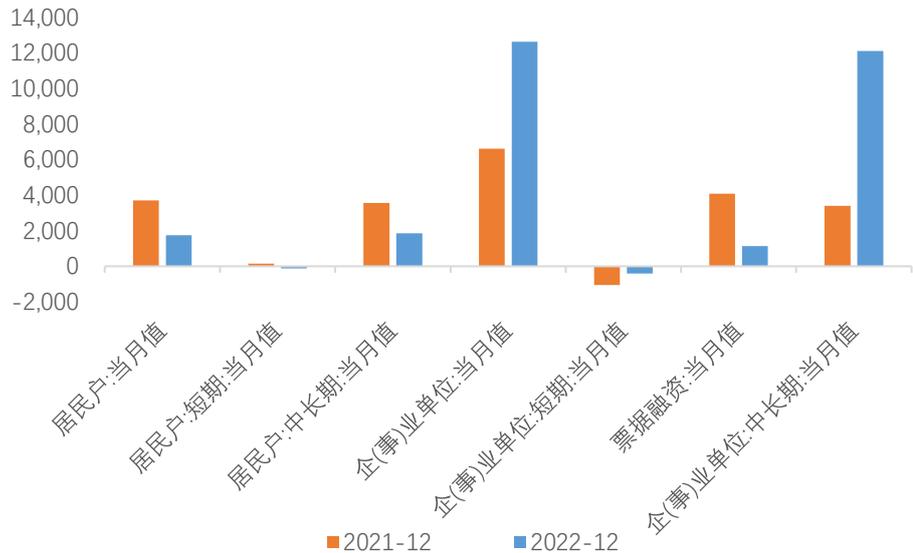
资料来源: wind, 天风证券研究所

更值得关注的是,在社融同比和 M1 同比等指标走弱时,12 月信贷数据并不弱。

12 月社融口径人民币贷款规模为 14354 亿元,同比多增 4004 亿元,央行口径人民币贷款增加 1.4 万亿元,同比多增 2665 亿元。分部门来看,居民部门短期贷款和中长期贷款同比少增分别对应了疫情影响下,居民线下消费场景缺失、消费意愿偏低以及国内商品房销售市场偏弱的现实。

在居民部门贷款同比负增时,人民币贷款同比多增主要依靠企事业单位贷款,特别是企事业单位的中长期贷款。往年出于为 1 月“开门红”储备项目等方面的考虑,12 月企业信贷大多会有小幅回落,但 2022 年企业贷款特别是中长期贷款反而超季节性上行。

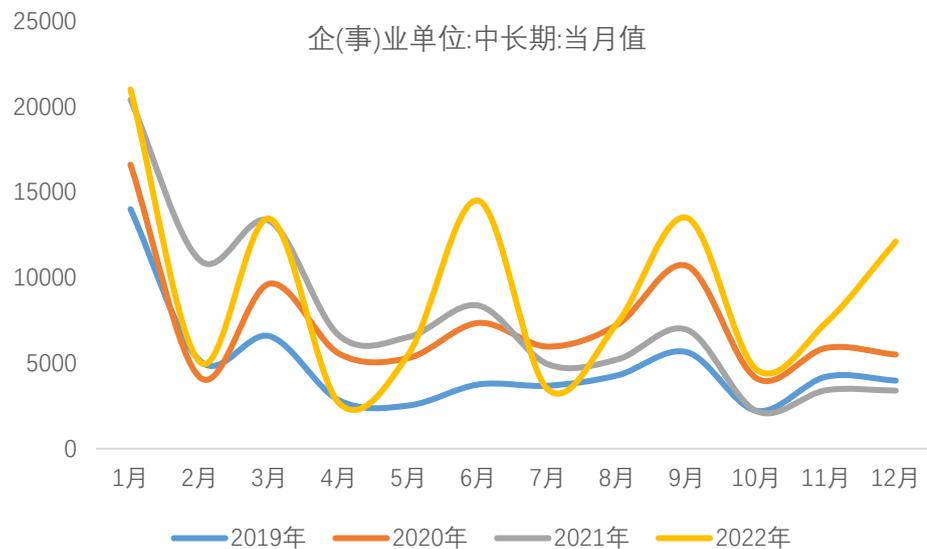
图 4: 人民币贷款结构一览 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

