

# 货币政策与流动性观察

## 社融“拐点”将至

### 核心观点

#### 社融“拐点”将至

12月我国新增社融1.31万亿，新增人民币贷款1.40万亿。社融和信贷表现分化，社融低于预期而信贷超预期。M2同比增长11.8%，小幅低于预期。

12月新增社融大幅走弱，同比下降0.4pct至9.6%。从四大项的贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自于非标和信贷，拖累主要来自政府债券融资和企业直融。

12月信贷总量结构均有改善。企业部门与居民部门分化明显，企业中长贷是信贷同比增量的最大支撑，而居民中长贷持续成为主要拖累。一方面，12月企业贷款同比多增6017亿，其中中长贷同比多增8717亿，单月新高。另一方面，12月新增居民贷款同比少增1963亿，已连续14个月同比负增，其中中长贷同比大幅少增1693亿。

非标融资仍然为负，但幅度明显收窄。非标融资减少1418亿，在低基数下同比少减4970亿。信托+委托贷款总体延续了前五个月的趋势，本月同比大幅少减4103亿，指向基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

企业直融疲弱，是拖累本月社融的主要超预期因素。当月企业直接融资减少1224亿，同比大幅多减5466亿，其中企业债券同比多减4876亿。

发行收尾和基数效应使政府债券融资成为本月社融的最大拖累。新增政府债环比减少3739亿至2781亿元，在今年和去年财政节奏错位的效应下同比大幅少增8893亿。

货币方面，M2-M1剪刀差继续扩大，社融-M2剪刀差小幅收窄。M2同比增速较上月回落0.6pct至11.8%，M1同比增速大幅下降0.9pct至3.7%。

我们认为，金融数据“拐点”将至。伴随经济从“强预期”向“强现实”转换和今年财政“加力提效”，信贷融资有望持续发力，直接融资和政府债券贡献也将逐步转正。此外，“宽信用”政策力度持续加码，在1月10日召开的信贷工作座谈会上，央行要求信贷投放“适度靠前发力”，并通过“资产激活”、“负债接续”、“权益补充”和“预期提升”改善优质房企资产负债表。

#### 流动性观察

海外方面，美国通胀回落，加息节奏将进一步放缓至25bp。

国内利率方面，上周（1月9日-1月15日）短端利率全面上行，1年期存单发行利率回升，其中国有行、股份行、城商行的变化幅度分别为上行15bp、17bp和12bp。

国内流动性方面，上周央行超额续作，净投放2130亿元。

债券发行方面，上周政府债净融资2949.2亿元；同业存单净融资922.1亿元；企业债券净融资1754.1亿元。

**风险提示：**政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

### 经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	5.30
社零总额当月同比	-5.90
出口当月同比	-9.90
M2	11.80

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-1月首周国内经济景气有所回暖》——2023-01-10
- 《货币政策与流动性观察-央行11月资产负债表变化解析》——2023-01-09
- 《宏观经济宏观周报-12月我国经济景气水平继续回落，1月有望开始向上修复》——2023-01-04
- 《货币政策与流动性观察-央行四季度货币政策例会解读》——2023-01-03
- 《宏观经济宏观周报-国内经济景气仍偏弱，消费领域拖累最显著》——2022-12-19

## 内容目录

<b>周观点：社融“拐点”将至</b> .....	<b>5</b>
社融：政府、企业债券融资拖累 .....	5
货币：社融-M2 增速剪刀差小幅收窄 .....	7
小结：社融“拐点”将至 .....	8
<b>流动性观察</b> .....	<b>9</b>
外部环境：美国通胀回落进一步缓和加息预期 .....	9
国内利率：中短端利率全面上行 .....	10
国内流动性：央行超量续作 .....	12
债券融资：走势分化 .....	14
汇率：美元走弱 .....	15

## 图表目录

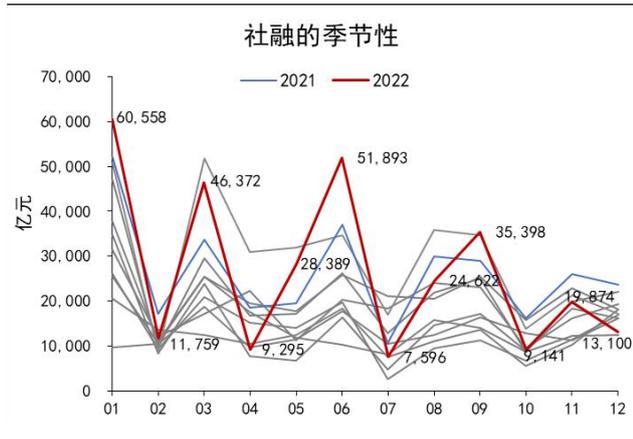
图 1: 12 月新增社融弱于季节性	5
图 2: 12 月新增信贷强于季节性	5
图 3: 12 月社融的主要拖累项是直接融资和政府债券	5
图 4: 12 月企业信贷与居民信贷分化明显	6
图 5: 12 月新增贷款主要投向企业部门	6
图 6: 12 月企业中长贷占比较高	6
图 7: 12 月新增居民中长贷占比上升	7
图 8: 12 月楼市销售小幅回升	7
图 9: 我国实体经济仍以间接融资为主	7
图 10: 四季度以来水泥发运率走势强于季节性	7
图 11: M2-M1 剪刀差持续扩张	8
图 12: 社融-M2 剪刀差达到历史极值	8
图 13: 美联储关键短端利率	9
图 14: 欧央行关键短端利率	9
图 15: 日央行关键短端利率	9
图 16: 主要央行资产负债表相对变化	9
图 17: 央行关键利率	10
图 18: LPR 利率	10
图 19: 短端市场利率与政策锚	11
图 20: 中期利率与政策锚	11
图 21: 短端流动性分层观察	11
图 22: 中长端流动性分层观察	11
图 23: SHIBOR 报价利率	11
图 24: 中美利差	11
图 25: “三档两优”准备金体系	12
图 26: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	12
图 27: 7 天逆回购到期与投放	12
图 28: 14 天逆回购到期与投放	12
图 29: MLF 投放跟踪	13
图 30: MLF 投放季节性	13
图 31: 银行间回购成交量	13
图 32: 上交所回购成交量	13
图 33: 银行间回购余额	13
图 34: 交易所回购余额	13
图 35: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	14
图 36: 政府债券与同业存单净融资	14
图 37: 企业债券净融资与结构	14

