

## 企业与居民融资意愿分化

### ——2022 年 12 月金融数据点评

12 月我国新增社融 1.31 万亿（预期 1.61 万亿），较去年同期少增 1.05 万亿；新增人民币贷款 1.40 万亿（预期 1.24 万亿），较去年同期多增 2,665 亿；M2 同比增长 11.8%（预期 12.0%）。

#### 一、信贷：企业预期改善，居民购房意愿仍弱

12 月新增信贷略高于预期，企业、居民中长贷表现继续分化。新增人民币贷款同比多增 2,665 亿，其中中长期贷款同比多增 7,024 亿，短期贷款同比多增 368 亿，票据融资同比少增 2,941 亿。

企业中长期贷款持续改善，短期贷款开始回暖。12 月非金融企业贷款新增 12,637 亿，同比多增 6,017 亿，环比多增 3,800 亿。其中，中长贷新增 12,110 亿，同比多增 8,717 亿；短贷减少 416 亿，同比多增 638 亿。去年 11 月底以来，政策支持力度加大及企业预期改善，供需两端共同助力企业贷款表现超预期。供给方面，11 月银行信贷工作座谈会强调要扩大中长期贷款投放，12 月中央经济工作会议明确要求加大宏观政策调控力度，使得大行和政策性银行着力增加信贷投放。需求方面，随着各地疫情迅速达峰、经济活动回归正常，企业对未来经济预期转向积极，投融资需求亦有所回暖。信贷投放扩张导致票据融资减弱，12 月表内票据融资增加 1,146 亿，同比少增 2,941 亿。

与之相对，居民贷款仍显疲弱，12 月居民贷款新增 1,753 亿，同比少增 1,963 亿。一方面，由于金融支持房地产市场的政策主要集中在供给端，而目前需求端政策信号作用大于实际效果，导致居民加杠杆购房意愿仍然较弱，房地产销售仍处在收缩通道，拖累居民中长贷同比少

增 1,693 亿。另一方面，各地 12 月正处于疫情高峰，居民活动半径和消费场景受限，使得居民短贷同比少增 270 亿。

## 二、社融：直接融资拖累

12 月新增社融 1.31 万亿，低于市场预期（1.61 万亿），存量同比增速回落 0.4pct 至 9.6%。从结构上看，信贷和非标仍是社融的支撑项，但企业债券、政府债券和外币贷款均对社融构成拖累，剔除信贷后的新增社融出现负增长。

一是受地产融资政策边际放松和去年同期基数较低共同影响，信托贷款同比大幅少减，使得非标融资继续对社融形成支撑。非标融资当月减少 1,418 亿，同比大幅少减 4,970 亿。其中，未贴现银行承兑汇票减少 552 亿，同比少减 867 亿；信托贷款减少 764 亿，同比大幅少减 3,789 亿；委托贷款减少 102 亿，同比少减 314 亿。

二是政府融资成为社融最大拖累项，主因在年内政府债额度基本已被用完，且去年同期基数较高。12 月新增政府债融资 2,781 亿，同比少增 8,893 亿，环比少增 3,739 亿。

三是债券收益率上行对企业债融资的压制明显，企业新增融资需求转回表内信贷，企业债券融资同比、环比连续两月收缩。12 月企业债券融资减少 2,709 亿，同比大幅多减 4,876 亿，环比多减 3,305 亿。

四是由于人民币汇率仍处在低位，叠加年底季节性回落的影响，外币贷款连续第十个月同比少增，且单月增量创下年内新低。12 月新增外币贷款融资减少 1,665 亿，同比多减 1,016 亿，环比多减 1,017 亿。随着美联储加息周期见顶，外币贷款对社融的拖累或已达峰。

### 三、货币：企业存款减少带动 M2 回落

12 月 M2 同比增速下降 0.6pct 至 11.8%，仍维持较高水平。当月理财产品净值下跌继续引发赎回，叠加企业经济活动走强，使得存款结构发生变化。企业存款新增 824 亿，同比大幅少增 1.28 万亿；非银金融机构存款减少 5,328 亿元，同比多减 1,485 亿元；而居民存款新增 2.89 万亿，同比多增 1.0 万亿。另外，年底财政支出提速，导致财政存款减少 1.09 万亿，同比多减 555 亿。

M2 同比增速继续超过社融，广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）虽小幅收窄 0.2pct 至 2.2pct，但仍然处于高位，商业银行“资产荒”格局延续。狭义流动性方面，年末随着央行加大公开市场货币净投放量，利率中枢仍维持在政策利率之下。M1 同比增速下滑 0.9pct 至 3.7%。“M2-M1”增速剪刀差大幅扩大 0.3pct 至 8.1%，货币活化程度持续减弱。

