



标配

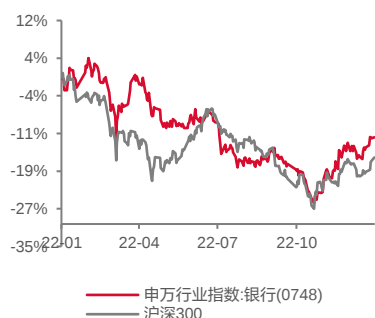
企业信贷现早春气息，居民信贷受冲击较小

——银行业12月金融数据简评

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn



相关研究

1. 同业存单发行利率明显下降 —— 银行业周报（2023/1/2-2023/1/8）
2. 跨年流动性投放力度加大，同业存单发行利率小幅下降——银行业周报（2022/12/19-2023/1/1）
3. 在逐渐清晰的底部寻找增长潜力

投资要点:

- 12月企业信贷表现强劲，表现出一定反季节性。具体表现在：（1）中长期贷款小月变大月，新增1.21万亿元，同比多增8717亿元。此前我们对政策呵护下的12月企业中长期贷款保持乐观，但强劲表现依然超出预期，据观察，一方面或是因为银行适度提前了信贷投放节奏，另一方面或是因为在理财回流存款约束下，部分债券融资转向贷款融资。（2）12月本是票据贴现旺季，但由于企业信贷超季节性发力满足部分流动性需要，票据融资明显弱于季节性，当月新增1146亿元，同比少增2941亿元。受此影响，未贴现银行承兑汇票倾向于增加，12月末贴现银行承兑汇票同比大幅少减1664亿元。
- 住户信贷延续年内弱势，但没有落入类似2月、4月、10月的极端情形。此前曾担心疫情散发冲击消费贷款与住房贷款，实际来看，疫情冲击影响并不明显，环比回落属于季节性表现。其中，居民短期贷款减少113亿元，同比少增270亿元，政策面来看，个体工商户、货车司机、部分小微企业、服务业等薄弱主体融资支持在多种场合反复强调，以上领域经营性贷款可缓冲消费类贷款压力；住户中长期贷款增加1865亿元，同比少增1693亿元，前期差别化放宽首套住房信贷政策仍在有效期，对住房贷款形成一定托力。
- 直接融资中，企业债券融资罕见明显减少2709亿元，同比少增4876亿元，主要是由于12月债券收益率大幅上升干扰债券发行正常节奏，据统计，11月与12月取消发行债券金额分别为846与1214亿元，而1-10月累计值只有1789亿元；非金融企业股票融资季节性回升，但低于去年。因年内发行节奏明显前置，12月政府债券融资大幅少增；表外融资因压降压力明显减轻而延续大幅少减趋势，12月信托贷款少减3789亿元，委托贷款少减314亿元。
- 12月住户存款增加2.89万亿元，同比多增1万亿元，企业存款增加1835亿元，同比少增1.18万亿元，二者背离进一步扩大。这一背离也通过M2与M1剪刀差有所体现，12月M2与M1剪刀差扩大0.3个百分点。下半年以来，居民存款强、企业存款弱的局面与二者之间的循环不畅（主要是由于居民购房和消费支出减少，导致居民存款向房地产、服务业企业存款的流动变弱）有很大关系，11-12月理财赎回加剧了二者背离。
- 1月信贷面临“重要性上升、但客观受限”的局面：制造业PMI连续三月走低，作为关键中间变量，一季度信贷关乎弱现实下的强预期能否顺利兑现；但工作日较少限制“开门红”投放进度。在此背景下，央行于1月10日再次召开信贷分析座谈会，强调“合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力”。鉴于基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展等重点领域支持力度不减，房地产行业支持力度边际提升，1月对公信贷预计不会掉队，但在高基数面前应当适当降低心理预期。1月住户贷款值得期待，目前边际上存在促进住户信贷改善的因素：1月5日建立的首套住房贷款利率政策动态调整机制，可以理解为9月差别化首套住房信贷政策的延长；此外，疫情影响消退后，信用卡贷款、消费贷款具备修复动力。
- 板块行情与宏观经济高度正相关，看好经济修复下的板块行情。现阶段“PMI处在低谷+同业存单利率走出低谷”这一组合指向较好的布局机会。我们更看好收入端具有中高增长潜力（较快规模增长与较强息差韧性驱动，扎实资产质量保障）的中小银行，建议重点关注宁波银行、江苏银行、常熟银行。
- 风险提示：地产领域风险明显上升；宏观经济快速下行；宏观经济低迷触发连续降息；东部地区信贷需求明显转弱。

