

双因素拖累数据，政策继续呵护 ——12月社融数据点评

摘要

- **新增社融低于预期，人民币贷款受政策提振。**12月末，社融存量同比增长9.6%，增速较上月减少0.4个百分点，受疫情影响，当前消费生产活动尚未全面恢复，实体经济融资需求仍待进一步改善，2022年全年社融增量为32.01万亿元，比上年多6689亿元，12月社融增量为1.31万亿元，比上年同期少1.05万亿元，人民币贷款增加1.4万亿元，同比多增2665亿元，降准及政策性开发性金融工具、设备更新改造专项再贷款落地，对贷款有支撑，2022年以来，央行多次打开货币政策工具箱，“呵护”实体经济，预计2023年货币政策的基调仍是稳健的，短期货币政策的呵护仍将得到延续。
- **直接融资拖累整体社融增量，表外融资占比回落。**12月直接融资在企业债券融资、政府债券融资都较弱下，占比较11月继续回落27.89个百分点。12月新增政府债券融资规模达2781亿元，在2021年地方专项债发行节奏后置、2022年靠前发行的背景下，政府债券融资同比少增，预计2023年一季度新增专项债的额度将较可观，拉动政府债券新增融资；12月企业债券融资减少2709亿元，与近期理财赎回潮有关，市场情绪偏弱。表外融资占比降幅扩大，不同分项融资都有所减少。
- **企业中长期贷款增长较多，居民贷款回落明显。**2022年全年，人民币贷款增加21.31万亿元，同比多增1.36万亿元。12月单月，人民币贷款增加1.4万亿元。其中企（事）业单位贷款增加12840亿元，短期贷款继续减少416亿元，受疫情及季末因素影响，中长期贷款增加12110亿元。12月，住户贷款增加1752亿元，同比少增1963亿元，连续14个月同比少增，疫情对居民消费情绪形成明显拖累，购物节及春节临近没有明显拉动居民消费增长，居民短期贷款减少113亿元，居民中长期贷款增加1865亿元，同比少增1693亿元，整体房地产市场景气度仍有待改善。后续在稳增长政策及房地产市场企稳下，居民端贷款或将逐步改善。
- **M2增速超预期回落，居民存款同比多增。**12月末，M2同比增长11.8%，增速比上月末低0.6个百分点，低于预期。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，12月单月人民币存款增加7242亿元，同比少增4403亿元，其中住户存款增加2.89万亿元，同比多增1万亿元，居民在疫情及在理财赎回等影响下持谨慎态度。12月，M1同比增长3.7%，受疫情影响，增速比上月末低0.9个百分点。
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 波动与趋势，如何看待大宗商品的超级周期？（2023-01-09）
2. 政策工具蓄势加力，海外经济运行偏弱（2023-01-07）
3. 疫情冲击，景气继续探底——12月PMI数据点评（2023-01-01）
4. 新年将启，政策何期？（2022-12-30）
5. 三年国改收官，新篇章如何续写？（2022-12-29）
6. 政策助力高质量发展，日央行意外“转向”（2022-12-23）
7. 稳中重质，进而求新——2022年中央经济工作会议解读（2022-12-18）
8. 国内多政策齐发，超级央行周释放信号（2022-12-16）
9. 分化的表现，生产和需求都有待改善（2022-12-16）
10. 遇寒后，更待政策发力扶春起——11月社融数据点评（2022-12-13）