### 四、债市影响：债券收益率小幅上行

12 月社融数据发布后，债券收益率整体小幅上行。自 12 月中下旬以来，债券市场逐渐从交易资金面宽松转向交易经济复苏预期，收益率呈现先下后上的走势，10 年期国债收益率从 12 月上旬 2.92% 的高位水平逐渐下行至年初 2.81%，后再次上行至 2.86% 左右。

从流动性看，银行间流动性宽松带动收益率阶段性下行。12 月资金面趋于放松，央行公开市场投放大量跨年流动性，货币市场利率保持低位，12 月以来 DR001 和 DR007 利率中枢分别为 0.98% 和 1.72%，较上月中枢分别下行 48bp 和 6bp。债券收益率从前期高位下行，1 年期和 3 年期国开债收益率较 12 月高点下行 25-30bp 至 1 月初最低 2.19% 和 2.54%。

从市场预期看，基本面回暖预期走强致使年初收益率低位回升。防疫措施调整后，市场对于后续经济修复预期逐渐增强，对资金面持续宽松预期减弱，叠加 12 月信贷数据增长好于预期，债券收益率曲线熊平。短端收益率调整幅度超过 10bp，中长端债券收益率小幅上行 5BP 左右。后续收益率变动需持续关注经济复苏斜率和流动性环境等。

## 五、前瞻：社融或将企稳回升

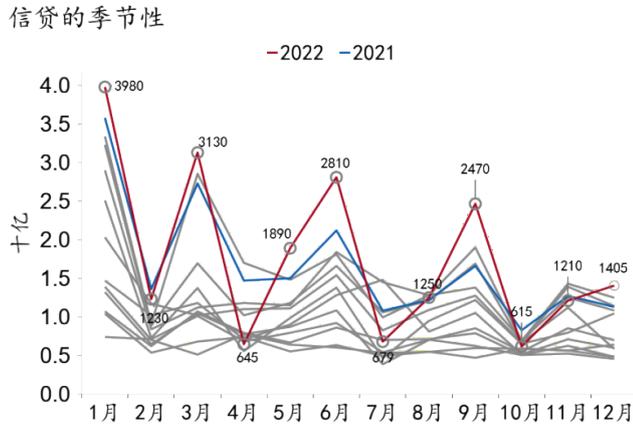
总体而言，12 月的金融数据反映了“疫情”和“房地产”这两大经济修复困扰因素的边际变化。一方面，随着疫情防控进入新阶段，疫情走势逐渐明朗，经济活动将向常态回归，企业预期改善，投融资需求扩张。企业中长贷持续改善，支撑信贷和社融；存款大幅减少，带动 M2 回落。但另一方面，房地产需求端刺激效果不明显，居民购房意愿仍弱。房企融资渠道放开，支撑信贷和信托贷款；居民购房意愿不强拖累居民贷款、拉升居民存款。此外，金融市场波动对流动性的影响仍存。信用债收益率上行，一方面导致企业融资需求回归表内贷款，拖累社融；另一方面导致理财继续赎回，企业和非银金融机构存款流向居民部门。

前瞻地看，随着企业预期改善、房地产需求政策再发力以及开年政府债发行落地，社融增速有望企稳回升。一方面，1 月 10 日信贷工作座谈会要求各主要银行合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力，信贷“开门红”可期。另外，近日监管部门公布建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，未来房地产调控政策仍有想象空间，居民贷款或边际改善。另一方面，2023 年财政政策将加力提效，赤字率或提升至 3% 以上，同时专项债规模或不低于 3.65 万亿，节奏上前置的可能性较大，年初政府债券发行将有效支撑社融回升。

(评论员：谭卓 张巧栩 牛梦琦 王天程)