正文目录

1. 金融数据简评	4
2. 银行业投资观点.....	8
3. 风险提示	8

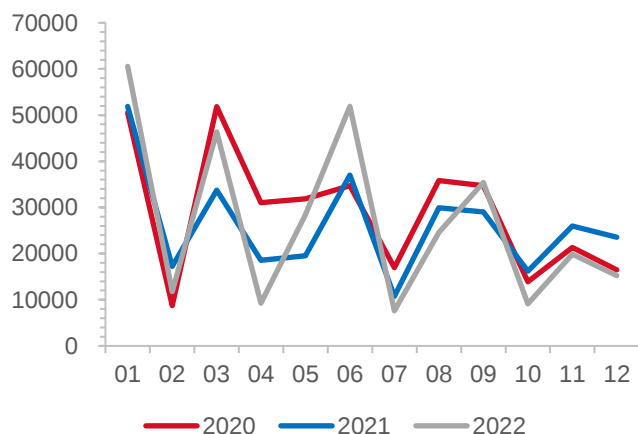
图表目录

图 1 12 月新增社会融资规模低于去年同期	4
图 2 12 月人民币贷款同比多增	4
图 3 12 月新增社融结构（主要项目）	4
图 4 12 月新增社融同比结构（主要项目）	4
图 5 12 月企(事)业单位中长期贷款大幅多增	5
图 6 12 月企(事)业单位短期贷款同比少减	5
图 7 12 月票据融资同比明显少增	5
图 8 12 月末贴现银行承兑汇票同比少减	5
图 9 12 月住户短期贷款同比少增	6
图 10 12 月住户中长期贷款同比少增	6
图 11 12 月企业债券融资罕见减少	6
图 12 12 月企业股票融资同比少增	6
图 13 12 月政府债券融资同比少增	6
图 14 12 月信托贷款同比大幅少减	7
图 15 12 月委托贷款同比少减	7
图 16 12 月住户存款大幅多增	7
图 17 12 月企业存款继续少增	7
图 18 12 月 M1 同比增速下降，M2 与 M1 剪刀差扩大	7

1.金融数据简评

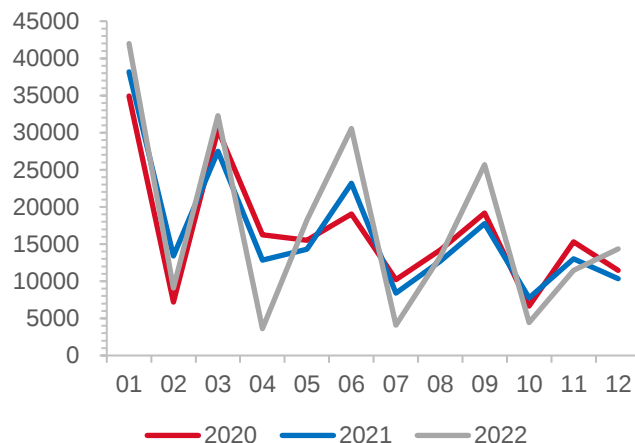
12月社会融资规模增量为1.31万亿元，同比少增1.05万亿元。其中，人民币贷款增加1.44万亿元，同比多增约4000亿元。细分项中，企业贷款（同比多增6017亿元）对社融贡献较大，居民贷款延续年内弱势（同比少增1963亿元），债券融资（同比少增4876亿元）、政府债券（同比少增8893亿元）对社融拖累明显，表外融资（同比少减4656亿元）对社融的拖累明显减弱。

图1 12月新增社会融资规模低于去年同期



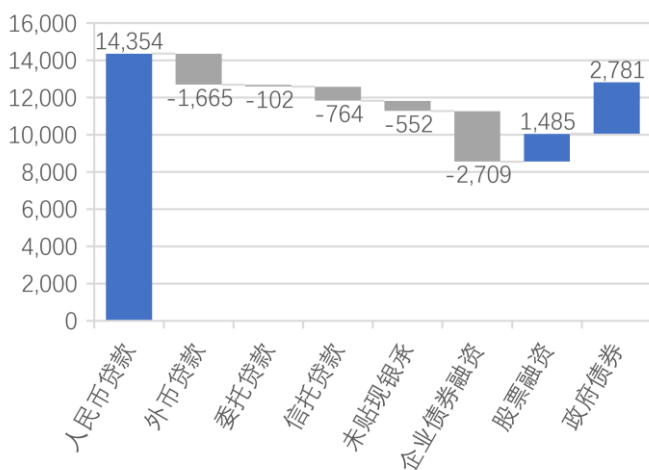
资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