图 38: 主要货币指数走势 .....	15
图 39: 人民币汇率 .....	15

## 周观点：社融“拐点”将至

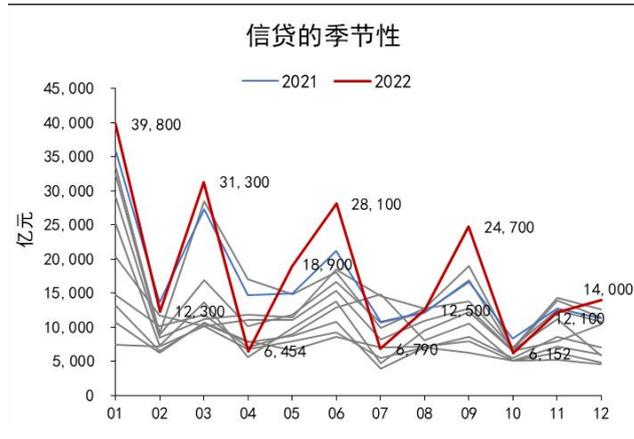
12月我国新增社融1.31万亿（预期1.61万亿），新增人民币贷款1.40万亿（预期1.24万亿）。社融和信贷表现分化，社融低于预期而信贷超预期。M2同比增长11.8%（预期12.0%），小幅低于预期。

图1：12月新增社融弱于季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：12月新增信贷强于季节性

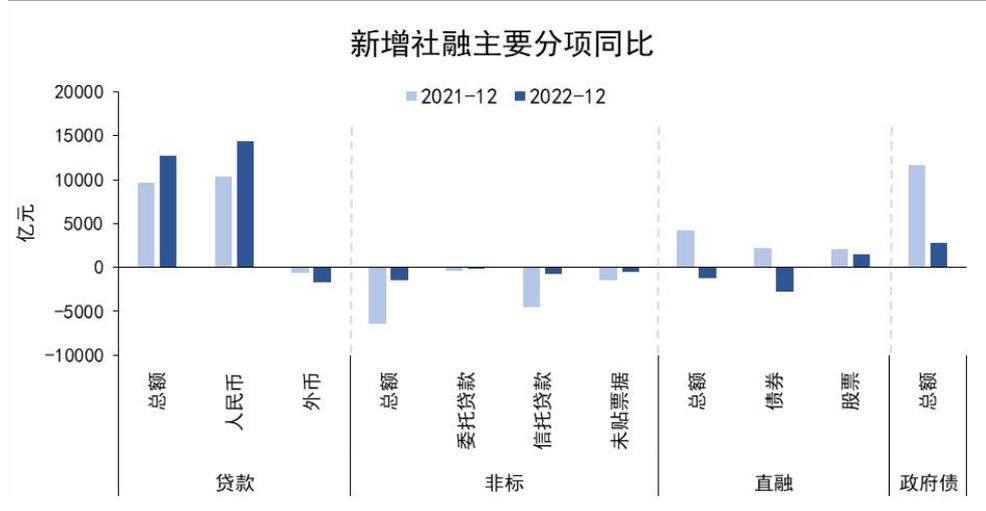


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 社融：政府、企业债券融资拖累

12月新增社融大幅走弱，增速下降0.4pct至9.6%。新增社融同比少增1.06万亿，环比少增6774亿。从四大项的贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自于非标（贡献47.0%）和信贷（贡献28.2%），拖累主要来自政府债券融资（贡献-84.0%）和企业直融（贡献-51.7%）<sup>1</sup>。