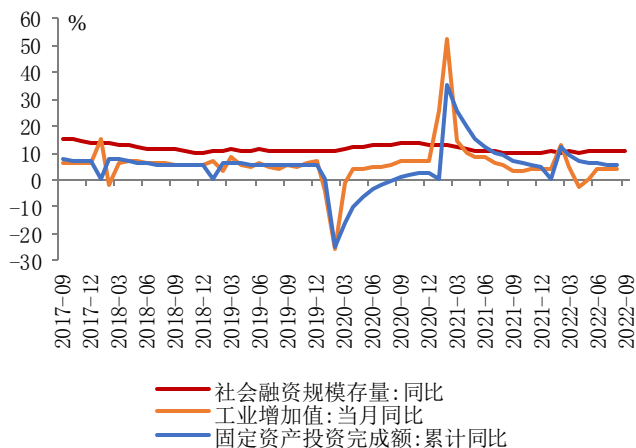
12 月，社融增量同比少增，人民币贷款同比多增。政府债券融资放缓、企业贷款受疫情及理财赎回等影响当月减少，拖累直接融资表现，后续在政策支持下有望有所改善。企业部门贷款结构好转，居民部门短期贷款及中长期贷款同比少增，疫情仍对消费有负面影响，购房热情有待改善。后续稳经济政策将继续发力，积极的财政政策加力提效，随着疫情情况的改善，企业和居民融资需求将有所改善。

1 新增社融低于预期，人民币贷款受政策提振

新增社融同比少增，新增人民币贷款同比多增。从社融存量看，12 月末，社会融资规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.6%%，增速较上月减少 0.4 个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 212.43 万亿元，同比增长 10.9%%，增速较前值增加 0.1 个百分点。从结构看，12 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 61.7%，同比提高 0.2 个百分点。受疫情影响，当前消费生产活动尚未全面恢复，实体经济融资需求仍待进一步改善。从社融增量看，2022 年全年社会融资规模增量累计为 32.01 万亿元，比上年多 6689 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 20.91 万亿元，同比多增 9746 亿元；从结构看，全年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 65.3%，同比高 1.7 个百分点。12 月份，社会融资规模增量为 1.31 万亿元，环比 11 月少增 6774 亿，比上年同期少 1.05 万亿元。此外，2022 全年人民币贷款增加 21.31 万亿元，同比多增 1.36 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 5254 亿元，同比多减 6969 亿元。单月来看，12 月份，人民币贷款增加 1.4 万亿元，同比多增 2665 亿元，降准及政策性开发性金融工具、设备更新改造专项再贷款落地下，对贷款有支撑。疫情扰动使短期内经济活动受到一定波动，虽然政策仍在发力，保交楼和基建贷款投放可能较快，但短期融资和居民贷款需求仍然较弱。

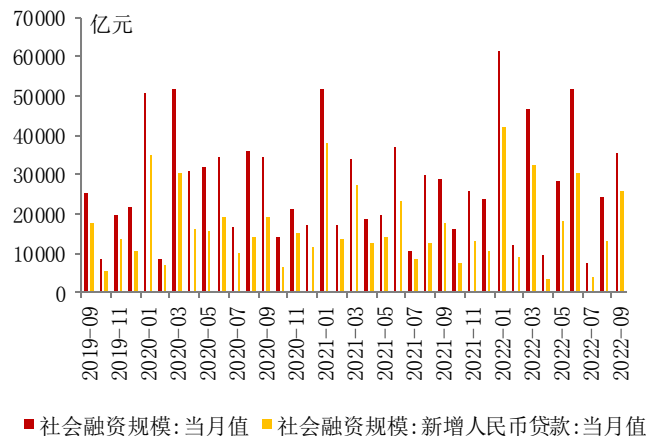
2022 年以来，央行多次打开货币政策工具箱，“呵护”实体经济：总量上，两次下调金融机构存款准备金率、累计三次下调贷款市场报价利率（LPR）；结构上，先后推出科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款、设备更新改造专项再贷款等结构性货币政策工具，持续加强对“三农”、小微企业、民营企业和绿色发展的支持。2022 年年末召开的中央经济工作会议提出，稳健的货币政策要精准有力。我们认为 2023 年货币政策的基调仍是稳健的，但同时也会调节好货币闸门，注重松紧适度，强化金融稳定保障体系。在经济内生动力修复过程中，货币政策的呵护预计仍将得到延续，之后随着经济回升态势得到确定，货币政策或由松转稳，保持宏观杠杆率基本稳定。同时，结构性货币政策仍将继续得到强化，继续配合财政、产业政策稳增长，并扩大精准滴灌范围。