图2 12月人民币贷款同比多增



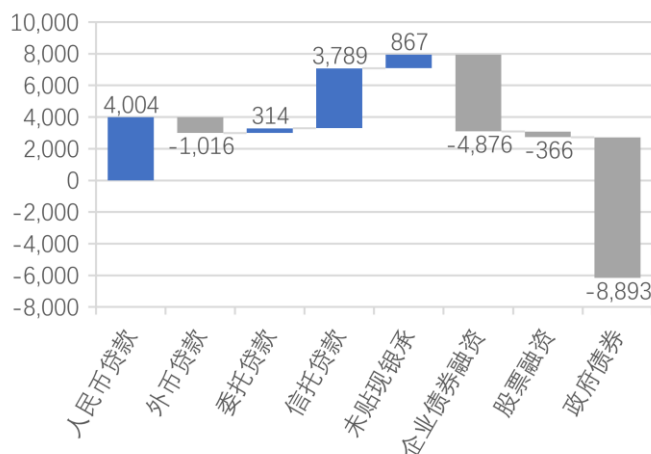
资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

图3 12月新增社融结构（主要项目）



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

图4 12月新增社融同比结构（主要项目）

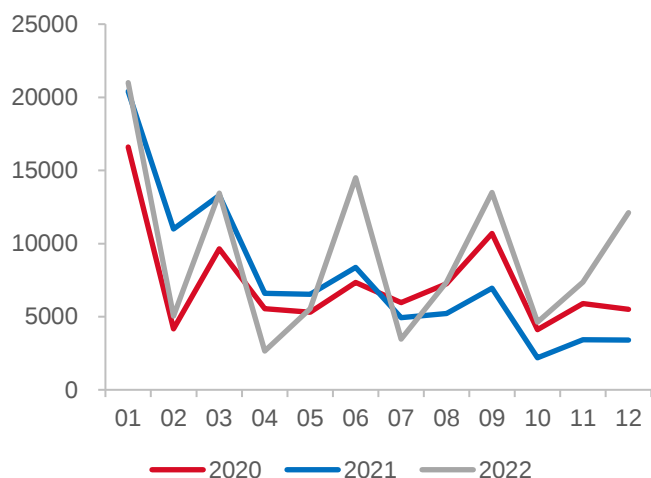


资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

企业信贷表现强劲，表现出一定反季节性。具体表现在：（1）中长期贷款小月变大月，12月新增1.21万亿元，同比多增8717亿元，短期贷款减少416亿元，同比少减638亿元。此前我们对政策呵护下（11月召开信贷分析座谈会引导银行加大中长期贷款投放）的12月企业中长期贷款保持乐观，但强劲表现依然超出预期，据观察，一方面或是因为银行适度提前了信贷投放节奏，另一方面或是因为在理财回流存款约束下，部分债券融资转向贷款融资，同期居民理财回流存款则在负债端创造相对有利条件。根据对政策的理解，12月中长期贷款投向应依然围绕基建、制造业及房地产领域。（2）由于年末企业流动性需求提升，12月本是票据贴现旺季，但由于企业信贷超季节性发力满足部分流动性需要，票据融资明

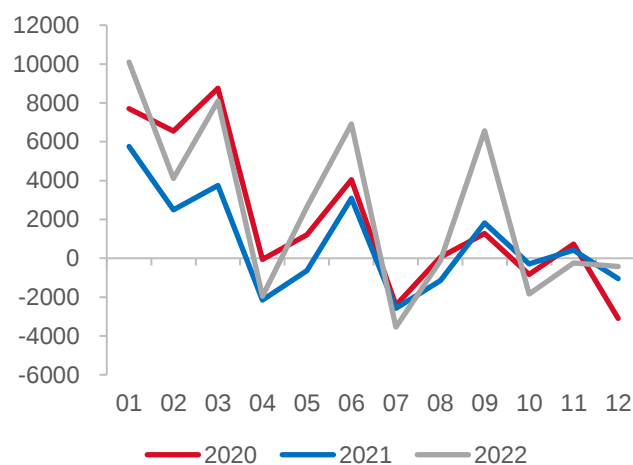
显弱于季节性，12月票据融资新增1146亿元，同比少增2941亿元。受此影响，未贴现银行承兑汇票倾向于增加，12月末贴现银行承兑汇票仅减少552亿元，同比大幅少减1664亿元。