图3：12月社融的主要拖累项是直接融资和政府债券



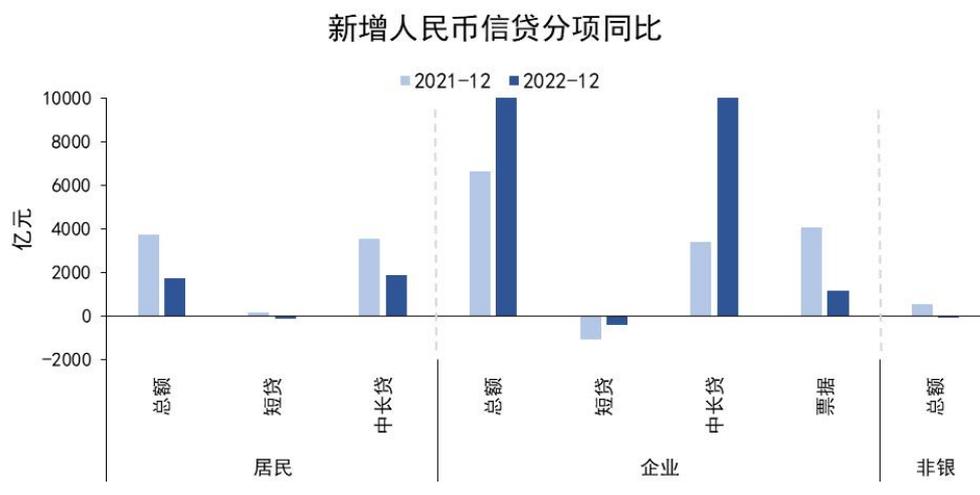
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 人民币贷款

<sup>1</sup> ABS和贷款核销两项尚未公布，预计合计贡献39.5%。

12月信贷总量结构均有改善。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款同比多增2700亿。企业部门与居民部门分化明显，企业中长贷是信贷同比增量的最大支撑，而居民中长贷持续成为主要拖累。

图4：12月企业信贷与居民信贷分化明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

一方面，政策助力下，企业信贷总量结构持续向好。12月非金融企业贷款新增1.26万亿，同比多增6017亿。其中中长贷新增1.21万亿，占94.3%，同比多增8717亿，创有记录最大单月增长。本月企业中长贷的表现与政策支持不无关系，包括地产信贷发力与政策性开发性金融工具配套资金逐步落地等。短期信用方面，企业短贷持续负增，当月减少416亿，同比少减638亿；票据融资增加1146亿，同比少增2941亿。

图5：12月新增贷款主要投向企业部门



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：12月企业中长贷占比较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

另一方面，居民部门延续疲弱表现。12月新增居民贷款由上月的2627亿减少为1753亿，同比少增1963亿，已连续14个月同比负增。结构上，居民短贷减少113亿，同比多减270亿，与疫情放松后感染增加对消费的暂时性抑制有关。中长贷增加1865亿，同比大幅少增1693亿，仍然受地产销售拖累。

图7: 12月新增居民中长贷占比上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 12月楼市销售小幅回升

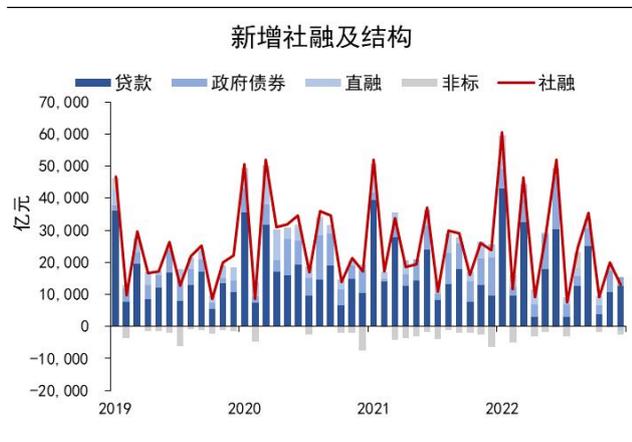


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 非标、直接融资与政府债券

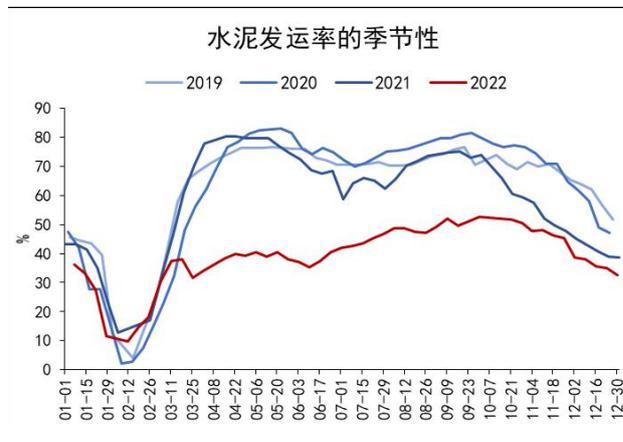
**新增非标融资仍然为负，但幅度明显收窄。**非标当月融资减少1418亿，但在低基数下同比少减4970亿。其中，未贴现银行承兑汇票减少552亿，同比少减867亿；信托贷款减少764亿，同比大幅少减3789亿；委托贷款减少102亿，同比少减314亿。信托+委托贷款总体延续了前五个月的趋势，本月同比大幅少减4103亿，指向非标压降力度持续缓和，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

图9: 我国实体经济仍以间接融资为主



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 四季度以来水泥发运率走势强于季节性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**企业直融疲弱，是拖累本月社融的主要超预期因素。**当月企业直接融资减少1224亿，环比同比均大幅下降（-2608亿，-5466亿）。其中企业债券减少2709亿，同比多减4876亿，贡献了直融同比变动的89.2%。主要是理财赎回潮影响尚存，信用债利率与贷款利率一升一降，信贷部分替代了债权融资。企业股权融资新增1485亿，同比少增590亿。