图 1：社融存量同比增速小幅回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增人民币贷款量回升



数据来源：wind、西南证券整理

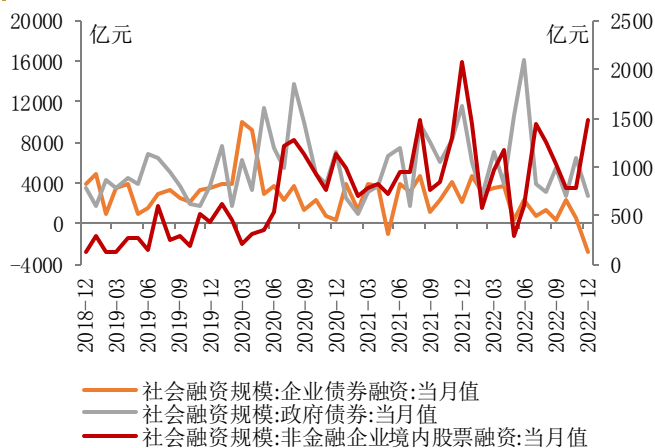
2 直接融资拖累整体社融增量，表外融资占比回落

从社融结构看，12 月直接融资在企业债券融资、政府债券融资都较弱的背景下，占比回落明显。2022 年全年，金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 20.91 万亿元，同比多增 9746 亿元，占同期社会融资规模的 65.32%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 5254 亿元，同比多减 6969 亿元，占比为 -0.02%。直接融资方面，全年看，政府债券对直接融资的拉动作用较明显，政府债券净融资 7.12 万亿元，同比多 1074 亿元；企业债券净融资 2.05 万亿元，同比少 1.24 万亿元；非金融企业境内股票融资 1.18 万亿元，同比少 376 亿元。单月来看，12 月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为 109.57%，较上月大幅回升 51.97 个百分点，也是自 2018 年 5 月后，新增人民币贷款首次超过新增社融规模，直接融资和表外融资表现都偏弱。12 月新增直接融资 1557 亿元，同比大幅少增 14359 亿元，环比少增 6347 亿元，直接融资新增量的回落主要受企业债券融资减少、新增政府债券融资放缓影响，12 月新增直接融资占同期社会融资规模增量的 11.89%，占比较 11 月继续回落 27.89 个百分点，也是自 2021 年 1 月后再次占比回落到 15% 之下。其中，12 月直接融资的最大贡献项依然是政府债券融资，12 月新增政府债券融资规模达 2781 亿元，在 2021 年地方专项债发行节奏后置、2022 年靠前发行的背景下，政府债券融资同比少增 8893 亿元，较上月环比少增 3739 亿元。2022 年全年地方政府债券发行约 7.37 万亿元，这也是继 2021 年以来第二次站上 7 万亿台阶，其中新增债券约 4.76 万亿元，创历史新高，反映政府投资力度加大以稳经济，且 2022 年四季度国务院允许地方动用存量 5000 多亿元专项债额度，也推动了新增债券规模创新高。从地域看，地方政府债券资金分配进一步向经济大省、财政强省倾斜，主要投向交通、市政和产业园、棚改、社会事业等领域。2023 年新增地方政府专项债即将开闸发行，截至 1 月 4 日中午，已有 17 个省份和计划单列市公布了一季度或 1 月的专项债发行计划，发行总额达到 7865 亿元，其中 1 月发行额达 3151 亿元。在积极的财政政策要加力提效的要求下，预计一季度新增专项债的额度将较可观。企业债券方面，12 月企业债券融资减少 2709 亿元，同比多减 4876 亿元，环比也多减 3305 亿元。企业债券融资自 2021 年 5 月后首次出现减少，与近期理财赎回潮有关，市场情绪偏弱，部分债券取消发行。2022 年，银行间债券市场共发行民营房企债券 487.2 亿元，同比增 24.4%；支持民营房企注册 1415 亿元，同比增 249.7%。在“第二支箭”框架下，中债增进 425 亿元，