图5 12月企(事)业单位中长期贷款大幅多增



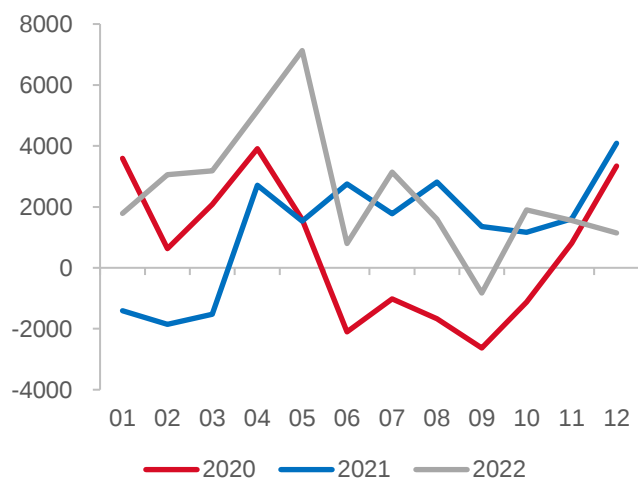
资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

图6 12月企(事)业单位短期贷款同比少减



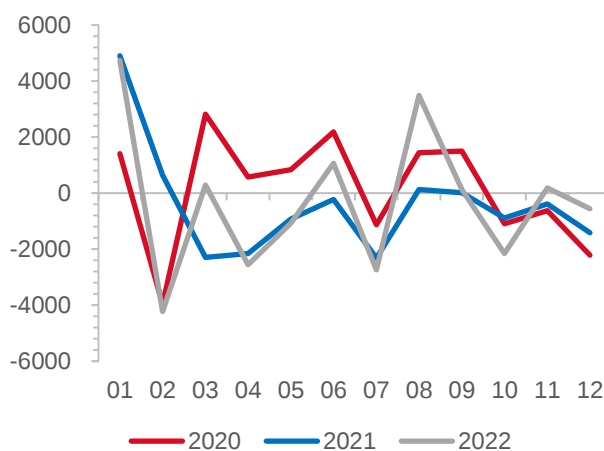
资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

