

整体较弱但仍有结构亮点

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

2023年01月15日

12月社融整体增速和增量偏弱，但企业中长期贷款增幅预示经营预期的好转。预计经过1月季节扰动后，随各项稳增长政策落地，社融增速有望提升。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

社融整体偏弱

- ◆ 新增社融和存量同比与历史相比处于低位。12月当月新增社会融资规模1.3万亿元，同比少增1.1万亿元；社融存量同比增长9.6%，增速较去年同期下降0.7个百分点。12月社融存量增速在2002年以来各12月中排名末位。
- ◆ 新增人民币贷款好于20、21年，政府债券规模同比下降。12月新增人民币贷款规模1.4万亿元，高于20、21年。新增政府债券2781亿元，同比少增8893亿元；非标融资、企业债券和外币贷款拖累社融。

企业贷款支撑社融

1、企业中长期贷款增幅亮眼

- ◆ 中长期贷款支持信贷增幅。从期限结构来看，12月金融机构新增中长期人民币贷款1.4万亿元；新增短期及票据贷款617亿元。
- ◆ 企业贷款占比较高。从部门来看，12月金融机构新增企业人民币贷款1.3万亿元，同比多增6017亿元；新增居民人民币贷款1753亿元，同比少增1963亿元。
- ◆ 4季度以来企业中长期贷款稳健增长预示经营预期好转。12月企业部门新增中长期人民币贷款1.2万亿元，同比多增8717亿元；新增短期贷款及票据融资730亿元，同比少增2303亿元。新增中长期贷款规模4季度以来逐步提升，企业对未来的经营预期得到修复。
- ◆ 居民部门新增中长期贷款规模与上月基本持平，未来或有上行动力。12月居民部门新增中长期人民币贷款1865亿元，同比少增1693亿元；短期人民币贷款下降113亿元，同比多减270亿元。居民部门的中长期贷款主要是车贷和房贷。12月13日央行、国资委等4部门联合发声，表示将继续支持楼市修复。同时居民出行范围逐步扩大有助于购车需求的释放，未来居民中长期贷款的增长趋势或可确认。

2、政府债券未来有望贡献社融增长动力

- ◆ 专项债前置发行导致12月政府债券规模下降，今年一季度或有增长空间。12月新增政府债券规模2781亿元，同比少增8893亿元。2021政府债券发行集中在下半年，而2022年财政发力较早，其中新增专项债额度已于6月前发行完毕，因此12月同比降幅较大。在今年一季度专项债发行额度和节奏确定后，政府债券有望为社融贡献新的增长动力。

3、非标、企业债券、外币贷款拖累社融增速。

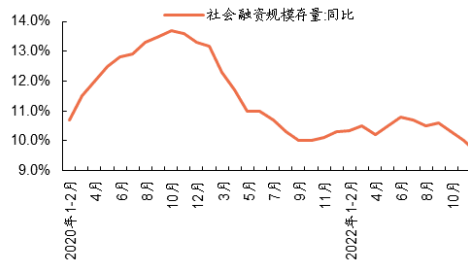
- ◆ 企业债券发行量下降或与上阶段债市调整有关。12月企业债券融资规模下降2709亿元，同比多减4876亿元。前期由于疫情管控的优化以及资金面的扰动债市进行了较大幅度的调整，受此影响企业债券发行量显著下降。
- ◆ 外币贷款与各项非标融资规模下降。12月外币贷款下降1665亿元，同比多减1016亿元。外币贷款主要表征企业付汇进口商品以及对外投资。内需疲软叠加美联储加息带来套息空间和贬值压力，导致外币贷款2022年以来持续拖累社融。

货币增速有下降趋势

- ◆ M1、M2增速下降，M2-社融剪刀差收窄。12月M2同比增长11.8%，前值12.4%；M1同比增长3.7%，前值4.6%。M2-M1剪刀差进一步扩大说明货币活性减弱。与此类似，M2-社融增速可代表实体经济额外的信贷需求，虽然M2仍大于社融说明需求较弱，但差值收窄预示货币供给和货币需求匹配度提升。

风险提示：经济衰退风险超预期、需求超预期收缩。

2021-22年个月社融增速



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《还原汇率指数 捕捉逆周期因子——宏观经济研究周报》2022-11-27
- 2、《中间价形成机制隐含的汇率预测方法——宏观经济研究周报》2022-12-11
- 3、《探底途中——宏观经济研究周报》2022-12-18
- 4、《站在新一轮周期的起点——宏观经济研究周报》2022-12-25
- 5、《超季节性收缩——宏观经济研究周报》2023-1-2
- 6、《紧张状态下的弱松动信号——宏观经济研究周报》2023-1-10