营房企 205 亿元债券的发行提供增信支持。后续，在房地产市场企稳，市场情绪修复下，企业债券融资有望回暖。12 月，非金融企业境内股票融资 1485 亿元，同比少增 590 亿元，环比多增 697 亿元。

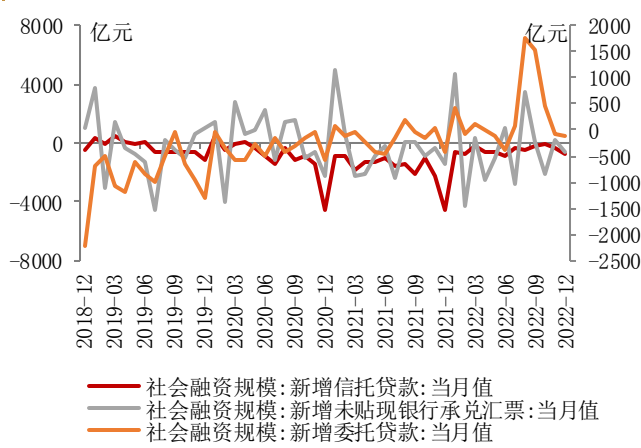
表外融资占比降幅扩大，不同分项融资都有所减少。2022 年全年，多减 6969 亿元；委托贷款增加 3579 亿元，同比多增 5275 亿元；信托贷款减少 6003 亿元，同比少减 1.41 万亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 3411 亿元，同比少减 1505 亿元。单月来看，12 月，表外融资减少 1418 亿元，同比少减 4970 亿元，环比多减 1155 亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为 -10.8%，较上月继续回落 9.5 个百分点。其中，12 月，委托贷款减少 102 亿元，同比少减 314 亿元，环比多减 14 亿元；未贴现银行承兑汇票减少 552 亿元，同比少减 867 亿元，环比 11 月多减 742 亿元；信托贷款减少 764 亿元，环比多减 399 亿元，同比少减 3789 亿元。表外融资仍偏弱，但结构有所改善。

图 3：12 月直接融资各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：12 月表外融资分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