图7 12月票据融资同比明显少增



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

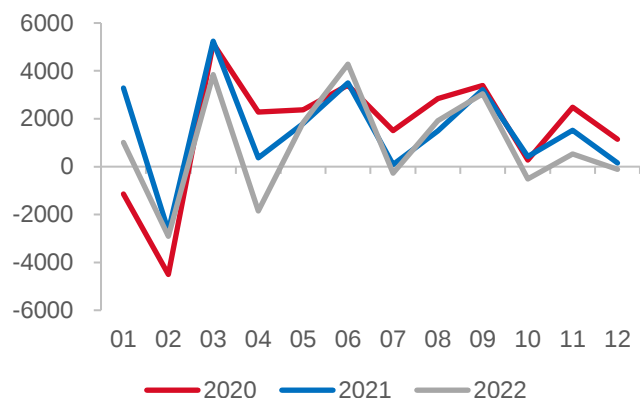
图8 12月末贴现银行承兑汇票同比少减



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

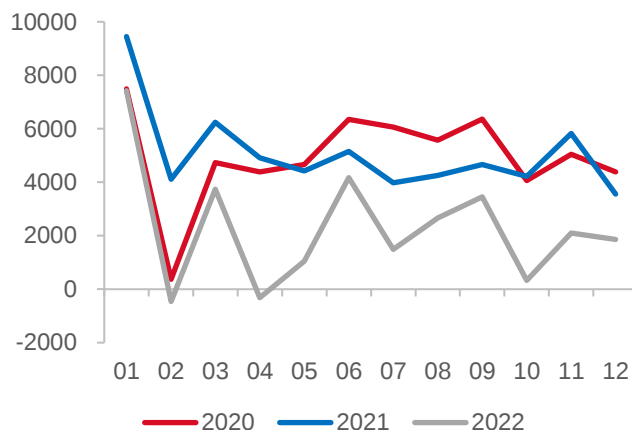
住户信贷延续年内弱势，但没有落入类似2月、4月、10月的极端情形。此前曾担心疫情散发冲击消费贷款与住房贷款，实际来看，疫情冲击影响并不明显，环比回落属于季节性表现。其中，居民短期贷款减少113亿元，同比少增270亿元，政策面来看，个体工商户、货车司机、部分小微企业、服务业等薄弱主体融资支持在多种场合反复强调，以上领域经营性贷款可缓冲消费类贷款压力；住户中长期贷款增加1865亿元，同比少增1693亿元，前期差别化放宽首套住房信贷政策仍在有效期，部分城市首套住房利率最低可至3.7%（低于5年期LPR60bp），对住房贷款形成一定托力。

图9 12月住户短期贷款同比少增



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

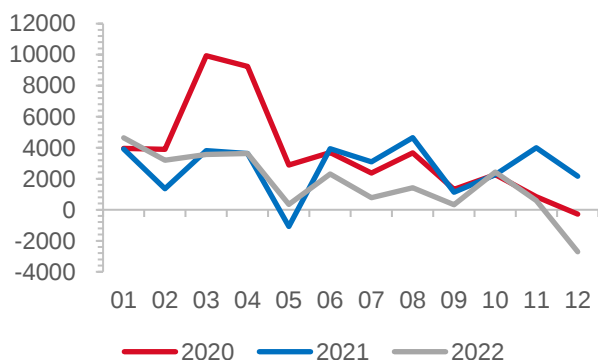
图10 12月住户中长期贷款同比少增



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

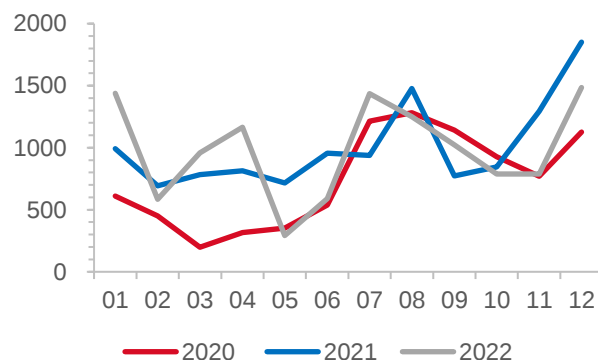
直接融资中，企业债券融资罕见明显减少 2709 亿元，同比少增 4876 亿元，主要是由于 12 月债券收益率大幅上升干扰债券发行正常节奏，据统计，11 月与 12 月取消发行债券金额分别为 846 与 1214 亿元，而 1-10 月累计值只有 1789 亿元；非金融企业股票融资季节性回升，但低于去年，新增 1126 亿元，同比少增 366 亿元。