内容目录

1. 每周一谈：12月金融数据点评	3
1.1 社融整体偏弱	3
1.2 企业贷款支撑社融	3
1.2.1 企业中长期贷款增幅亮眼	3
1.2.2 政府债券未来有望贡献社融增长动力	5
1.2.3 非标、企业债券、外币贷款拖累社融增速	5
1.3 货币增速有下降趋势	6
2. 风险提示	6

图表目录

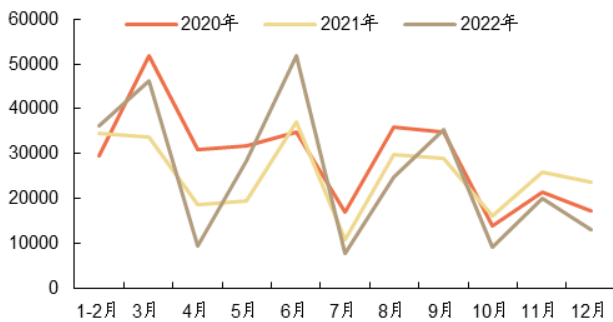
图 1：2020-22 年各月当月新增社融	3
图 2：2020-22 年各月社融存量增速	3
图 3：2020-22 年新增社融结构	3
图 4：2022 年各月金融机构人民币贷款结构（按期限）	4
图 5：2022 年各月金融机构人民币贷款结构（按部门）	4
图 6：2022 年各月居民部门人民币信贷期限结构	4
图 7：2022 年各月企业部门人民币信贷期限结构	4
图 8：2020-22 年各月新增政府债券规模	5
图 9：2020-22 年各月新增企业债券规模	5
图 10：2022 年各月新增外汇贷款与非标融资规模	6
图 11：2021-22 年各月 M1、M2 增速	6
图 12：2021-22 年社融及 M2 增速	6

1. 每周一谈：12月金融数据点评

1.1 社融整体偏弱

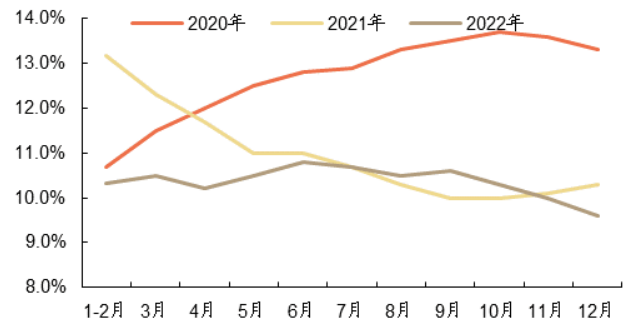
新增社融和存量同比与历史相比处于低位。12月当月新增社会融资规模1.3万亿元，同比少增1.1万亿元；社融存量344.2万亿元，同比增长9.6%，增速较去年同期下降0.7个百分点（图1、图2）。将社融数据与历史各12月值对比可有效排除季节性影响。近三年来，2022年12月社融新增规模及存量增速均处于低位；拉长时间线，2022年12月社融存量增速在2002年以来各12月中排名末位。

图1：2020-22年各月当月新增社融



资料来源：Wind，申港证券研究所

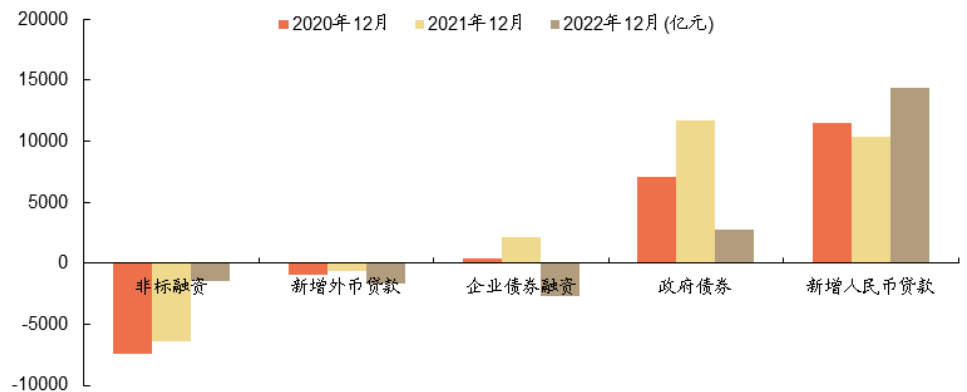
图2：2020-22年各月社融存量增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

