

改善居民预期或是后续关键

——2022年12月金融数据点评

2023年1月13日

固定收益	点评报告
------	------

分析师	贾清琳 电话：010-66554042 邮箱：jiaql@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070009
-----	--	-----------------------

事件：

2022年1月10日，央行发布中国12月金融数据：

新增人民币贷款14000亿元，前值12100亿元，同比多增2665亿元；社融规模存量为344.21万亿元，同比增9.6%；新增社融规模13100亿元，前值19874亿元，同比少增10500亿元；7月M2同比增长11.8%，前值12.4%，M1货币供应同比3.7%，前值4.6%，M0货币供应同比15.3%，前值14.1%。

核心观点：

12月份社融存量增速以全年最低位收官，主因11月份疫情防控“放开”后新冠感染人数急速上升扰动需求叠加了理财赎回对于债券净融资的拖累。而其中企业中长期贷款项则保持了连续5个月的多增局面，说明信贷结构在持续改善，且随着稳增长政策的显效和加码，后续社融企稳是有迹可循的，2023年信贷开门红可期。而当前最大的难点可能在于居民端，我们也能观察到居民“多存少贷”现象贯穿了2022年全年，地产销售持续低迷、居民中长期贷款始终拖累社融，所以改善居民预期或是后续社融企稳上行的关键。此外虽然此前市场已有交易降息预期，但我们倾向于认为货币政策方面可能仍然需要观察地产和疫情政策优化后经济修复的效果，且后续疫情发展仍存不确定性，因此我们预计短期内（1、2月份）降息降准的概率不大。

以下是具体的数据分析：

一、疫情与地产预期显著好转使得企业部门信贷持续回暖，但居民部门信贷表现仍弱

12月新增人民币贷款1.4万亿元，同比多增2665亿元。12月末人民币贷款余额213.99万亿元，同比增长11.1%，增速比上月末高0.1%，比上年同期低0.5%。新增人民币贷款多增，其中中长期贷款占比回升，显示信贷结构向好。

居民部门信贷增加1753亿元，同比少增1963亿元。其中，短期贷款减少113亿元，同比多减270亿元；中长期贷款增加1865亿元，同比少增1693亿元。由于12月全国范围新冠感染率快速上升以及居民收入预期未有明显改善的影响，居民消费和购房场景有限且意愿也不足，因此居民贷款仍低迷。严控疫情的相关政策已成为历史，随着第一波感染高峰度过，我们预计短期居民消费会有阶段性明显回暖；之后中期来看居民消费和信贷需求向好的趋势较为确定，但幅度还有待观察后续政策的效果以及经济实际修复的程度。

企业部门贷款增加12637亿元，同比多增6017亿元。其中，短期贷款减少416亿元，同比多增638亿元，票据融资增加1146亿元，同比少增2941亿元，中长期贷款增加12100亿元，同比多增8717亿元。企业中长期贷款大幅多增是12月信贷数据最大亮点。理财赎回潮使得企业发债难度与成本大幅上升从而融资方式一部分转向贷款，此外政策对于制造业全年贷款增速的要求以及结构性金融工具在基建等领域的发力支撑了企业中长期贷款的持续回暖。下一阶段随着理财赎回潮的逐渐平息以及经济修复的进行，企业贷款回暖预计持续。

二、社融疲弱意料之中，主因企业债券及政府债券拖累，信贷和非标则对社融形成支撑

12月社会融资规模增量为13100亿元，比上年同期少增10500亿元，12月末社会融资规模存量为344.21万亿元，同比增长9.6%，增速较上月下降0.4%。社融增速表现不佳符合市场预期，疫情扰动需求叠加债券融资缺位使得社融存量增速创年内新低。

12月政府债券净融资2781亿元，同比少增8893亿元。直接融资12月少增1244亿元，同比少增5242亿元，其中企业债券净融资少增2709亿元，同比少增4876亿元，股权融资1485亿元，同比少增590亿元。

12月政府债券以及企业债券均大幅少增，企业债表现不佳源于信用债收益率大幅上行使得净融资规模受到影响，政府债券则是因为年内发行前置的原因使得年末净融资额度有限。后续随着信用债融资环境的好转以及2023年政府债券的开始发行，债券对社融的拖累会减弱。

12月非标融资减少1418亿元，同比少减4790亿元，其中未贴现的银行承兑汇票减少552亿元，同比少减867亿元，信托贷款减少764亿元，同比少减3789亿元，委托贷款减少102亿元，同比少减314亿元。非标整体同比少减幅度增加，说明对社融的拖累减小，主因非标压降政策退出以及稳增长政策的持续推进。

