

短期不佳，但长期向好

——12月金融数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

债券发行拖累社融，但企业中长贷向好。12月社融新增规模低于市场预期，受益于政策积极发力，本月企业新增中长贷继续扩张，但在理财赎回压力及去年政府发债高基数的影响下，企业及政府债券规模成为主要拖累，此外因12月国内疫情冲高，企业短贷需求及居民部门信贷表现相对偏弱。就结构而言，12月社融及信贷数据有以下特征：一是政府发债规模处于低位。可归因于2022年地方政府相对靠前的发债节奏，向后看，2023年政府部门加杠杆仍是稳定经济增长的重要力量，整体节奏或将维持前置。二是企业债券融资明显走弱。12月理财赎回压力仍存，造成企业取消或延迟债券发行。三是信贷总量及结构均有改善。总量高于市场预期，中长期贷款占比明显上升。居民部门信贷需求疲软，受购房意愿低迷及疫情扰动下消费不佳的影响；企业信贷分项表现差异化，稳增长政策拉动下中长期贷款延续增势，企业预期在一定程度上有所修复，这区别于2022年疫情同样较为严重的4月，或拉动基建、房地产、制造业投资上行，预示着经济将走向好转；短贷及票据融资需求则相对较弱。

流动性扩张有所放缓。12月M2同比增速略低于市场预期，相比上月降低0.6个百分点至11.8%。就存款结构而言，居民存款同比多增，而非银金融机构及企业存款同比则拖累本月M2表现，前者同比多增，后者则同比少增。但绝对值方面，本月M2在高基数下仍保持较高水平的同比增速，表明目前流动性比较充裕。M1与M2增速差继续下降，因本月企业生产经营活力受疫情的短期冲击，M1同比进一步降至3.7%，前值4.6%。

短期承压，但长期向好。12月社融数据反映出多重因素影响下各部门加杠杆力度表现分化，一方面理财赎回压力仍存、政府发债节奏错位、地产销售还待恢复叠加疫情短期内迅速冲高，整体社融低于预期。另一方面本月企业部门中长期贷款的高增释放积极信号，信贷内生增长动力部分增强。短期经济虽有承压，但上述扰动不具有持续性，长期来看，预期改善，经济前景向好。

目前市场流动性较为充裕，向后看，2023年1月10日召开的主要银行信贷工作座谈会指出信贷投放要适度靠前发力并进一步优化信贷结

构，2023年货币政策或将维持宽松状态，而在上述限制性因素影响减弱下，宽货币转向宽信用也具有一定基础。一方面疫情冲击将渐次走弱。随第一轮疫情迅速达峰，国内供需及预期所受冲击将有所缓解，后续若再现高峰，对经济的扰动也将明显降低，消费与投资需求将逐渐回暖。此外地产政策加码、促消费措施频出也对居民部门信贷需求的改善提供政策支持。整体经济向上修复的确定性较强。

风险提示：国内疫情不确定性。

目录

1. 数据	5
2. 债券发行拖累社融，但企业中长贷向好	5
3. 流动性扩张有所放缓	8
4. 短期承压，但长期向好	8

图表目录

图表 1: 12 月新增社融低于市场预期.....	5
图表 2: 2022 年政府发债节奏靠前.....	6
图表 3: 12 月信贷总量与结构双双改善.....	7
图表 4: 居民部门信贷需求疲软.....	8
图表 5: 企业贷款分项表现有所差异.....	8
图表 6: 流动性扩张有所放缓.....	8
图表 7: M1 与 M2 增速差继续下降.....	8

1. 数据

12月社会融资规模新增1.31万亿元，市场预期（Wind，下同）1.61万亿元，前值1.99万亿元。

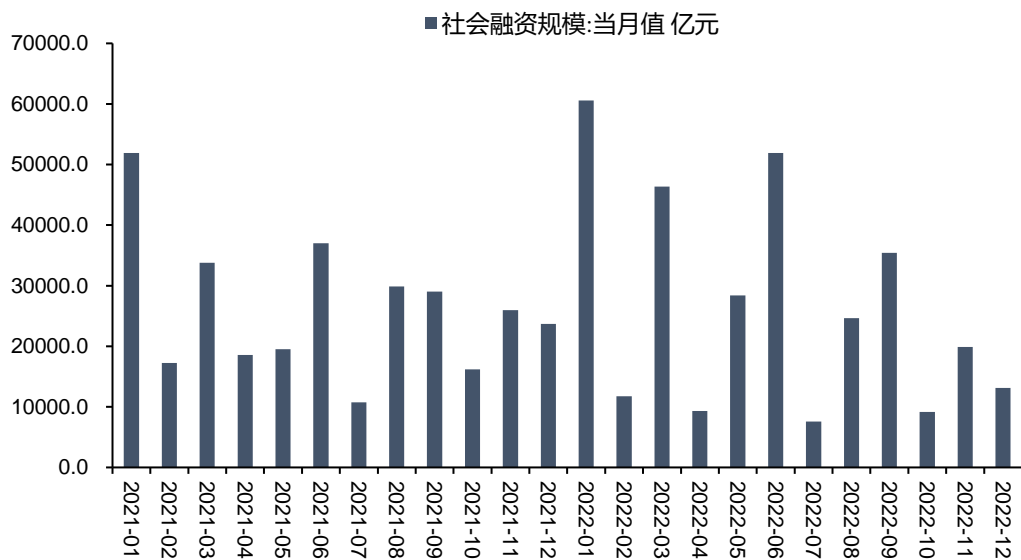
12月人民币贷款新增1.40万亿元，市场预期1.24万亿元，前值1.21万亿元。