图11 12月企业债券融资罕见减少



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

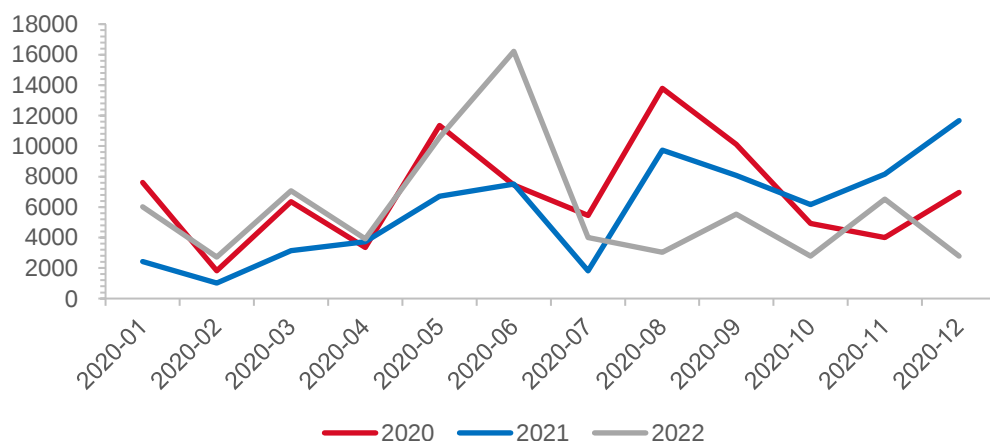
图12 12月企业股票融资同比少增



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

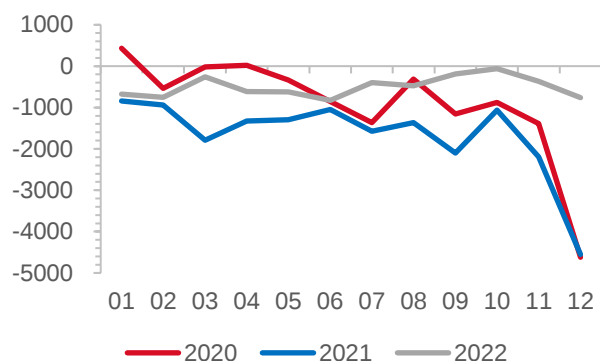
因年内发行节奏明显前置，12 月政府债券融资增加 2781 亿元，同比少增 8893 亿元；表外融资因压降压力明显减轻而延续大幅少减趋势，12 月信托贷款同比少减 3789 亿元，委托贷款同比少减 314 亿元。

图13 12月政府债券融资同比少增



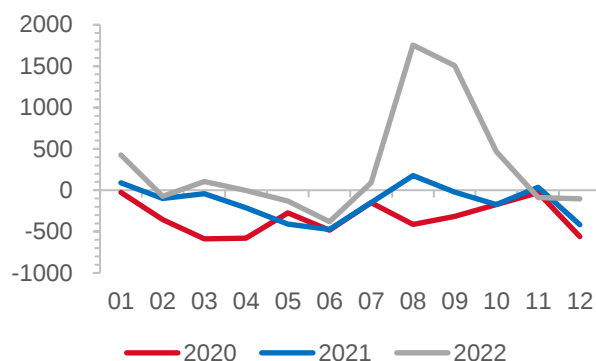
资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

图14 12月信托贷款同比大幅少减



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

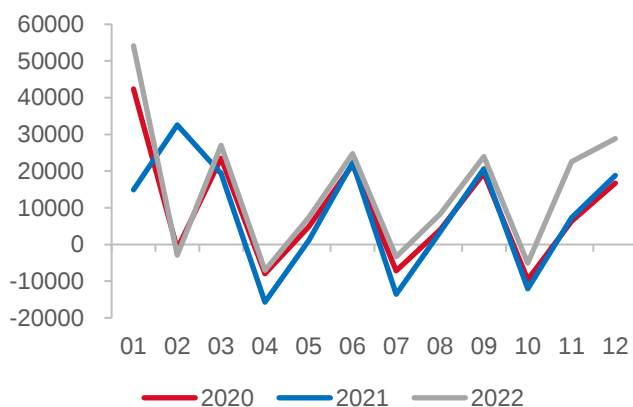
图15 12月委托贷款同比少减



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

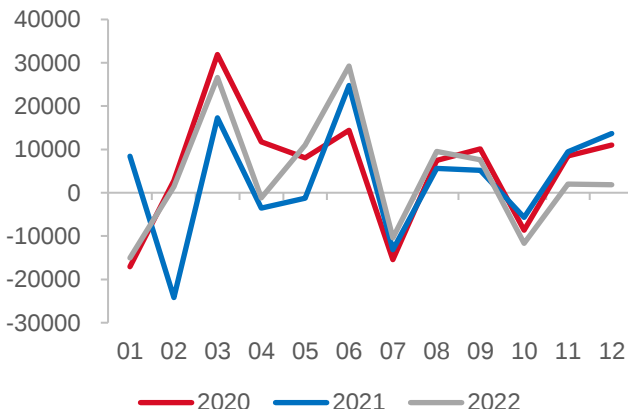
12月住户存款增加2.89万亿元，同比多增1万亿元，企业存款增加1835亿元，同比少增1.18万亿元，二者背离进一步扩大。这一背离也通过M2与M1剪刀差体现，12月M2与M1剪刀差扩大0.3个百分点。下半年以来，居民存款强、企业存款弱的局面与二者之间的循环不畅（主要是居民购房和消费支出减少，导致居民存款向房地产、服务业企业存款的流动变弱）有很大关系，11-12月理财赎回加剧了二者背离（作用机制详见12月18日报告《理财赎回中的金融数据、债券收益率与板块行情》）。