新增人民币贷款好于20、21年，政府债券规模同比下降。与整体趋势不同的是，12月新增人民币贷款规模1.4万亿元，高于20、21年。新增政府债券2781亿元，同比少增8893亿元；非标融资下降1418亿元，同比少减4970亿元；企业债券下降2709亿元，同比多减4876亿元；外币抵款下降1665亿元，同比多减1016亿元（图3）。

图3：2020-22年新增社融结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

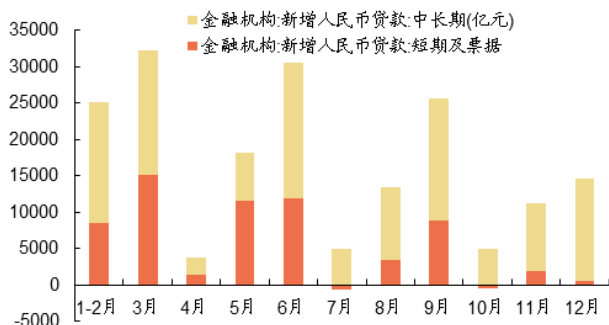
1.2 企业贷款支撑社融

1.2.1 企业中长期贷款增幅亮眼

中长期贷款支持信贷增幅。从期限结构来看，12月金融机构新增中长期人民币贷款

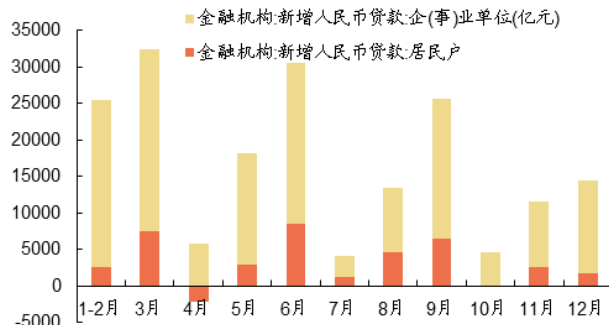
1.4 万亿元；新增短期及票据贷款 617 亿元。短期贷款多用来支持居民的消费支出和企业的流动性管理要求。12 月商品和服务的零售端受疫情扰动较大，导致居民消费端的贷款需求收到较大压制，12 月居民部门短期人民币贷款下降 113 亿元；新增企业短期贷款及票据融资 730 亿元（图 4）。

图4：2022 年各月金融机构人民币贷款结构（按期限）



资料来源：Wind，申港证券研究所

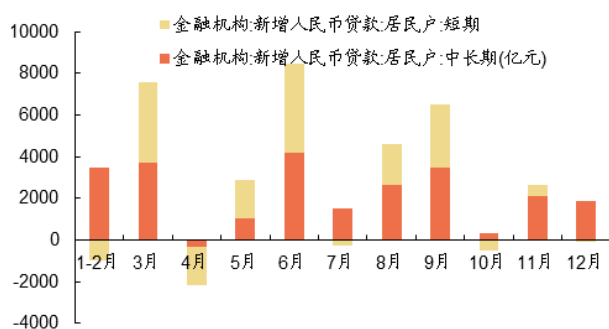
图5：2022 年各月金融机构人民币贷款结构（按部门）



资料来源：Wind，申港证券研究所

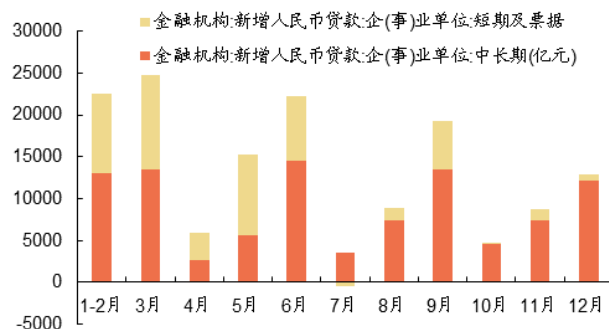
企业贷款占比较高。从部门来看，12 月金融机构新增企业人民币贷款 1.3 万亿元，同比多增 6017 亿元；新增居民人民币贷款 1753 亿元，同比少增 1963 亿元（图 5）。