三、M2增速有所下降，居民存款未转化为企业存款，经济活力仍弱

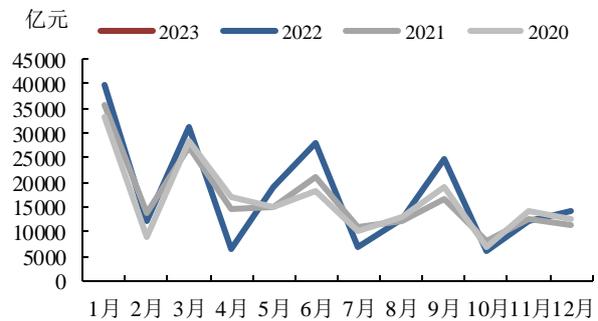
12月末M1同比增长3.7%，较前值减少0.9%，M2余额为266.43万亿元，同比增长11.8%，增速比上月末减少0.6%，比上年同期增加2.8%，M2与M1剪刀差较上个月上升0.3%。M0增速同比为15.3%。居民存款增加28903亿元，同比多增10011万亿元；非金融企业存款增加824亿元，同比少增12846亿元；非银行金融机构存款少增5328亿元，同比多减1485亿元；财政存款减少10857亿元，同比多增555亿元。12月居民存款仍然呈现大幅多增的状态，“多存少贷”局面未有改变，居民存款未转化为企业存款，显示经济活力仍偏弱。财政存款方面则显示12月份财政支出有所下降。

图1：中长期信贷占比有所回升



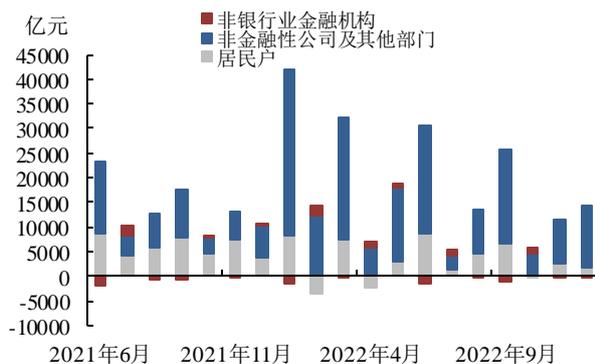
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：12月新增人民币贷款同比表现超季节性



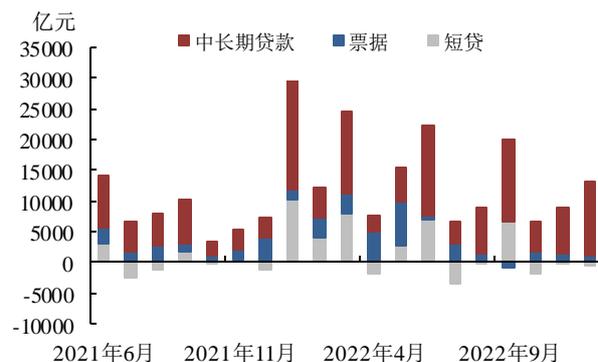
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：12月新增人民币贷款企业强、居民若



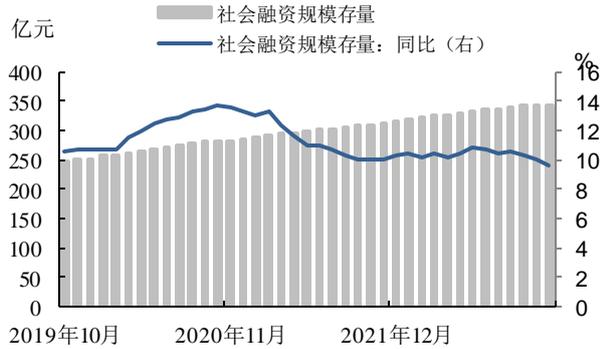
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：新增中长期贷款表现最好



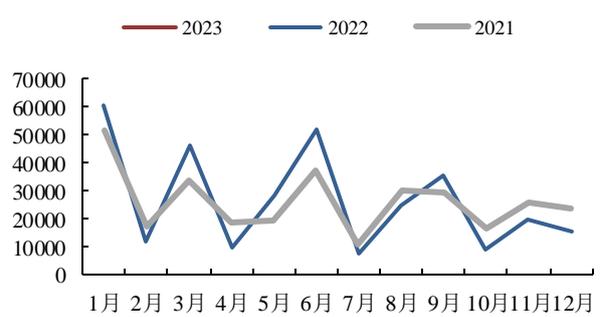
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 5：社融存量同比回落，环比降幅 0.4%