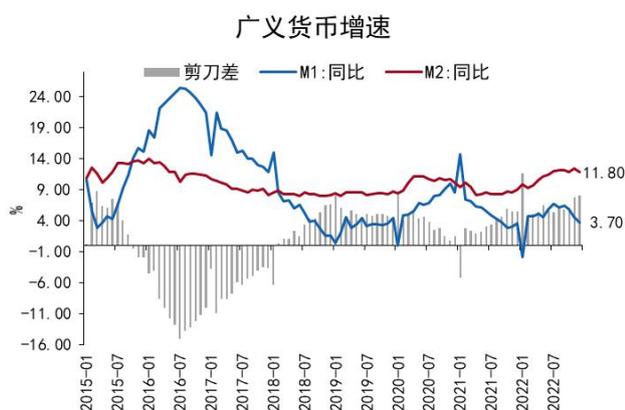
**发行收尾和基数效应使政府债券融资成为本月社融的最大拖累。**12月新增政府债环比减少3739亿至2781亿元，并且在今年“财政前置”与去年“财政后置”带来的错位效应下同比大幅少增8893亿。

### 货币：社融-M2 增速剪刀差小幅收窄

12月M2同比增速较上月回落0.6pct至11.8%。M2增速拖累项来自企业和非银存款：企业存款在信贷大增的情况下仅新增824亿，同比少增1.28万亿；非银存款同比少增1484亿。两者的下降与理财赎回潮持续发酵、银行年末回笼资金有关。与此同时，财政支出持续加力，当月财政存款减少1.09万亿，同比多减555亿，环比多减7176亿。居民存款成为M2增长的首要贡献项，当月居民存款同比多增1.00万亿，除理财赎回的影响外，也指向线下消费场景受限。

M1同比增速大幅下降0.9pct至3.7%，除地产和消费疲弱导致居民-企业存款转化不力、企业存款定期化等原因外，也受到企业直接融资不畅等因素影响。M2-M1增速剪刀差相应增加0.3pct至8.1%的历史较高位置，社融-M2增速剪刀差小幅回升0.2pct至-2.2%。

图11: M2-M1 剪刀差持续扩张



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 社融-M2 剪刀差达到历史极值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 小结：社融“拐点”将至

12月社融继续下探，弱社融与强信贷反差鲜明。一方面，政策利好显著改善信贷总量结构，非标持续恢复，为实体经济提供多渠道资金支持。另一方面，理财赎回余波未消、经济运行仍受疫情阶段性压制，社融同比增速跌至历史新低，“宽信用”仍处于政策培育阶段。

我们认为，金融数据“拐点”将至。伴随经济从“强预期”向“强现实”转换和今年财政“加力增效”，信贷融资有望持续发力，直接融资和政府债券贡献也将逐步转正。此外，“宽信用”政策力度持续加码，在1月10日召开的信贷工作座谈会上，央行要求信贷投放“适度靠前发力”，并通过“资产激活”、“负债接续”、“权益补充”和“预期提升”改善优质房企资产负债表。

## 流动性观察

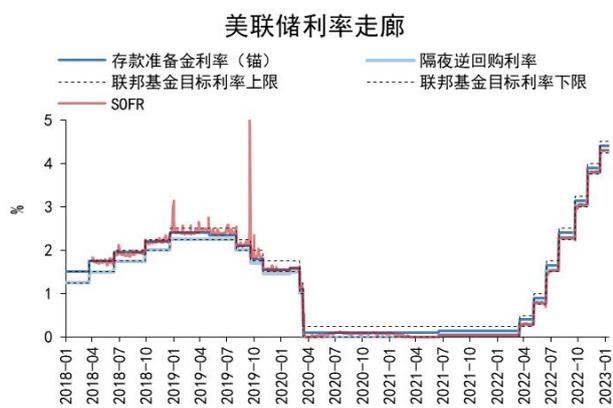
### 外部环境：美国通胀回落进一步缓和加息预期

#### 美联储

12月FOMC加息50bp后，其两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于4.40%和4.30%。上周四（1月12日）SOFR利率较前一周（1月5日）下行1bp至4.30%。美国12月CPI环比下滑0.1%，是2020年5月以来的首次负值，美联储1月底FOMC加息预期下降至25bp。

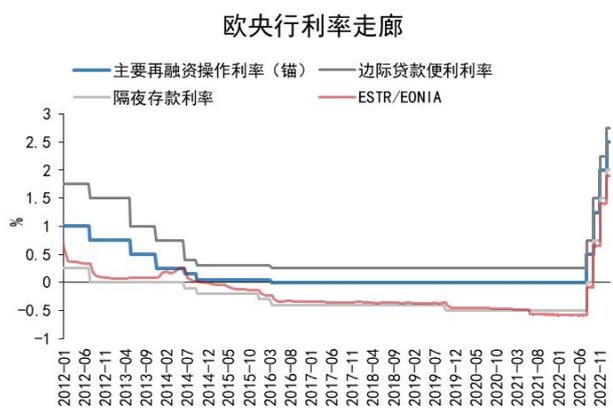
截至1月11日，美联储资产负债表规模为8.51万亿美元，较前一周（1月4日）增加11.6亿美元，约为今年4月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965万亿）的94.9%。