12月M2同比增长11.8%，市场预期12.0%，前值12.4%。

2. 债券发行拖累社融，但企业中长贷向好

12月社融新增规模较11月少增6774亿元，同比少增1.06万亿元，低于市场预期。受益于政策积极发力，本月企业新增中长贷继续扩张，但在理财赎回压力及去年政府发债高基数的影响下，企业及政府债券规模持续减少，是社融新增量的主要拖累，此外因12月国内疫情冲高，企业短贷需求及居民部门信贷表现相对偏弱。

图表1：12月新增社融低于市场预期



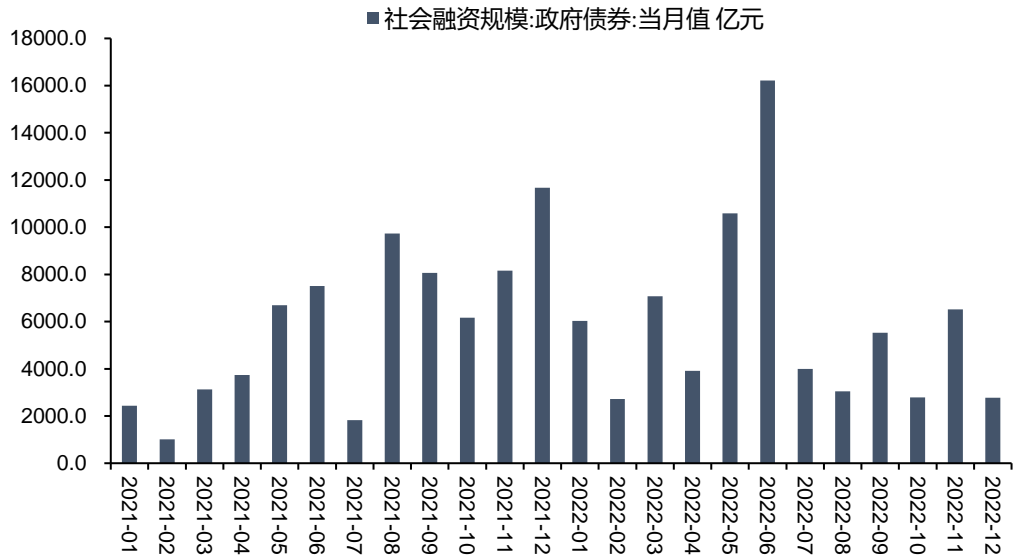
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

就结构而言，12月社融及信贷数据有以下特征：

政府发债规模处于低位。12月政府债券融资2781亿元，环比上月少增3739亿元，同比少增8893亿元，可归因于2022年地方政府相对靠前的发债节奏。在稳增长政策指引下，今年上半年政府加杠杆节奏整体快于下半年，存量专项债也集中于10月发行，12月政府部门的融资规模则处于低位水平。向后看，2023年政府部门加杠杆仍是稳定经济增长的重要力量，整体节奏或将维持前置。一方面12月中央经济工作会议提出“优化组合赤字、专项债、贴息等工具”；1月3日财政部部长表示，2023年专项债券资金投向领域和用作资本金范围将适量扩大。另一方面2023年专项债提前批额度已于2022年11月下达，按照要求需于2023年1月启动发行并在上半年使用完毕，并且多地也已披露2023年一季度地方债发行计划，合计规模超万亿。综合来看，预计2023年政府债券将继续前置节奏以尽快形成实物工作量，推动经济