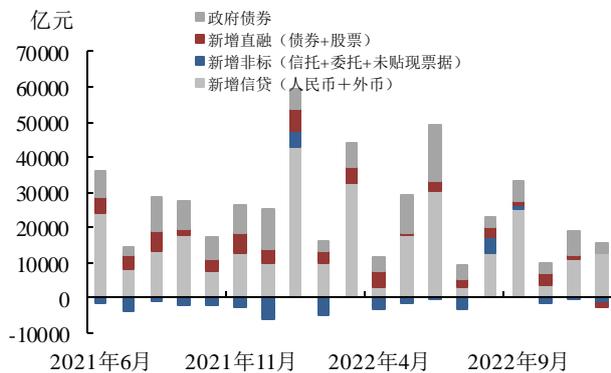
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 6：12 月新增社融表现偏弱



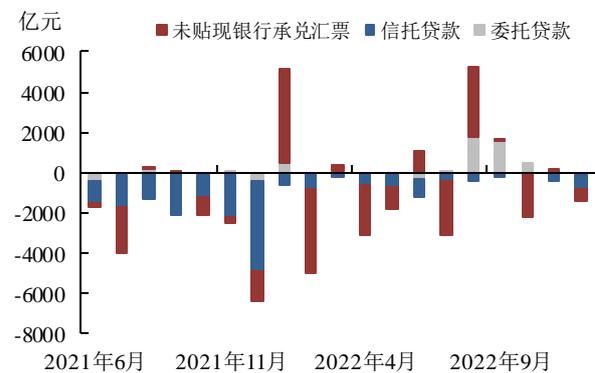
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 7：社融分项中企业债券和政府债券形成主要拖累



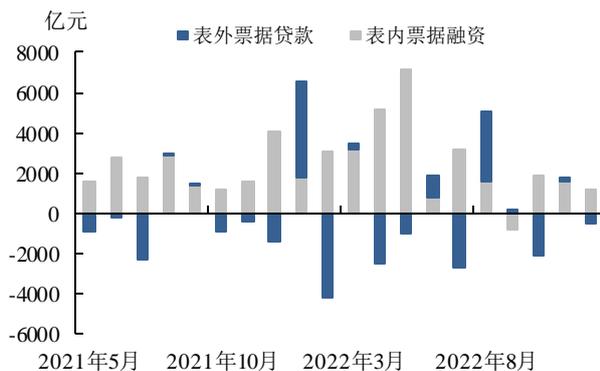
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 8：非各分项降幅均收窄



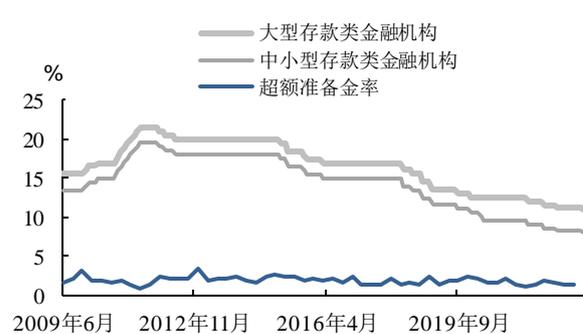
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 9：表内强于表外指示企业融资需求仍偏弱



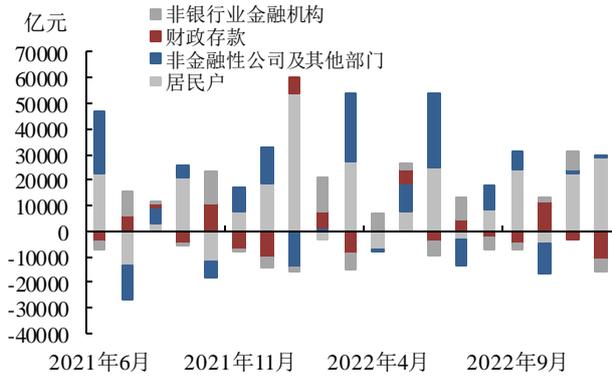
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 10：12 月金融机构基准利率有所下调



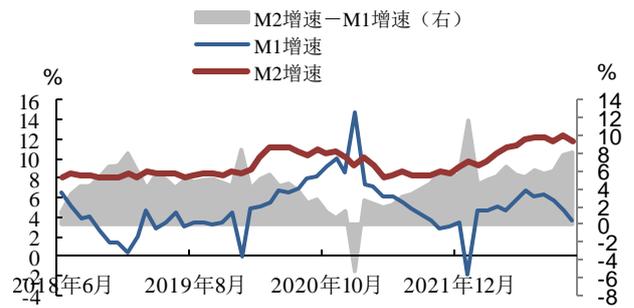
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 11 居民存款未转化为企业存款



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 12：M2 与 M1 剪刀差有所扩大



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

风险提示：政策超预期，疫情影响超预期

分析师简介

分析师：贾清琳

金融本硕，2019年7月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究，侧重宏观利率及转债方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526