



国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

总量平淡，结构继续改善

——12月金融数据点评

固定收益分析师：

岳安时

执业证书编号：S1380513070002

联系电话：010-88300844

邮箱：yueanshi@gkzq.com.cn

近期研究报告

2023年1月11日

内容提要：

社融新增总量基本符合预期。12月新增社会融资规模1.31万亿元，新增金融机构人民币贷款1.40万亿元。金融数据表现基本符合预期，社融存量增速继续回落至9.6%。

企业债券和政府债券融资拖累社融。12月社融同比少增10582亿元，少增部分主要为企业债券和政府债券融资。其中，企业债融资12月新增-2709亿元，同比多减4876亿元，政府债券新增2781亿元，同比少增8893亿元。企业债券融资净减的主要原因是11月以来债市赎回潮导致信用环境恶化，大量信用债取消发行所致，而政府债券少增主要原因在于2022年和2021年政府债券发行节奏不同导致的季节性错位。

12月信贷结构上继续出现了改善迹象。企业中长期贷款增长12110亿元，同比多增8717亿元。企业中长期贷款占比环比大幅上升至历史高位，同比则达到2011年以来历年12月企业中长期贷款占比最高，企业信贷，尤其是中长期信贷的超季节性高增应与近期持续出台的信贷支持政策有关。从居民看，中长期贷款新增1865亿元，同比少增1693亿元，降幅同比有所收窄，在疫情防控优化后，消费或将有所回暖，目前地产行业销售情况整体虽然仍较为疲弱，但边际上或将出现改善，近期地产高频数据值得持续重点关注。

居民存款多增，企业存款继续低迷。居民户存款新增2.89万亿元，同比多增1万亿元；企业存款的增长延续近几个月低迷态势，新增仅824亿元，同比少增1.37万亿元。居民存款多增，一方面可能与疫情放开初期对消费扰动所致；另一方面可能与理财赎回后转化成为存款有关。

债市策略方面，社融数据“总量平淡、结构改善”的态势整体上对债市偏利空，央行近期持续加大公开市场净投放，考虑到1月份流动性缺口较大，虽然货币政策仍然维持稳中偏松基调，但1月流动性可能仍然会出现边际上的收敛。短期内基本面疲弱、疫情放开、资金面波动等多空因素相互交织，预计短期内难有明确方向，因此继续维持长端利率在2.85%附近震荡的判断。

风险提示：疫情超预期变化；全球经济持续恶化；中美关系全面恶化，全球地缘冲突加剧等；国内经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储超预期加息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

1、总量基本符合预期，结构上仍在改善

央行公布金融数据显示，12月新增社会融资规模1.31万亿元，新增金融机构人民币贷款1.40万亿元。金融数据表现基本符合预期，社融存量增速继续回落至9.6%。

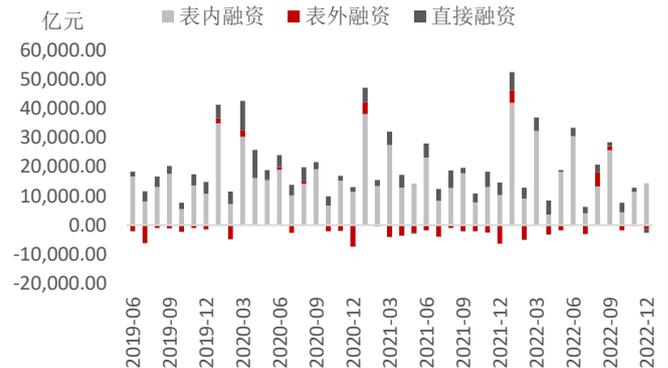
从同比看，12月社融同比少增10582亿元，少增部分主要为企业债券和政府债券融资。其中，企业债融资12月新增-2709亿元，同比多减4876亿元，政府债券新增2781亿元，同比少增8893亿元。企业债券融资净减的主要原因是11月以来债市赎回潮导致信用环境恶化，大量信用债取消发行所致，而政府债券少增主要原因在于2022年和2021年政府债券发行节奏不同导致的季节性错位。其他项方面，对实体发放人民币贷款新增1.44万亿元，同比多增4004亿元；表外融资12月降幅同比收窄，其中委托贷款新增-102亿元，同比少减314亿元，信托贷款新增-764亿元，同比少减3789亿元，未贴现银行承兑汇票新增-552亿元，同比少减867亿元。表外融资同比降幅明显收窄，说明近期宽信用政策对于非标压降的力度已经出现持续放松。

