

社融增速降至10%下方，1月或继续下行

核心观点

2022年12月人民币贷款新增1.4万亿元（上年同期1.13万亿，同比多增2700亿元），社融增量1.31万亿（上年同期2.36万亿，同比少增1.05万亿），信贷同比少增、社融同比多增均更为符合我们预期。12月社融增速降至10%下方，我们预计受2023年春节错月影响，1月社融增速或继续下行，全年走势将是震荡上行的，维持全年社融增速10.3%的判断。对于2023年1月开门红，我们提示下旬尤其是月末的春节后4个工作日的信贷投放进度尤为重要，我们也将密切跟踪。

我们坚持当前货币政策首要目标在稳增长保就业、金融稳定、汇率及国际收支间高频切换，政策基调在稳健略宽松及稳健中性间灵活切换的判断，预计年初央行可能采取定向降准，也存在进一步降低5年LPR概率，幅度为10BP。

□ 12月信贷新增1.4万亿元，同比多增符合我们预期

12月人民币贷款新增1.4万亿元（上年同期1.13万亿，同比多增2700亿元），wind一致预期为1.24万亿元，我们的预测值1.3万亿较为乐观，也更为相近。12月信贷增速升0.1个百分点至11.1%。12月，银行存在明显的“冲票据”表现（1个月期限票据利率持续位于0%附近低位），这使得市场预期普遍悲观，但28日起，即月末的三个工作日，银行出现抛售票据调整信贷额度的情况，意味着月末一般贷款投放有所增加，信贷表现转好。因此，我们在12月末的预测报告《寒冬将止，静候春至》中对信贷提示乐观、可实现同比多增，虽然12月为季节性信贷小月（银行倾向于为次年1月储备开门红），经济基本面也受疫情冲击存在较大回落压力，但宽信用政策仍然积极，企业中长期贷款保持强劲。

12月信贷结构与10、11月表现一致，同比多增主要来自企业中长期贷款，12月企业贷款增加1.26万亿元，同比多增6017亿元，其中中长期增加1.21万亿元，同比多增8717亿元，该幅度为全年峰值，企业短期贷款减少416亿元，同比少减638亿元，而票据融资增加1146亿元，同比少增2941亿元。

针对市场核心关注的企业中长期贷款大幅多增超预期的原因，我们认为基建、制造业、地产等领域贷款放量的叠加共振。一般而言，12月银行为次年开门红储备的优质项目（主要为中长期投放）是较为充足的，这使得最后几日的集中放款具有可行性，方向上，其一为基建，根据央行公众号文章2023年1月5日披露，相关银行为政策性开发性金融工具支持的项目累计授信额度已超过4.3万亿元，我们认为2022年基建领域由于信贷供、需均较为旺盛，实现了供需匹配、持续放量，是核心信用载体；对于制造业，政策持续鼓励银行加大制造业中长期贷款投放，其中，高技术制造业、新能源及设备更新是几个侧重点，实体也有较强的信贷需求；对于房地产，2022年末地产金融政策转向，“要求落实落细金融支持房地产市场一揽子政策措施”的基调下，地产开发贷、保交楼贷款也为企业中长期贷款贡献增量。

信贷同比少增主要来自居民端，12月居民贷款增加1753亿元，同比少增1963亿元，其中短期、中长期贷款分别减少113和增加1865亿元，分别同比少增270和1693亿元，前者受疫情扰动，后者与地产销售相关。12月居民贷款同比少增幅度较10、11月水平有所收缩，出现了一定修复，但仍同比少增，我们预计2023年初5年LPR仍有较大概率下降，幅度为10BP，有助于拉动居民购房意愿，对于降息月份，我们认为重点关注市场利率走势，根据“市场利率+央行引导→LPR”的LPR报价新机制，“央行引导”体现为2022年12月央行全面降准0.25%，“市场利率”核心跟踪DR007，若出现大幅、持续的中枢下行，两者叠加将推动LPR报价下降。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《当信息杠杆遭遇居民存款搬家——夺回失去的牛市系列研究八》 2023.01.09
- 2 《12月外储：国际收支平衡压力暂有缓解》 2023.01.07
- 3 《有中国特色的财政货币配合新机制——夺回失去的牛市系列研究七》 2023.01.05