企业贷款特别是中长期贷款超季节性上行, 与政策持续发力、引导金融机构加大信贷投放力度有关。这点在房地产企业融资需求的改善上表现明显——2022年4季度, 房地产行业贷款需求指数相比三季度上行了3.1个百分点。如11月21日人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会, 提出全国性商业银行要增强责任担当, 发挥“头雁”作用, 主动靠前发力, 要用好政策性开发性金融工具, 扩大中长期贷款投放……稳定房地产企业开发贷款、建筑企业贷款投放, 支持个人住房贷款合理需求等等<sup>4</sup>。

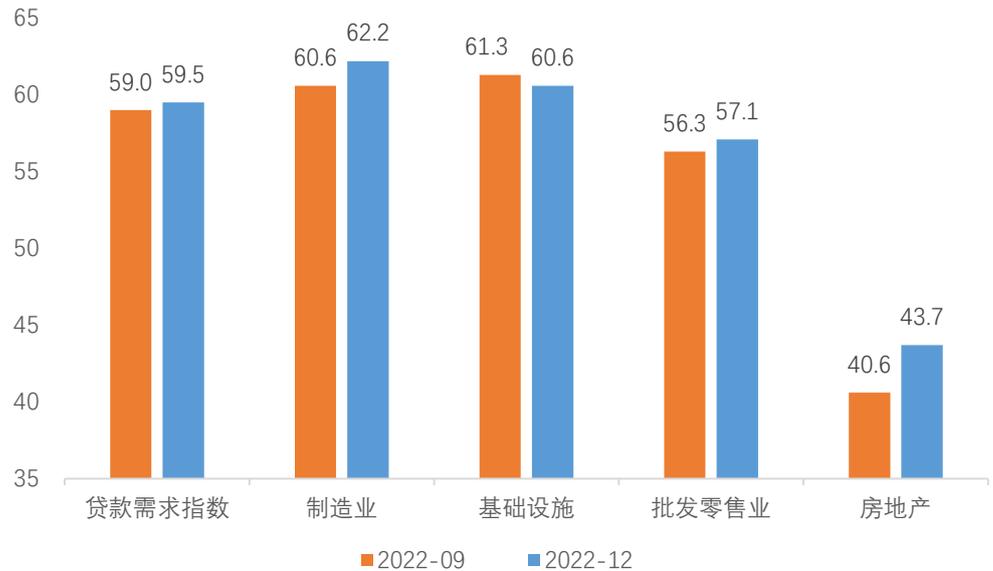
图5: 企事业单位中长期贷款超季节性(单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图6: 实体融资需求有所回升(单位: %)

<sup>4</sup> [中国人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会 \(pbc.gov.cn\)](http://pbc.gov.cn)



资料来源：wind，天风证券研究所

往后来看，涉及房地产等领域的信贷支持政策还在继续发力，1月10日，人民银行银保监会再度联合召开主要银行信贷工作座谈会，会议要求“各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力，进一步优化信贷结构，精准有力支持国民经济和社会发展重点领域、薄弱环节……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，力争形成更多实物工作量……运用好保交楼专项借款、保交楼贷款支持计划等政策工具”等等<sup>5</sup>。

总的来看，虽然社融和M1增速的下滑反映的还是疫情冲击下生产和消费受到短期压制的弱现实，但企事业单位中长期贷款连续数月的修复以及近期票据利率大幅上行或也预示着目前信贷的投放情况较为乐观，考虑到疫情对经济的冲击正在快速过去，国内的“人流”、“物流”稳步修复以及政策持续发力，我们认为目前国内经济好转正在从预期走向现实。