图 1：12月新增社融规模情况



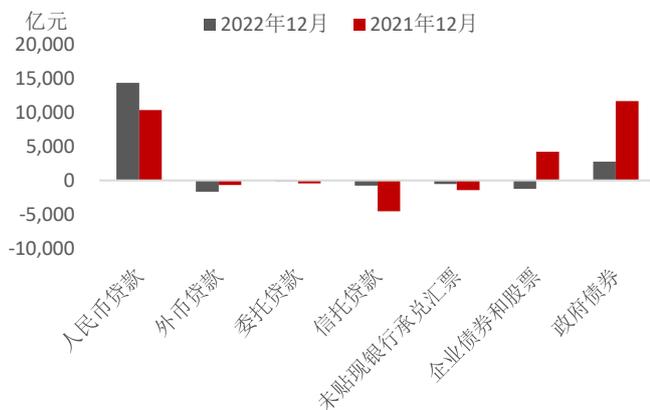
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 2：表内、表外及直接融资新增情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 3：12月社融分项新增情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 4：社融存量同比继续回落



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

政府债券方面，12月新增2781亿元，主要为国债净融资贡献。2023年地方债将继续靠前发力，带动扩大有效投资。截至1月6日，2023年已发行地方债11只，合计金额212.6亿元。共有16个省、直辖市、计划单列市披露一季度和1月地方债发行计划，总计11053.83亿元。其中新增专项债8015亿元、再融资债1460.83亿元。

从新增信贷看，12月信贷结构上继续出现了改善迹象。12月新增信贷1.40万亿元，同比多增2700亿元，票据融资规模明显回落，本月新增1146亿元，同比少增2941亿元，其额度被超季节性新增的信贷替代。企业中长期贷款增长12110亿元，同比多增8717亿元。企业中长期贷款占比环比大幅上升至历史高位，同比则达到2011年以来历年12月企业中长期贷款占比最高，企业信贷，尤其是中长期信贷的超季节性高增应与近期持续出台的信贷支持政策有关。从居民看，中长期贷款新增1865亿元，同比少增1693亿元，降幅同比有所收窄，在疫情防控优化后，消费或将有所回暖，目前地产行业销售情况整体虽然仍较为疲弱，但边际上或将出现改善，近期地产高频数据值得持续重点关注。

图 5: 历年 12 月新增短期贷款及票据融资情况



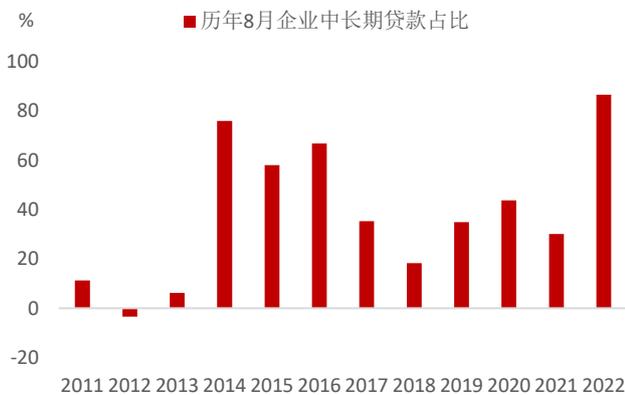
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 6: 历年 12 月新增中长期贷款情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 7: 历年 12 月企业中长期贷款占比