图13: 美联储关键短端利率



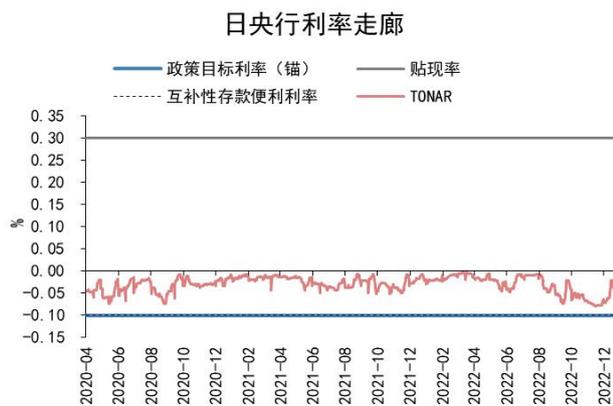
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 欧央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16: 主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 欧央行

欧央行加息 50bp 在 12 月 21 日生效后，三大关键利率：主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率分别位于 2.50%、2.75% 和 2.00%。欧元短期利率（ESTR）上周四（1 月 12 日）较前一周（1 月 5 日）维持不变，位于 1.90%。

## 日央行

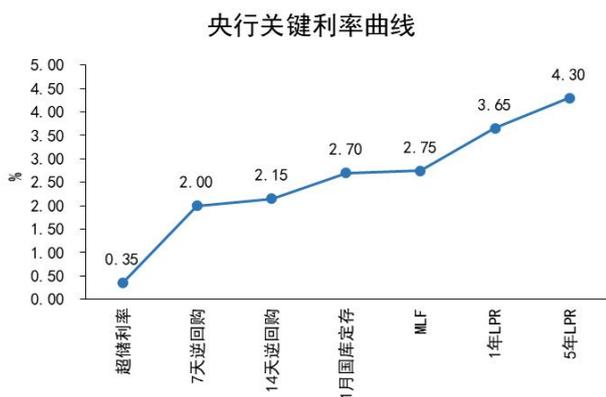
日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3% 和 -0.1% 不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（1 月 13 日）较前一周（1 月 6 日）下行 2bp，位于-0.04%。

## 国内利率：中短端利率全面上行

### 央行关键利率

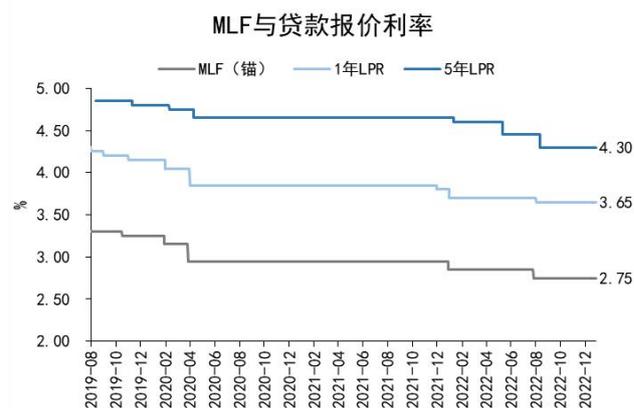
1 月 16 日，中期借贷便利利率（MLF）公布，1 年期利率无变化，维持在 2.75%。央行其它关键利率无变化。

图17: 央行关键利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: LPR 利率



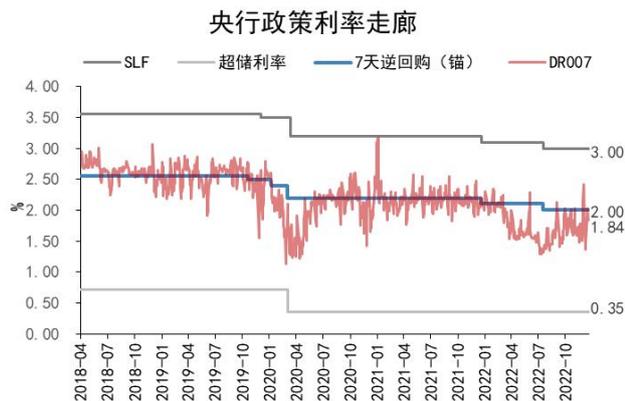
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率大幅回升。上周五（1 月 13 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（1 月 6 日）分别上行 67bp、71bp 和 67bp；R007、DR007、GC007 分别上行 8bp、37bp 和 8bp。

存单利率方面，上周全面上行。上周五（1 月 13 日）国有行、股份行、城商行 1 年期存单发行利率较前一周（1 月 6 日）分别上行 15bp、17bp 和 12bp 至 2.57%、2.57% 和 2.76%。

图19: 短端市场利率与政策锚



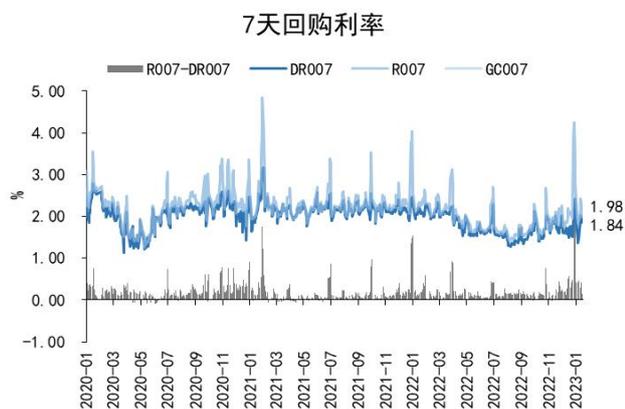
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 中期利率与政策锚