图6：2022 年各月居民部门人民币信贷期限结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

图7：2022 年各月企业部门人民币信贷期限结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

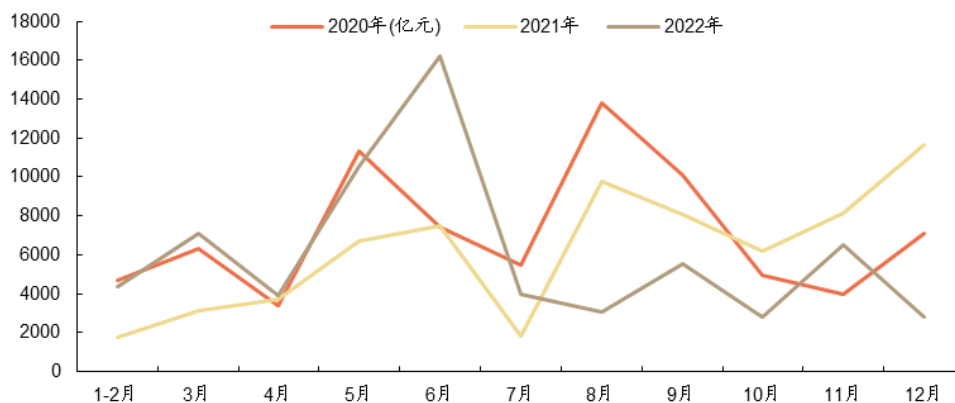
居民部门新增中长期贷款规模与上月基本持平，未来或有上行动力。12 月居民部门新增中长期人民币贷款 1865 亿元，同比少增 1693 亿元；短期人民币贷款下降 113 亿元，同比多减 270 亿元（图 6）。居民部门的中长期贷款主要是车贷和房贷。12 月 13 日央行、国资委等 4 部门联合发声，表示将继续支持楼市修复。同时居民出行范围逐步扩大有助于购车需求的释放，未来居民中长期贷款的增长趋势或可确认。

4 季度以来企业中长期贷款稳健增预示经营预期好转。12 月企业部门新增中长期人民币贷款 1.2 万亿元，同比多增 8717 亿元；新增短期贷款及票据融资 730 亿元，同比少增 2303 亿元。新增中长期贷款规模 4 季度以来逐步提升，企业对未来的经营预期得到修复（图 7）。

1.2.2 政府债券未来有望贡献社融增长动力

专项债前置发行导致 12 月政府债券规模下降，今年一季度或有增长空间。12 月新增政府债券规模 2781 亿元，同比少增 8893 亿元（图 8）。由于 2020 年我国经济恢复较快，2021 年政府债券发行集中在下半年，而 2022 年财政发力较早，其中新增专项债额度已于 6 月前发行完毕，因此 12 月同比降幅较大。在今年一季度专项债发行额度和节奏确定后，政府债券有望为社融贡献新的增长动力。

图8：2020-22 年各月新增政府债券规模

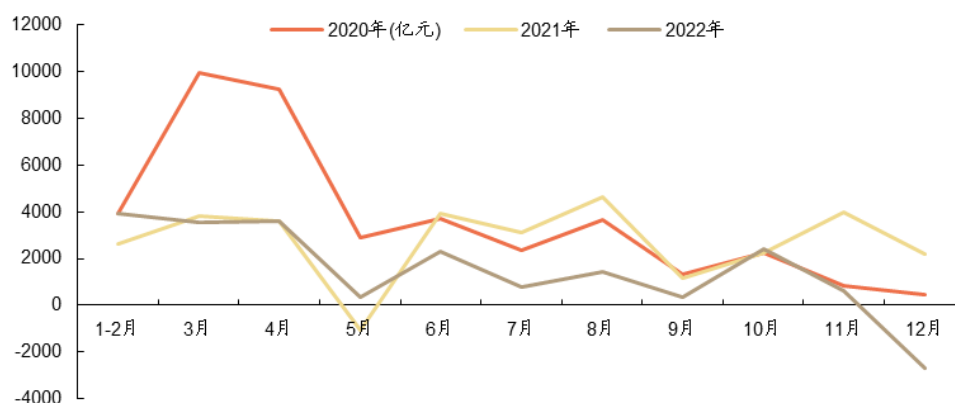


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2.3 非标、企业债券、外币贷款拖累社融增速

企业债券发行量下降或与上阶段债市调整有关。12 月企业债券融资规模下降 2709 亿元，同比多减 4876 亿元（图 9）。前期由于疫情管控的优化以及资金面的扰动债市进行了较大幅度的调整，受此影响企业债券发行量显著下降。

