



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

金融底再现，宽信用可期

——12月金融数据点评

日期： 2023年01月14日

分析师： 郑嘉伟

Tel:

E-mail: zhengjiawei@shzq.com

SAC 编号: S0870521110001

相关报告:

《新规为保障性租赁住房 REITs 发行保驾护航》

——2022年07月27日

《遏制炒作，转债回归配置价值》

——2022年06月21日

《全力以赴稳住经济基本盘，保持经济运行在合理区间》

——2022年05月26日

主要观点

事件：2023年1月10日，央行公布12月金融数据：2022年末社融同比增长9.6%，增速环比回落0.4个百分点；M2同比增长11.8%，增速比上月末低0.6个百分点，比上年同期高2.8个百分点；M1同比增长3.7%，增速比上月末低0.9个百分点，比上年同期高0.2个百分点；M0同比增长15.3%，央行全年净投放现金1.39万亿元。

信贷对社融呈现正贡献，但分化现象明显。12月社融整体规模有所下滑，金融底再现。拆分新增信贷来看，信贷对社融呈现正贡献，但是企业强，居民部门弱，分化现象严重。企业贷款无论是增量还是结构释放出积极信号，可以认为企业对于疫情防控政策调整后经营信心的恢复，也可以认为部分企业从债券融资转向信贷融资，但居民部门加杠杆动力不足，贷款需求整体低于去年同期水平。

债融拖累社融增速。高基数效应下债券年末发行错位成为社融下行主要拖累。12月份政府债券发行2781亿元，较去年同期少增8893亿元，较上月少增3739亿元。高基数效应下拖累社融整体下滑；企业债券12月发行减少2709亿元，同比多减4876亿元，为近两年最低值，也是带动社融数据走低的原因之一；此外，12月非标数据疲软，对社融正增长贡献有限。

居民超额储蓄之谜。M1与M2同比增速差为-8.1%，差值进一步走阔，体现当前企业投资意愿不足；从社融增速与M2增速差来看，差值略有收窄，为-2.2%较上月升0.2个百分点，显示目前实体经济融资需求不足。12月份居民部门新增存款增加2.89万亿元，同比多增1万亿元；2022年全年居民部门存款增加17.84万亿元，同比多增7.94万亿元，整体受居民存款影响，较去年同期有所上升，显示出居民风险偏好下降，消费和投资意愿下降明显。

投资建议

金融底再现，宽信用可期。随着央行元旦之后加大资金回笼，近期资金面有所收敛，无论是银行间还是交易所资金回购利率均出现显著上行，10年期国开活跃券收益率已经突破前期高点，部分机构加杠杆意愿下降，同时春节临近，资金取现需求显著增加，因此近期央行加大了14天期逆回购操作，保障了春节前后流动性合理充裕，随着社融数据触底回升，对于本月到期7000亿元MLF，央行大概率等额等价续作，以缓和对于资金面收敛的担忧，预期债市仍将维持震荡。1月转债建议投资者关注：回盛转债、隆22转债、鹰19转债、友发转债、鲁泰转债、希望转2、招路转债、常银转债、江银转债、国泰转债。

风险提示

地缘政治风险；美联储加息步伐超预期；海外经济增速不及预期；国内通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超市场预期。

目 录

1 信贷对社融呈现正贡献，但分化现象明显.....	3
2 债融拖累社融增速，金融底再现.....	3
3 居民超额储蓄之谜.....	4
4 投资建议.....	4
5 风险提示.....	6

图

图 1：居民部门与制造业融资需求(亿元).....	5
图 2：房地产市场持续疲软.....	5
图 3：制造业 PMI 数据 (%).....	5
图 4：制造业贷款需求回暖.....	5
图 5：政府债发行进度.....	5
图 6：政府债、企业债发行均低于同期(亿元).....	5
图 7：企业债发行规模(亿元).....	6
图 8：表外三项融资(亿元).....	6
图 9：M1、M2 同比小幅回落(%).....	6
图 10：企业投资意愿(社融与 M2 同比增速差)收窄.....	6
图 11：居民存款上升(亿元).....	6

事件：2023年1月10日，央行公布12月金融数据：2022年末社会融资规模存量为344.21万亿元，同比增长9.6%，增速环比回落0.4个百分点，社会融资规模增量为1.31万亿元，比上年同期少10582亿元；M2同比增长11.8%，增速比上月末低0.6个百分点，比上年同期高2.8个百分点；M1同比增长3.7%，增速比上月末低0.9个百分点，比上年同期高0.2个百分点；M0同比增长15.3%，央行全年净投放现金1.39万亿元。