图16 12月住户存款大幅多增



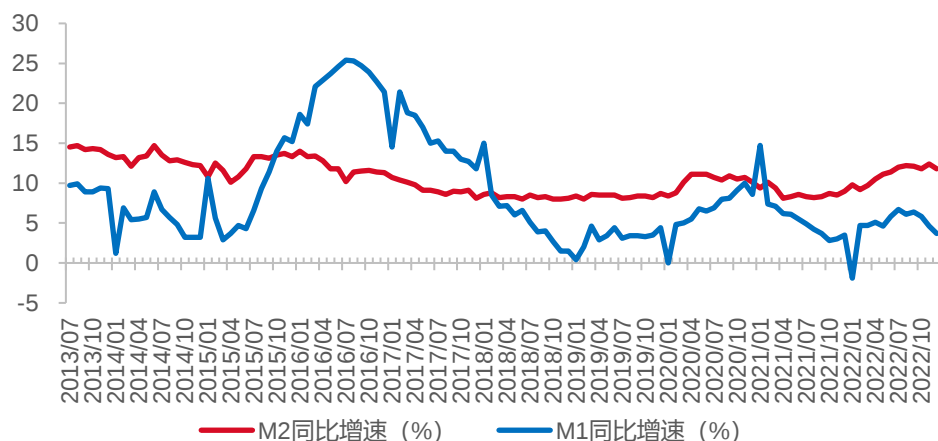
资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

图17 12月企业存款继续少增



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：单位为亿元。

图18 12月M1同比增速下降，M2与M1剪刀差扩大



资料来源：iFinD，东海证券研究所

1月信贷面临“重要性上升、但客观受限”的局面：制造业PMI连续三月持续走低，作为关键中间变量，一季度信贷关乎“弱现实”下的“强预期”能否顺利兑现；1月工作日较少客观上限制开门红投放。在此背景下，央行于1月上旬再次召开信贷分析座谈会，与近期公开表态相比没有明显的增量政策，但强调“合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力”，有利于减少工作日较少带来的不利影响。

由于基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展支持力度不减，房地产支持力度边际提升，1月对公信贷预计不会掉队，但在高基数面前应当适当降低心理预期。1月居民信贷值得期待，目前边际上存在促进住户信贷改善的因素：1月5日，人行与银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，可以理解为9月差别化首套住房信贷政策的延长；此外，疫情影响逐步消退，信用卡贷款、消费贷款具备修复动力。

2. 银行业投资观点

随着疫情防控优化与房地产行业融资转向，2019年四季度以来两轮密集降息伴生的下行期底部逐渐清晰。宏观经济修复对板块的积极意义不亚于现阶段房地产风险好转。关键因素净息差的企稳将多方位提升银行业经营活力，收入增速、计提压力、利润增长因此改善，这一时刻大概率会发生在二季度。规模而言，去年宽松政策驱动下的偏高基数，以及今年较好的复苏前景下政策向常态化回归意味着当前规模增速大概率从阶段性较高位置回落。细分板块中，因息差受影响较小（2022年降息对中长期贷款影响更大），且规模增长仍具有相对优势，中小银行业绩增长有望继续靠前。

板块行情与宏观经济高度正相关，看好经济修复下的板块行情。现阶段“PMI处在低谷+同业存单利率走出低谷”这一组合指向较好的布局机会。我们更看好收入端具有中高增长潜力（较快规模增长与较强息差韧性驱动，扎实资产质量保障）的中小银行，建议重点关注宁波银行、江苏银行、常熟银行。

3. 风险提示

地产领域风险明显上升：房地产行业政策转向积极，但市场需求依然未能有效改善，这意味着房地产行业信用风险仍有可能在需求持续低迷的情况下反复无常。若房地产开发商贷款、房地产开发商公司债券及个人按揭贷款违约率明显上升将引起银行业资产质量明显恶化。

宏观经济快速下行：政策引导下，银行业对三农、小微企业、服务业等市场薄弱主体的信贷支持力度较大，这类主体抗风险能力较弱，宏观经济快速下行将影响其还款能力，相应贷款质量压力上升。

宏观经济低迷触发连续降息：明年下半年净息差企稳是本报告的核心逻辑，若宏观经济超预期下滑触发连续降息，银行业净息差将持续收窄，利息净收入将持续承压。

东部地区信贷需求明显转弱：高增长潜力标的的选择建立在较快的规模增长基础之上，如东部地区信贷需求明显转弱则导致本地银行业绩驱动力明显减弱。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089