图9：2020-22 年各月新增企业债券规模

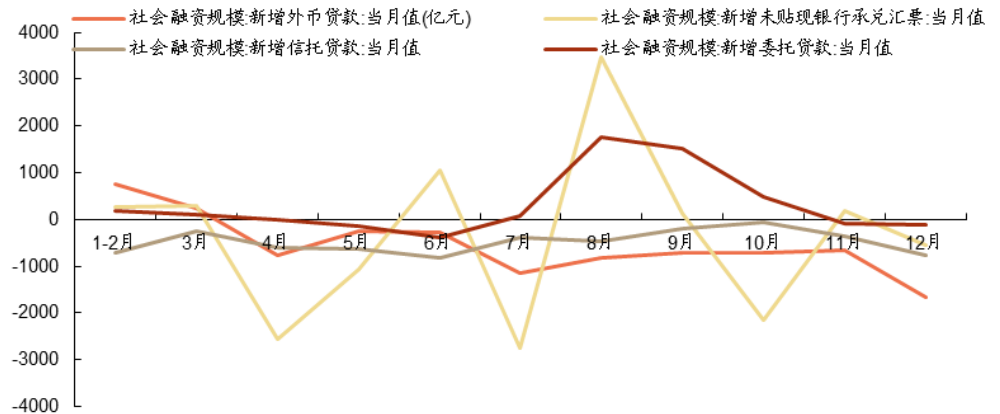


资料来源：Wind，申港证券研究所

外币贷款与各项非标融资规模下降。12 月外币贷款下降 1665 亿元，同比多减 1016 亿元。外币贷款主要表征企业付汇进口商品以及对外投资。内需疲软叠加美联储加息带来套息空间和贬值压力，导致外币贷款 2022 年以来持续拖累社融。三项非标融资规模 12 月集体下行，但由于在社融中占比不高，且资管新规严格规范了表外

融资渠道，因此对社融影响有限（图 10）。

图10：2022年各月新增外汇贷款与非标融资规模

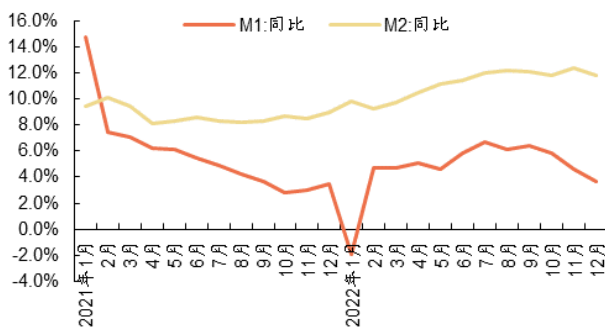


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 货币增速有下降趋势

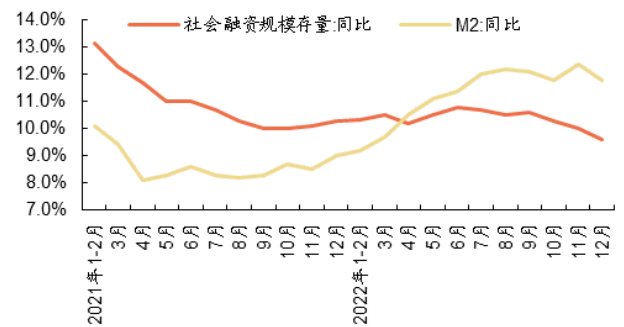
M1、M2 增速下降，M2-社融剪刀差收窄。12月 M2 同比增长 11.8%，前值 12.4%；M1 同比增长 3.7%，前值 4.6%。12月 M1 增速环比降幅大于 M2 环比降幅，M2-M1 剪刀差进一步扩大，由于 M1 主要为活期存款和现金，M2 为 M1+定期存款，因此货币活性减弱（图 11）。与此类似，M2-社融增速可代表实体经济额外的信贷需求，虽然 M2 仍大于社融说明需求较弱，但差值收窄预示货币供给和货币需求匹配度提升（图 12）。

图11：2021-22年各月 M1、M2 增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

图12：2021-22年社融及 M2 增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 风险提示

经济衰退风险超预期、需求超预期收缩。

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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，任何形式的分享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。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

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上