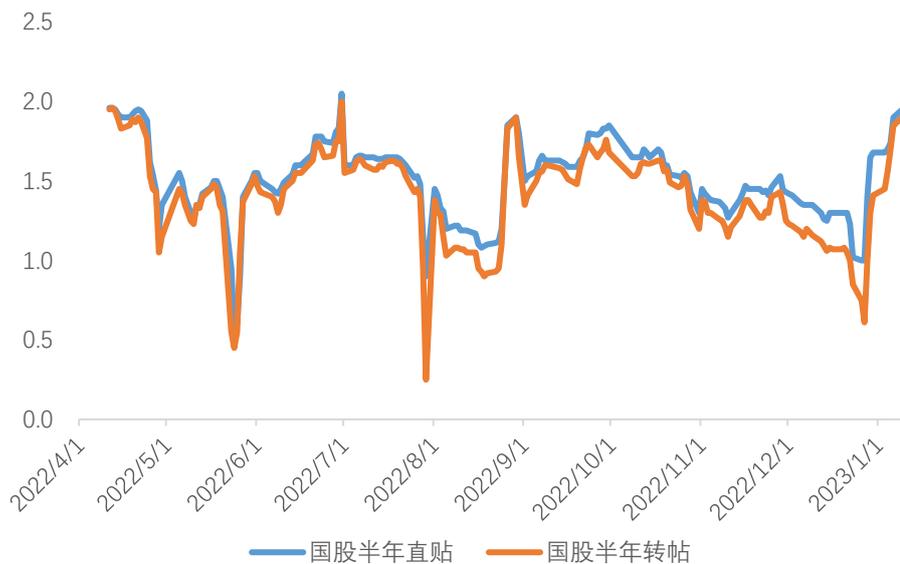
图 7：部分城市拥堵延时指数

拥堵延时指数	北京 MA7	上海 MA7	广州 MA7	深圳 MA7	成都 MA7	重庆 MA7	杭州 MA7	武汉 MA7	西安 MA7	郑州 MA7	青岛 MA7	长沙 MA7	天津 MA7	南京 MA7	苏州 MA7	东莞 MA7	沈阳 MA7	合肥 MA7
2022-12-03	1.17	1.73	1.37	1.60	1.57	1.18	1.56	1.32	1.80	1.37	1.64	1.62	1.40	1.71	1.57	1.52	1.32	1.54
2022-12-04	1.18	1.72	1.38	1.60	1.60	1.19	1.56	1.34	1.87	1.40	1.64	1.61	1.41	1.72	1.57	1.53	1.31	1.55
2022-12-05	1.19	1.74	1.41	1.60	1.65	1.24	1.57	1.41	1.96	1.47	1.65	1.60	1.43	1.72	1.55	1.53	1.34	1.54
2022-12-06	1.19	1.72	1.43	1.61	1.68	1.28	1.55	1.47	1.99	1.54	1.67	1.58	1.45	1.70	1.52	1.53	1.38	1.52
2022-12-07	1.20	1.69	1.46	1.62	1.68	1.32	1.53	1.51	1.96	1.56	1.68	1.55	1.46	1.69	1.51	1.53	1.41	1.52
2022-12-08	1.21	1.68	1.46	1.63	1.70	1.36	1.51	1.52	1.95	1.55	1.69	1.56	1.48	1.69	1.51	1.53	1.44	1.54
2022-12-09	1.21	1.71	1.46	1.65	1.71	1.40	1.52	1.52	1.94	1.54	1.71	1.58	1.49	1.70	1.56	1.54	1.47	1.57
2022-12-10	1.21	1.71	1.47	1.66	1.71	1.41	1.52	1.52	1.91	1.54	1.72	1.60	1.49	1.71	1.56	1.55	1.47	1.58
2022-12-11	1.21	1.72	1.46	1.67	1.71	1.41	1.52	1.51	1.90	1.53	1.73	1.61	1.48	1.73	1.58	1.56	1.47	1.58
2022-12-12	1.19	1.71	1.45	1.67	1.67	1.40	1.53	1.46	1.87	1.50	1.71	1.64	1.45	1.76	1.59	1.56	1.45	1.61
2022-12-13	1.18	1.70	1.43	1.69	1.62	1.38	1.53	1.39	1.83	1.46	1.70	1.67	1.41	1.77	1.59	1.56	1.42	1.62
2022-12-14	1.17	1.67	1.40	1.71	1.57	1.36	1.53	1.34	1.78	1.42	1.68	1.68	1.37	1.77	1.59	1.57	1.38	1.63
2022-12-15	1.16	1.64	1.38	1.72	1.51	1.32	1.52	1.28	1.71	1.39	1.65	1.65	1.33	1.76	1.58	1.58	1.33	1.60
2022-12-16	1.14	1.56	1.34	1.71	1.42	1.29	1.52	1.23	1.62	1.35	1.61	1.61	1.28	1.73	1.53	1.62	1.28	1.54
2022-12-17	1.14	1.54	1.32	1.67	1.38	1.28	1.50	1.22	1.57	1.33	1.59	1.59	1.26	1.70	1.52	1.60	1.26	1.52
2022-12-18	1.14	1.52	1.31	1.64	1.37	1.28	1.48	1.21	1.53	1.31	1.56	1.56	1.25	1.68	1.50	1.57	1.25	1.50
2022-12-19	1.14	1.44	1.27	1.59	1.34	1.26	1.44	1.20	1.43	1.28	1.49	1.48	1.23	1.57	1.44	1.54	1.23	1.43
2022-12-20	1.15	1.37	1.25	1.53	1.33	1.25	1.40	1.21	1.36	1.27	1.43	1.42	1.22	1.48	1.39	1.50	1.23	1.37