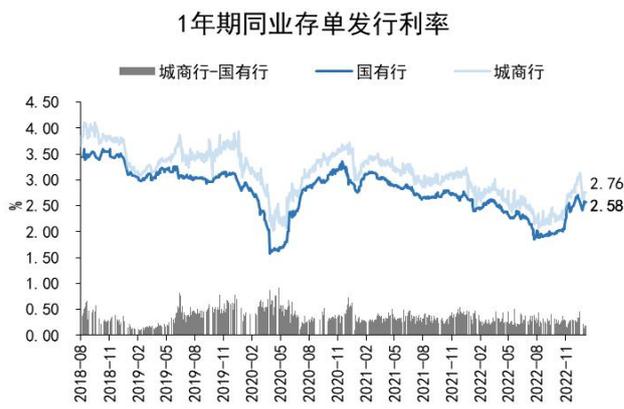
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 短端流动性分层观察



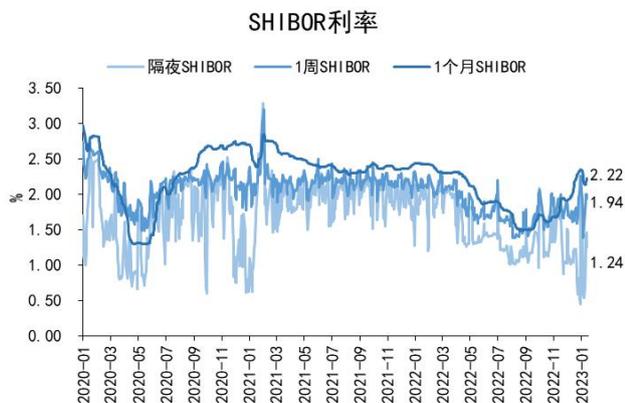
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 中长端流动性分层观察



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 中美利差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

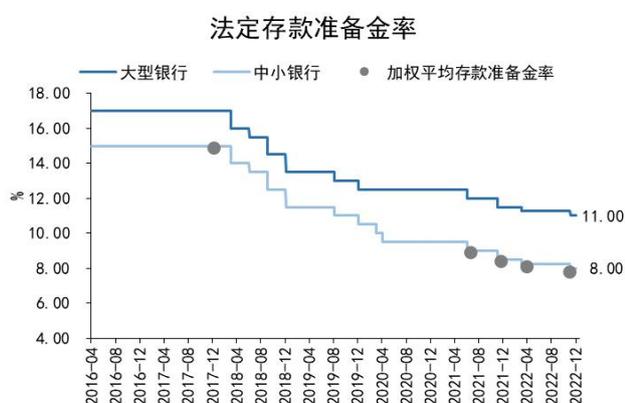
## 国内流动性：央行超量续作

上周（1月9日-1月15日），央行净投放流动性资金 2130 亿元。其中：7 天逆回购净投放 1320 亿元（到期 570 亿元，投放 1890 亿元）；14 天逆回购净投放 810 亿元（到期 700 亿元，投放 1510 亿元）。

本周（1月16日-1月22日），央行逆回购将到期 1890 亿元，其中 7 天逆回购到期 1890 亿元，14 天逆回购到期 0 亿元。截至本周一（1月16日）央行 7 天逆回购净投放 800 亿元，14 天逆回购净投放 740 亿元。

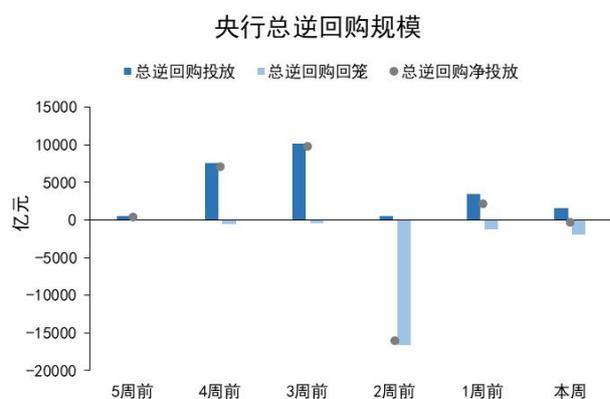
上周（1月9日-1月13日），银行间市场质押回购平均日均成交 6.93 万亿，较此前一周（1月2日-1月6日，6.51 万亿）增加 0.42 万亿。隔夜回购占比为 89.6%，较此前一周（88.6%）增加 1.0pct。

图25：“三档两优”准备金体系



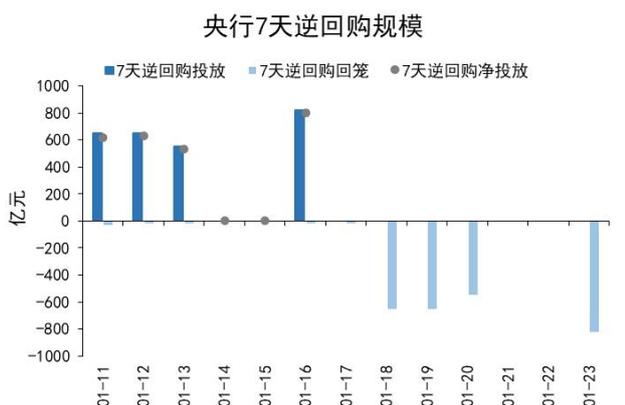
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