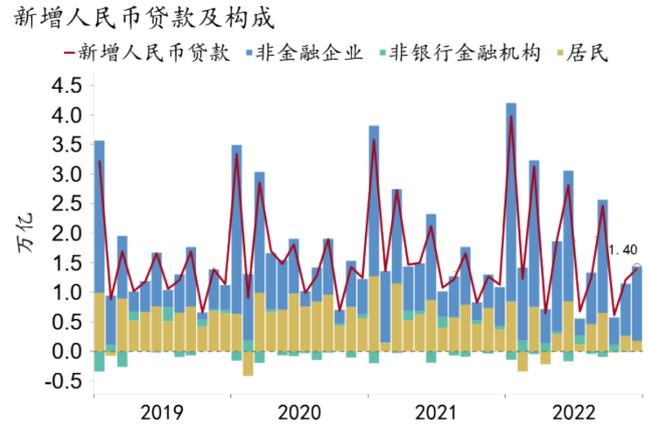
附录

图 1: 12 月信贷增量略超预期



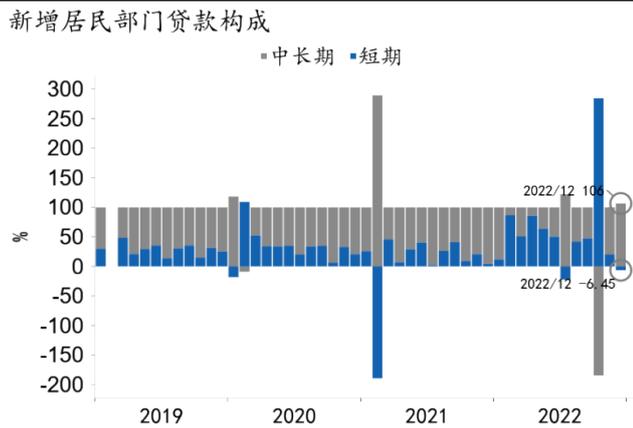
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 新增人民币贷款及构成



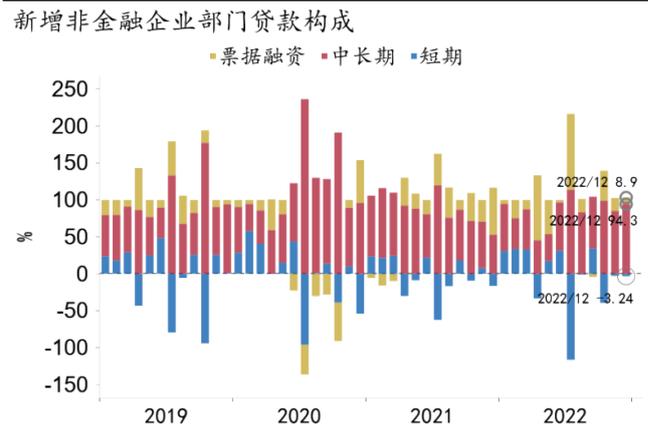
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比



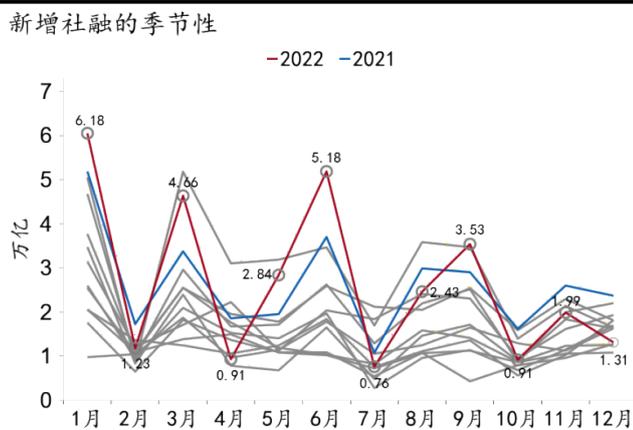
资料来源: Wind、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比



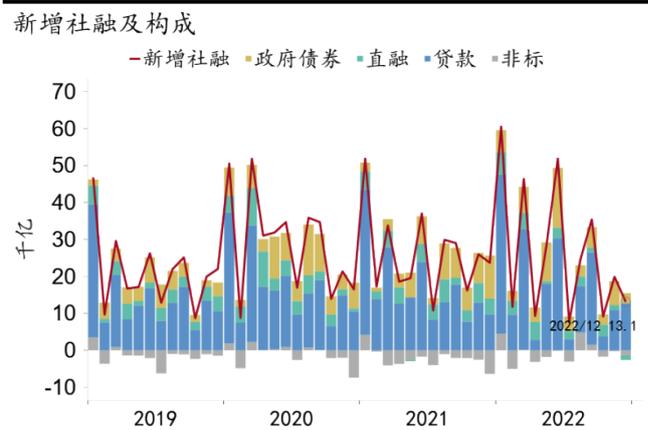
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 12 月新增社融不及预期, 存量增速降至 9.6%



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 政府债券和企业债券成为主要拖累项



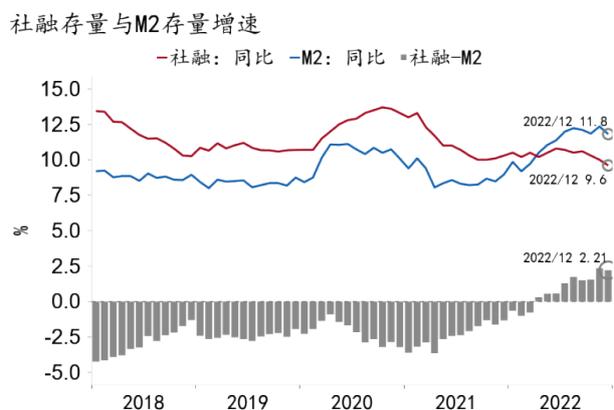
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 12 月 M2-M1 剪刀差扩大



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 广义流动性盈余仍处于高位



资料来源: Macrobond、招商银行研究院