运行整体好转。

图表 2：2022 年政府发债节奏靠前

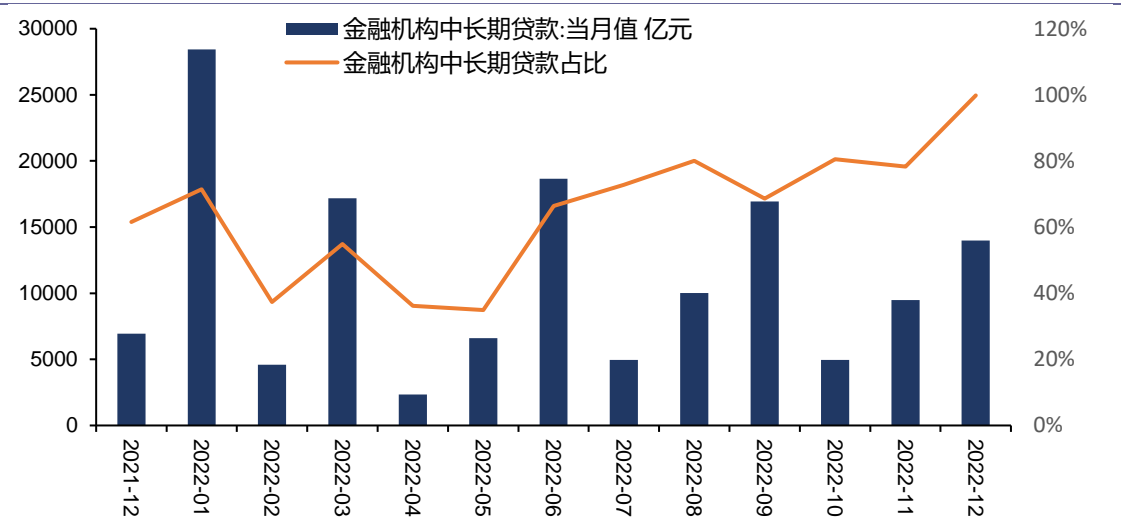


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

企业债券融资明显走弱。12月企业债券融资-2709亿元，同比多减4876亿元，环比多减3305亿元，信用债的大幅度缩量是本月社融新增规模的主要拖累之一，12月理财赎回压力仍存，造成企业取消或延迟债券发行，也相应冲击社融表现。后续随着赎回压力的缓释，预计上述拖累也将得到缓解。

信贷总量及结构均有改善。总量方面，12月新增人民币贷款高于市场预期，较11月多增1900亿元，同比多增2700亿元；结构方面，新增中长期贷款占比总贷款数额的比重升至99.8%（前值78.3%），其中企业部门中长期贷款是主要支撑。疫情扰动下短期贷款及票据融资新增规模则大幅收缩。

图表 3：12 月信贷总量与结构双双改善

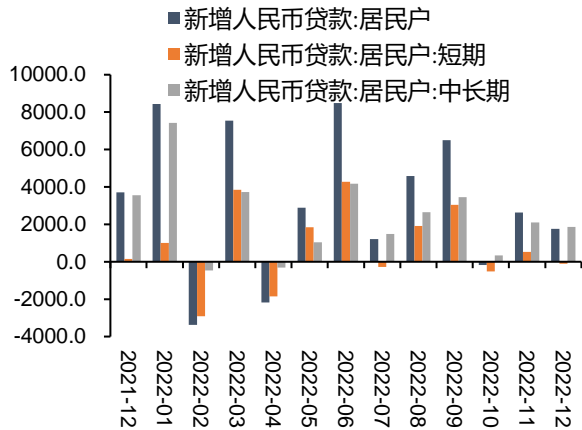


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

居民部门信贷需求疲软。12月居民端新增人民币贷款1753亿元，同比少增1963亿元。与上月相比也少增874亿元。一方面受国内防疫政策调整后疫情迅速冲高的影响，居民消费受到压制，短期贷款需求较弱。本月居民部门短期贷款出现净偿还，新增-113亿元（11月新增525亿元），同比多减270亿元。另一方面，本月居民购房意愿仍较低迷，中长期信贷新增1865亿元，同比少增1693亿元，较11月少增238亿元。整体而言居民部门需求较为疲软，信贷表现偏弱。