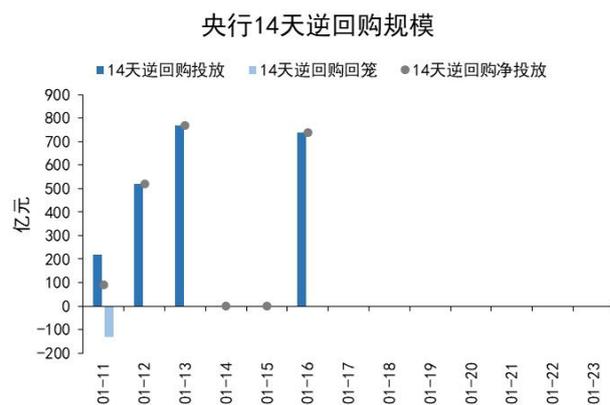
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27：7天逆回购到期与投放



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：14天逆回购到期与投放



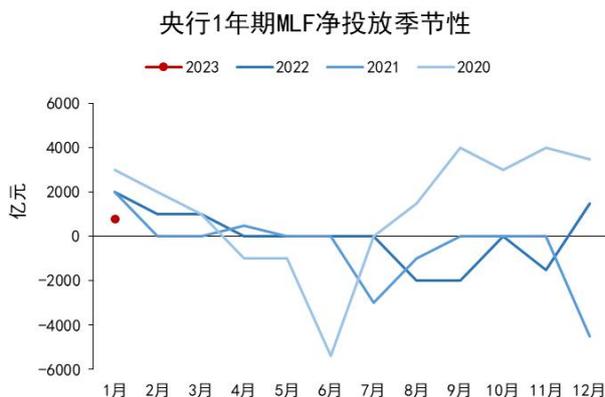
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29: MLF 投放跟踪



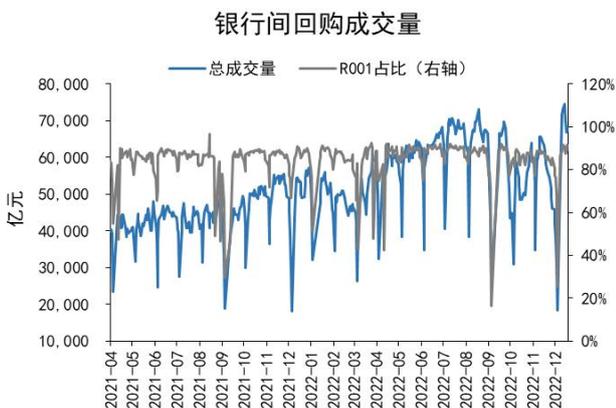
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: MLF 投放季节性



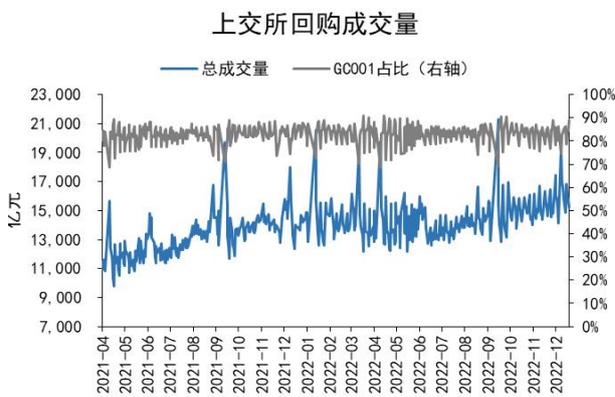
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 银行间回购成交量



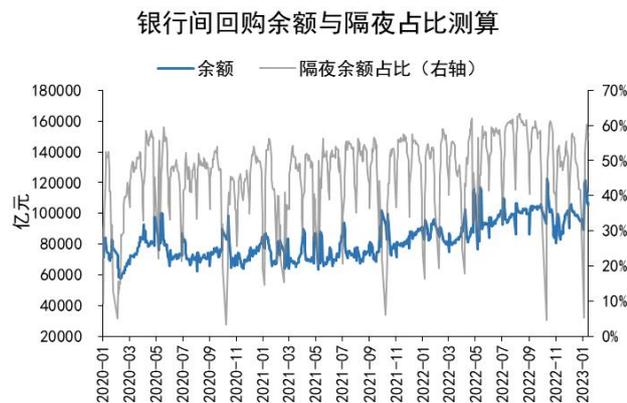
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 上交所回购成交量



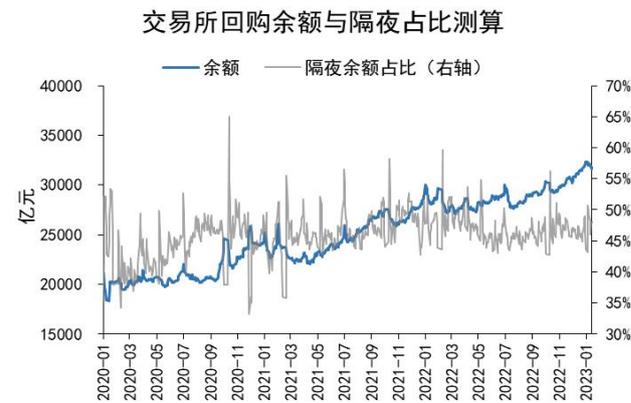
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 交易所回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 债券融资：走势分化