1 信贷对社融呈现正贡献，但分化现象明显

信贷分化。12月社融整体规模有所下滑，社融规模增量为1.31万亿元，比上年同期少10582亿元，同比增长9.6%，环比回落0.4个百分点，金融底再现。拆分新增信贷来看，信贷对社融呈现正贡献，但是企业较强，居民部门较弱，分化现象严重，其中人民币贷款增加1.4万亿元，同比多增2700亿元；企业贷款新增1.26万亿元，同比多增6017亿元；而长期贷款1.211万亿元，占比达到96%，比去年同期多增8717亿元；短期贷款减少416亿元，同比多增638亿元；票据融资减少、企业票据融资占比下降，12月票据融资1146亿元，相较去年减少2941亿元，下降明显。非银行业金融机构贷款少增11亿元，同比少增564亿元。企业贷款无论是增量还是结构释放出积极信号，可以认为企业对于疫情防控政策调整后经营信心的恢复，也可以认为部分企业从债券融资转向信贷融资，其中，**居民部门加杠杆动力不足，贷款需求整体低于去年同期水平。**12月受各地市疫情影响，居民消费出行等线下消费活力不足；其次商品房销售面积同比下行23.3%，也侧面显示出居民购房意愿不足。其中，12月居民部门贷款增加1753亿元，同比少增1963亿元；短期贷款减少113亿元，同比少增270亿元；中长期贷款增加1865亿元，同比少增1693亿元。

2 债融拖累社融增速，金融底再现

高基数效应下债券年末发行错位成为社融下行主要拖累。12月份政府债券发行2781亿元，较去年同期少增8893亿元，较上月少增3739亿元。考虑到12月政府债券发行接近尾声，叠加去年高基数效应，拖累社融整体下滑。企业债券12月发行减少2709亿元，不及上期以及去年同期的596亿元和2167亿元，同比多减4876亿元，为近两年最低值，也是带动社融数据走低的原因之一；此外，12月非标数据疲软，非标三项减1418亿元，其中委托贷款

少增 102 亿元，较去年同期多增 314 亿元；信托贷款减少 764 亿元，较去年同期多增 3789 亿元；未贴现银行承兑汇票减 552 亿元，对社融正增长贡献有限。

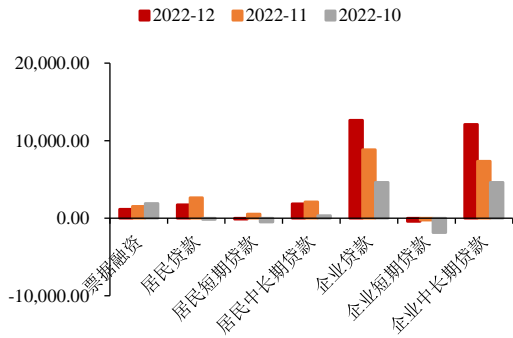
3 居民超额储蓄之谜

M1 与 M2 增速差略微走阔，居民存款走高。12 月份 M1 同比增速为 3.7%，较前值降 0.9 个百分点；M2 同比增速为 11.8%，较前值降 0.6 个百分点。M1 与 M2 同比增速差为-8.1%，差值进一步走阔，体现当前企业投资意愿不足；从社融增速与 M2 增速差来看，差值略有收窄，为-2.2%较上月升 0.2 个百分点，显示目前实体融资需求不足。反映在存款数据可以看到，12 月份居民部门新增存款增加 2.89 万亿元，同比多增 1 万亿元；非金融企业新增存款 824 亿元，同比少增 12846 亿元；财政存款减少 10857 亿元，同比多减 555 亿元，说明年末财政支出力度较强；非银行业金融机构存款减少 5328 亿元，同比多减 1485 亿元。2022 年全年人民币存款增加 26.26 万亿元，同比多增 6.59 万亿元。其中，居民部门存款增加 17.84 万亿元，同比多增 7.94 万亿元，整体受居民存款影响，较去年同期有所上升，显示出居民风险偏好下降，消费和投资意愿下降明显。

4 投资建议

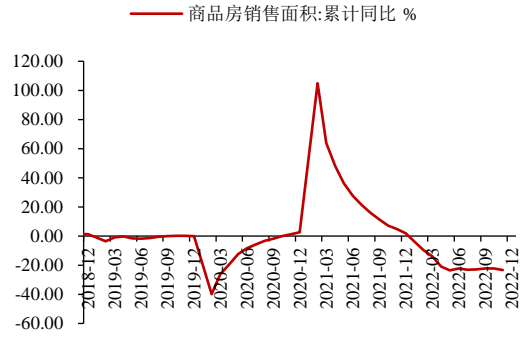
金融底再现，宽信用可期。随着央行元旦之后加大资金回笼，近期资金面有所收敛，无论是银行间还是交易所资金回购利率均出现显著上行，10 年期国开活跃券收益率已经突破前期高点，部分机构加杠杆意愿下降，同时春节临近，资金取现需求显著增加，因此近期央行加大了 14 天期逆回购操作，保障了春节前后流动性合理充裕，随着社融数据触底回升，对于本月到期 7000 亿元 MLF，央行大概率等额等价续作，以缓和市场对于资金面收敛的担忧，预期债市仍将维持震荡。1 月转债建议投资者关注：回盛转债、隆 22 转债、鹰 19 转债、友发转债、鲁泰转债、希望转 2、招路转债、常银转债、江银转债、国泰转债。

图 1：居民部门与制造业融资需求 (亿元)