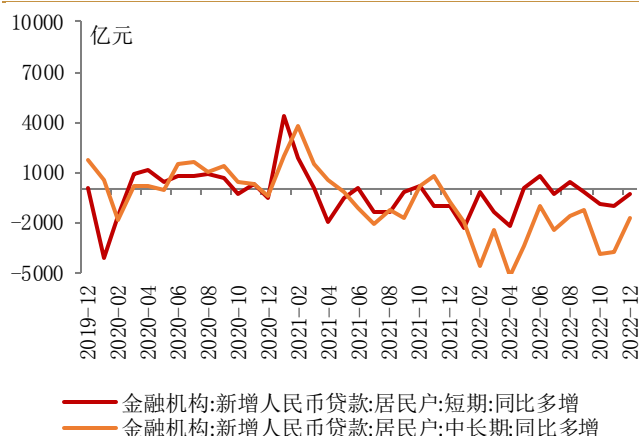
3 企业中长期贷款增长较多，居民贷款回落明显

与上月趋势一致，企业短期贷款减少，中长期贷款回升明显。2022 年全年，人民币贷款增加 21.31 万亿元，同比多增 1.36 万亿元；分部门看，住户贷款增加 3.83 万亿元，其中，短期贷款增加 1.08 万亿元，中长期贷款增加 2.75 万亿元；企（事）业单位贷款增加 17.09 万亿元，其中，短期贷款增加 3.03 万亿元，中长期贷款增加 11.06 万亿元，票据融资增加 2.96 万亿元；非银行业金融机构贷款增加 1254 亿元。单月来看，12 月，人民币贷款增加 1.4 万亿元，同比多增 2665 亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加 12840 亿元，从贷款结构来看，短期贷款继续减少 416 亿元，同比少减 638 亿元，环比 11 月多减 175 亿元，12 月一方面受到国内疫情的负面影响，另一方面也受到季末及靠近春节影响，企业短期贷款减少；企业中长期贷款增加 12110 亿元，环比 11 月多增 4743 亿元，同比大幅多增 8717 亿元。企业贷款结构继续改善。12 月，疫情对企业产需、用工、物流等多方面形成冲击，2022 年 12 月份中国制造业采购经理指数较上月下降 1.0 个百分点至 47.0%，连续 3 个月处于收缩区间。制造业生产和需求均表现低迷，且疫情导致员工上岗率下降，对企业生产的影响更深。12 月下旬，部分城市客运量开始回升，中央经济工作会议部署的政策力度不减，国常会及发改委等继续促稳增长政策落地，短期疫情仍对企业融资有一定负面影响。

经济复苏下，企业融资需求将有所改善。12月，票据融资增加 1146 亿元，同比少增 2941 亿元，环比少增 403 亿元。

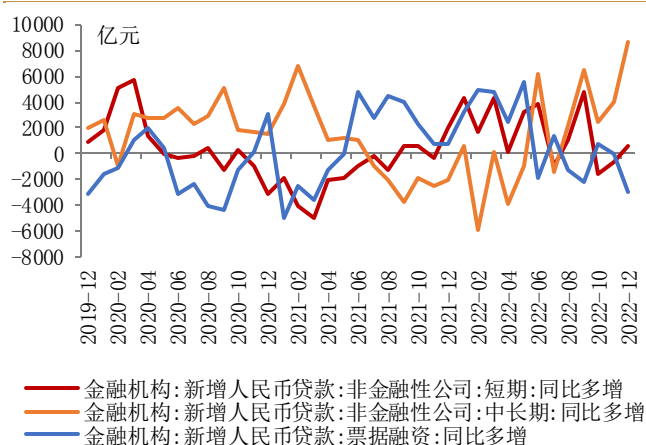
住户短期及中长期贷款都同比少增，对整体贷款形成拖累。12月，住户贷款增加 1752 亿元，环比少增 876 亿元，且同比少增 1963 亿元，连续 14 个月同比少增。其中，居民短期贷款减少 113 亿元，同比多减 270 亿元，且环比多减 638 亿元，疫情对居民消费情绪形成明显拖累，购物节及春节临近没有明显拉动居民消费增长。12月，居民中长期贷款增加 1865 亿元，环比少增 238 亿元，同比少增 1693 亿元，整体房地市场景气度仍有待改善。2022 年 12 月 27 日，央行发布 2022 年第四季度城镇储户问卷调查报告，第四季度居民收入信心指数为 44.4%，比第三季度下降 2.1 个百分点，23.3% 的居民认为收入“减少”，比前值增加 5.2 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 61.8%，比第三季度增加 3.7 个百分点，倾向于“更多消费”的居民占 22.8%，与前值基本持平；对于 2023 年一季度房价，只有 14% 的居民预期“上涨”。在疫情影响下，居民购房热情改善仍需时间，后续在稳增长政策及房地产市场企稳下，居民端贷款或将逐步改善。

图 5：居民部门贷款仍同比少增



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位中长期贷款同比多增



数据来源：wind、西南证券整理

4 M2 增速超预期回落，居民存款同比多增

剪刀差走阔，M2 增速回落。12 月末，广义货币 (M2) 余额 266.43 万亿元，同比增长 11.8%，增速比上月末低 0.6 个百分点，低于预期，比上年同期高 2.8 个百分点。12 月末，本外币存

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51114