政府债上周（1月9日-1月13日）共计发行5499.5亿元，净融资2949.2亿元，较此前一周（1月2日-1月6日）的634.4亿元大幅增加。本周计划发行4907.6亿元，净融资额预计为2330.2亿元。

同业存单上周（1月9日-1月13日）共计发行4327.3亿元，净融资922.1亿元，较此前一周（1月2日-1月6日）的2016.1亿元继续回落。本周计划发行1361.5亿元，净融资额预计为-3297.0亿元。

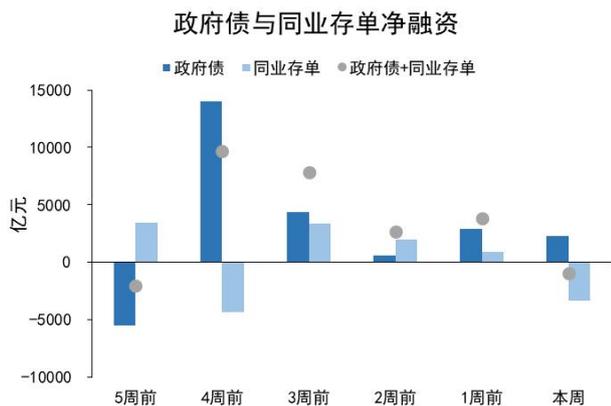
企业债券上周（1月9日-1月13日）共计发行4332.1亿元，净融资1754.1亿元，较此前一周（1月2日-1月6日）的-4017.3亿元大幅增加。上周城投债融资贡献约70.2%。本周计划发行1059.9亿元，净融资额预计为-2362.7亿元。

图35: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

单位: 亿元	本周												1周前	
	周一		周二		周三		周四		周五		合计		合计	
	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资
政府债	452.3	-853.3	2471.3	2471.3	1920.0	1320.0	64.0	-588.0	0.0	-19.7	4907.6	2330.2	5499.5	2949.2
国债	0.0	-1300.0	0.0	0.0	1920.0	1320.0	0.0	-652.0	0.0	0.0	1920.0	-632.0	4510.0	1969.2
地方政府一般债	232.1	232.1	639.8	639.8	0.0	0.0	64.0	64.0	0.0	0.0	935.9	935.9	178.0	178.0
地方政府专项债	220.2	214.6	1831.5	1831.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-19.7	2051.7	2026.3	811.5	802.0
同业存单	1361.5	1039.8	0.0	-335.2	0.0	-978.3	0.0	-1402.4	0.0	-1340.1	1361.5	-3297.0	4327.3	922.1
企业债	748.5	-62.7	216.4	-488.1	53.7	-622.4	41.4	-313.0	0.0	-570.6	1059.9	-2362.7	4332.1	1754.1
城投债	363.1	-5.7	100.2	-200.5	2.7	-97.4	0.0	-121.8	0.0	-178.2	466.0	-770.7	2085.5	1231.6
产业债	405.4	-21.1	116.2	-302.7	51.0	-555.1	41.4	-221.2	0.0	-389.1	613.9	-1627.9	2417.1	674.5

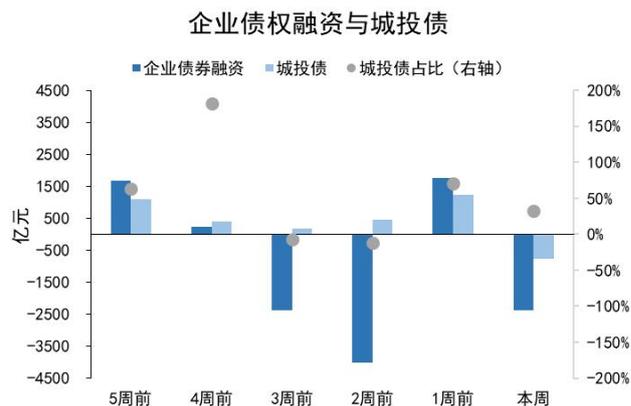
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 政府债券与同业存单净融资



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 企业债券净融资与结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 汇率：美元走弱

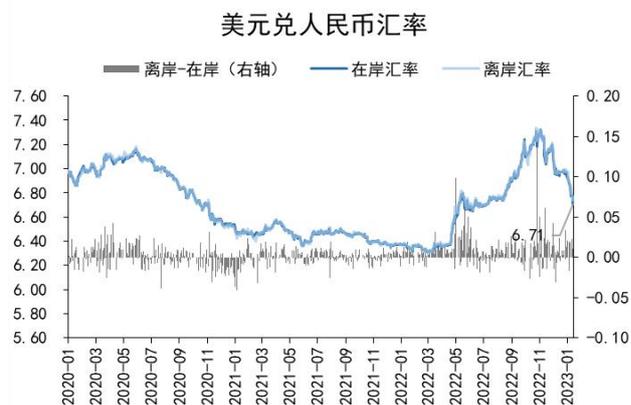
上周五（1月13日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（1月6日）上行0.32至100.35，同期美元指数下行1.74至102.17。1月6日，美元兑人民币在岸汇率较1月6日的6.86下行约1489基点至6.71，离岸汇率从6.87下行约1315基点至6.74。

图38：主要货币指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图39：人民币汇率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032