2022-12-21	1.16	1.32	1.23	1.45	1.34	1.26	1.38	1.23	1.32	1.26	1.38	1.36	1.22	1.40	1.34	1.45	1.25	1.32
2022-12-22	1.20	1.27	1.22	1.38	1.36	1.23	1.26	1.29	1.27	1.25	1.32	1.22	1.24	1.29	1.40	1.40	1.27	1.28
2022-12-23	1.24	1.23	1.21	1.30	1.40	1.30	1.25	1.30	1.29	1.28	1.31	1.28	1.24	1.26	1.23	1.30	1.29	1.25
2022-12-24	1.26	1.23	1.21	1.28	1.42	1.32	1.24	1.33	1.29	1.29	1.30	1.28	1.25	1.25	1.22	1.29	1.31	1.24
2022-12-25	1.27	1.22	1.22	1.27	1.45	1.34	1.23	1.35	1.31	1.30	1.30	1.28	1.26	1.25	1.22	1.27	1.32	1.24
2022-12-26	1.36	1.21	1.23	1.26	1.54	1.39	1.22	1.41	1.37	1.35	1.30	1.29	1.30	1.26	1.21	1.25	1.36	1.25
2022-12-27	1.42	1.21	1.25	1.25	1.61	1.46	1.21	1.47	1.42	1.38	1.31	1.31	1.33	1.27	1.21	1.25	1.39	1.27
2022-12-28	1.49	1.21	1.27	1.26	1.68	1.51	1.21	1.52	1.48	1.42	1.32	1.35	1.37	1.29	1.21	1.25	1.40	1.29
2022-12-29	1.54	1.22	1.30	1.27	1.74	1.56	1.23	1.56	1.53	1.46	1.32	1.38	1.40	1.31	1.22	1.26	1.42	1.32
2022-12-30	1.61	1.23	1.34	1.30	1.89	1.61	1.24	1.62	1.60	1.49	1.35	1.42	1.44	1.35	1.24	1.28	1.44	1.36
2022-12-31	1.62	1.23	1.32	1.31	1.92	1.64	1.25	1.63	1.63	1.51	1.36	1.45	1.45	1.37	1.25	1.30	1.45	1.38
2023-01-01	1.62	1.24	1.33	1.33	1.91	1.63	1.26	1.63	1.65	1.51	1.36	1.46	1.46	1.37	1.26	1.31	1.44	1.38
2023-01-02	1.55	1.23	1.38	1.34	1.84	1.59	1.26	1.58	1.62	1.49	1.36	1.45	1.42	1.36	1.26	1.31	1.41	1.38
2023-01-03	1.59	1.28	1.42	1.39	1.85	1.60	1.30	1.61	1.69	1.52	1.39	1.49	1.45	1.42	1.30	1.33	1.43	1.42
2023-01-04	1.63	1.31	1.46	1.43	1.85	1.62	1.33	1.62	1.72	1.54	1.42	1.51	1.46	1.46	1.33	1.35	1.45	1.45
2023-01-05	1.65	1.35	1.48	1.47	1.85	1.64	1.36	1.65	1.76	1.56	1.45	1.55	1.49	1.50	1.36	1.37	1.48	1.47
2023-01-06	1.67	1.40	1.51	1.52	1.76	1.65	1.40	1.65	1.79	1.57	1.48	1.60	1.51	1.54	1.39	1.38	1.49	1.49
2023-01-07	1.68	1.41	1.51	1.53	1.78	1.65	1.40	1.67	1.80	1.58	1.49	1.61	1.51	1.55	1.40	1.37	1.50	1.50

资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：国内票据利率持续上行（单位：%）

<sup>5</sup> [中国人民银行 银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会 \(pbc.gov.cn\)](http://www.pbc.gov.cn/)



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com