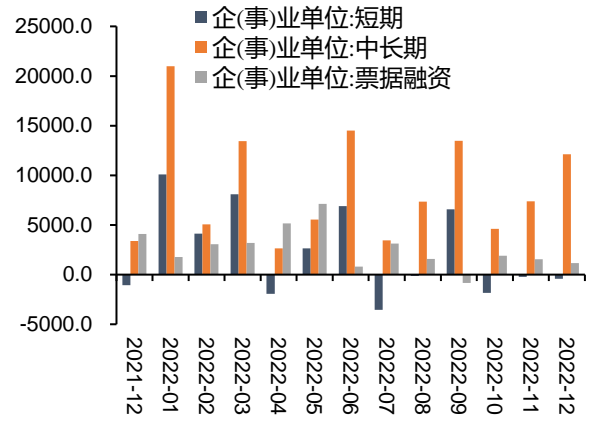
企业信贷分项表现差异化。12月企业部门新增人民币贷款1.26万亿元，同比多增6017亿元，环比多增3800亿元。其中各分项表现存在区别，一是中长期贷款延续增势。本月企业中长期贷款新增数额达1.21万亿元，同比多增8717亿元，为2022年全年最高，也是12月企业部门新增信贷的主要构成，这或得益于前期多项稳增长政策的推动，如房企融资利好政策、设备更新改造再贷款及政策性金融工具配套融资等，企业预期在一定程度上有所修复。这与2022年疫情同样较为严重的4月有所区别，4月企业中长期贷款同比与环比均明显下降，企业对经济前景的悲观情绪较重。本月企业中长贷需求高增及预期回升或拉动基建、房地产、制造业投资上行，预示着经济将走向好转；二是短期贷款及票据融资需求相对较弱。12月企业生产经营活动受到疫情冲高的限制，因此对相关现金流的需求也有所走弱，本月企业短期贷款新增-416亿元，同比多减638亿元，与上月相比净偿还的规模也进一步扩大。票据融资新增1146亿元，同比及环比均有所少增。

图表 4: 居民部门信贷需求疲软



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 5: 企业贷款分项表现有所差异

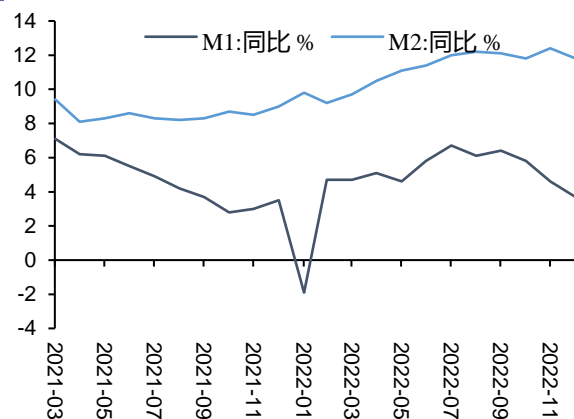


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

3. 流动性扩张有所放缓

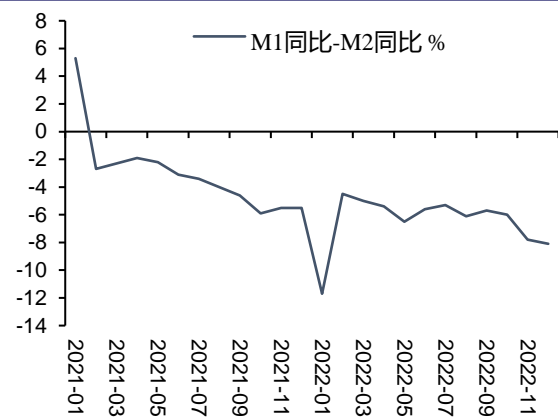
12月M2同比增速略低于市场预期,相比上月降低0.6个百分点至11.8%。就存款结构而言,居民存款同比多增,而非银金融机构及企业存款同比则拖累本月M2表现,前者同比多增,后者则同比少增。但绝对值方面,本月M2在高基数下仍保持较高水平的同比增速,表明目前流动性比较充裕。**M1与M2增速差继续下降**,因本月企业生产经营活力受疫情的短期冲击,M1同比进一步降至3.7%,前值4.6%。

图表 6: 流动性扩张有所放缓



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 7: M1与M2增速差继续下降



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

4. 短期承压,但长期向好

12月社融数据反映出多重因素影响下各部门加杠杆力度表现分化,一方面理财赎回压力仍存、政府发债节奏错位、地产销售还待恢复叠加疫情短期内迅速冲高,整体社融低于预期。另一方面本月企业部门中长期贷款的高增释放积极信号,信贷内生增长动力部分增强。短期经济

虽有承压，但上述扰动不具有持续性，长期来看，预期改善，经济前景向好。

目前市场流动性较为充裕，向后看，2023年1月10日召开的主要银行信贷工作座谈会指出信贷投放要适度靠前发力并进一步优化信贷结构，**2023年货币政策或将维持宽松状态，而在上述限制性因素影响减弱下，宽货币转向宽信用也具有一定基础。**一方面疫情冲击将渐次走弱。随第一轮疫情迅速达峰，国内供需及预期所受冲击将有所缓解，后续若再现高峰，对经济的扰动也将明显降低，消费与投资需求将逐渐回暖。此外地产政策加码、促消费措施频出也对居民部门信贷需求的改善提供政策支持。整体经济向上修复的确定性较强。

风险提示：国内疫情不确定性。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。