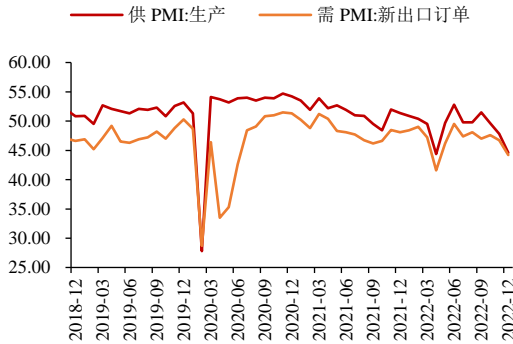
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2：房地产市场持续疲软



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：制造业 PMI 数据 (%)



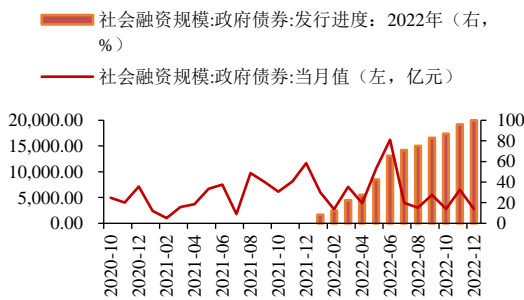
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：制造业贷款需求回暖



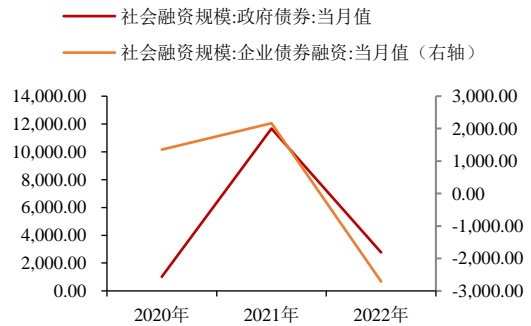
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：政府债发行进度



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6：政府债、企业债发行均低于同期(亿元)



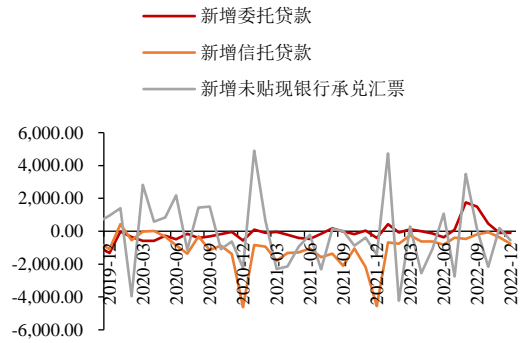
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：企业债发行规模(亿元)



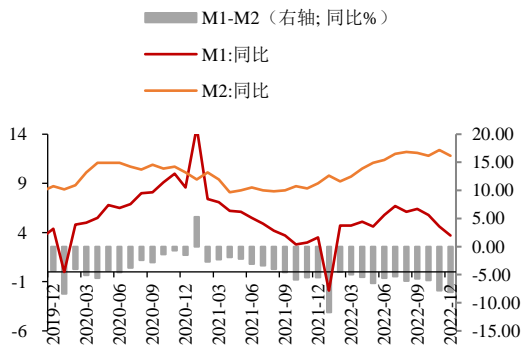
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 8：表外三项融资(亿元)



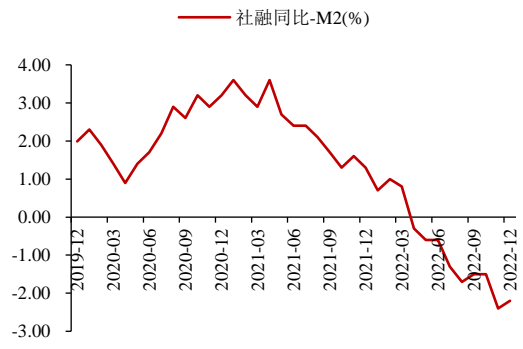
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 9：M1、M2 同比小幅回落(%)



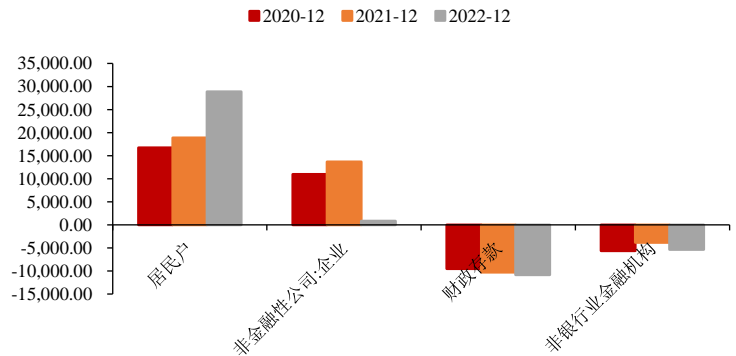
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 10：企业投资意愿(社融与 M2 同比增速差)收窄



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 11：居民存款上升(亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

5 风险提示

地缘政治风险：俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储加息步伐超预期：美联储加息步伐会有随市场变化进行调整超出预期的可能；

请务必阅读尾页重要声明

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内通胀超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在通胀超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超市场预期：市场波动存超预期可能。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。