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 8: 企业中长期贷款占比维持高位



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

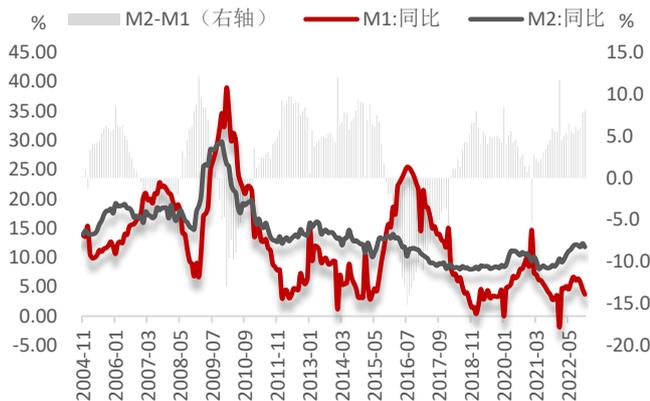
2、M2 小幅回落

12月M2回落0.6个百分点至11.8%，M1下降0.9个百分点至4.6%，M2与M1的剪刀差较11月扩大，显示货币活化程度仍在降低。

存款数据中，居民户存款新增2.89万亿元，同比多增1万亿元；企业存款的增长延续近几个月低迷态势，新增仅824亿元，同比少增1.37万亿元。居民存款多增，一方面可能与疫情放开初期对消费扰动所致；另一方面可能与理财赎回后转化成为存款有关。

12月财政存款减少10857亿元，从历年12月财政存款变动情况看，去年12月财政支出力度符合近年来财政支出的平均水平；非银存款减少5328亿元，同比多减1485亿元。

图 9：12 月 M2 小幅回落



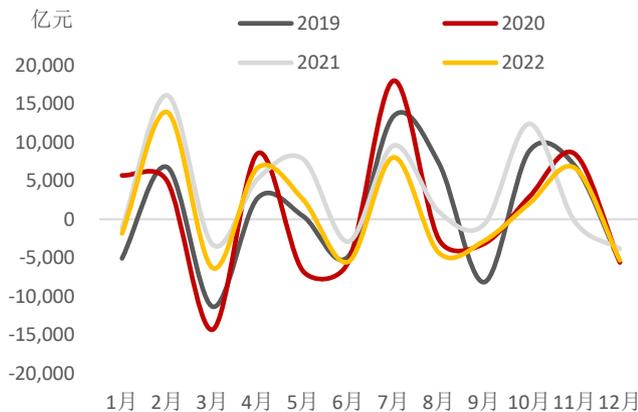
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 10：12 月新增存款分项



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 11：非银存款具有较强的季节性



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 12：历年 12 月新增财政存款情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

3、总体观点

12月社融数据基本延续了前几个月的态势，即总量上整体较为平淡，结构上体现一定改善。总结来看：

一是政府债券和企业债券净融资的回落基本为市场所预期，导致社融存量增速进一步下滑；二是信贷总量略超市场预期，且结构继续有所改善，政策推动下，企业中长期贷款占比环比大幅上升至历史高位，同比则达到2011年以来历年12月企业中长期贷款占比最高；三是居民中长期贷款同比降幅虽然收窄，但整体上改善力度仍然较弱，地产行业销售情况边际上的改善也需要近期地产高频数据的持续验证。

当前经济下行的主要问题在于总需求不足，四季度央行城镇储户问卷调查中倾向于“更多储蓄”的居民占61.8%，比上季增加3.7个百分点，且居民支出选择比例最高项为医疗保健，而涉及大额商品、购房、旅游等支出意愿均较低，这说明当前居民储蓄行为更多意味着预防性储蓄。因此政策发力点首要在于消除不确定性，增强整体社会对未来经济增长信心，并在此基础上发力推动内需增长，以此稳定宏观经济大盘。向后看，扩内需政策仍需进一步发力，一季度信贷开门红可期，而地方债的发行亦将继续对经济复苏构成提供支持。

债市策略方面，社融数据“总量平淡、结构改善”的态势整体上对债市偏利空，央行近期持续加大公开市场净投放，考虑到1月份流动性缺口较大，虽然货币政策仍然维持稳中偏松基调，但1月流动性可能仍然会出现边际上的收敛。短期内基本面疲弱、疫情放开、资金面波动等多空因素相互交织，预计短期内难有明确方向，因此继续维持长端利率在2.85%附近震荡的判断。

风险提示：疫情超预期变化；全球经济持续恶化；中美关系全面恶化，全球地缘冲突加剧等；国内经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储超预期加息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

岳安时，经济学硕士，2012年加入国开证券研究与发展部，10年证券行业从业经历，现任固定收益研究员，主要负责对利率品的研究。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层