12月非银贷款减少11亿元，同比少增564亿元，弱于过往季节性，我们认为在年末各项指标考核压力下，叠加月末银行加大一般贷款投放，对非银的放款受到挤出。

□ 12月社融新增1.31万亿元，同比少增符合我们预期

12月社会融资规模增量为1.31万亿（上年同期2.36万亿，同比少增1.05万亿），wind一致预期为1.61万亿，我们预测值1.16万亿更为相近。12月社融增速降0.4个百分点至9.6%，与我们预测完全一致，社融增速降至10%下方。**结构上，同比少增主要来自政府债券、企业债券、外币贷款及股票融资：**1、12月政府债券增加2781亿元，同比大幅少增8893亿元，2022年新增的5000亿专项债发行额度部分缓解了其与2021年政府债券发行节奏错位的影响，但难改同比少增；2、12月企业债券融资减少2709亿元，同比大幅少增4876亿元，其一反映实体部门融资需求或风险情绪的低迷，其二受信用债收益率大幅走高的影响，其三也受平台公司表内信贷支持增多、债务融资需求减少影响；3、外币贷款减少1665亿元，同比多减1016亿元，该项数据近几个月回落与进口数据回落一致；4、股票融资增加1485亿元，环比明显走强，与市场行情基本一致，但由于2021年同期因北交所开启带动的较高基数，2022年同比少增590亿元。

同比多增项目有：1、社融口径人民币贷款增加1.43万亿，同比多增4004亿元，较人民币贷款口径贷款略高主因非银贷款及境外贷款的扰动；2、12月信托贷款减少764亿元，同比大幅少减3789亿元，或与地产金融政策相关，“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，近期金融机构积极落实，2021及2022年12月信托贷款到期量均为全年最高，但预计2022年通过合理展期，使得该数据同比多增。3、未贴现银行承兑汇票减少552亿元，经济仍疲弱叠加贴现量相对较大使得表外票据规模减少，但上年同期基数较低，使得数据同比多增867亿元。4、委托贷款减少102亿元，同比少减314亿元，基本稳定，基础设施基金投放完毕后，四季度该数据增量自然回落，公积金贷款计入委托贷款，预计后续数据表现稳健。

□ M2回落，企业存款减少、居民存款继续累计

12月末，M2增速较前值下行0.6个百分点至11.8%，与我们预测完全一致，wind一致预期为12%。12月信贷稳健、理财赎回压力趋缓及基数走高共同推动M2增速回落。存款结构中，12月企业存款仅新增824亿元，同比大幅少增1.28万亿，也大幅低于历年12月均值，是存款增速的核心拖累；而居民存款增加2.89万亿，同比多增1万亿。**企业存款同比少增、居民存款同比多增的特点已持续整个四季度，反映出居民的被动或预防性储蓄的增加。**我们在2023年1月9日发布的深度报告《当信息杠杆遭遇居民存款搬家——夺回失去的牛市系列八》中估算，2020-2022年的居民超额储蓄体量预计共计3.98万亿，预计2023年居民储蓄存款释放将流动实体经济及资本市场，我们提示，当前我国经济领域各项政策核心在于围绕共同富裕、为民生领域降成本，超额储蓄在无法大量进入实体的情况下，资本市场将是核心外溢方向。

12月末M1增速较前值下行0.9个百分点至3.7%（我们预测值为4%），主要受疫情冲击及地产销售低迷的影响。12月末M0同比增速15.3%，前值14.1%，继续走高，体现经济走势的结构性失衡，较高的M0增速与2020年疫情期间及其此后月份的数据表现相似，一方面，疫情冲击四五线城市及中小实体部门，实体储蓄意愿下降、持币需求增加，另一方面，11、12月疫情感染率提高，使得较多农民工在春节前提前返乡，使得现金持有量增多，M0增速走高。

□ 预计货币政策基调高频切换状态将延续至2023年一季度

2022年12月社融增速降至10%下方，我们预计受2023年春节错月影响，1月社融增速或继续下行，全年走势将是震荡上行的，维持全年社融增速10.3%的判断。1月10日，人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，会议强调“保持对实体经济的信贷支持力度，加大金融对国内需求和供给体系的支持，做好对基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展等重点领域的金融服务，保持房地产融资平稳有序，推动经济运行整体好转”、“各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力，进一步优化信贷结构”，由此，我们认为当前宽信用政策延续，并将着重前置发力。对于2023年开门红情况，1月上旬

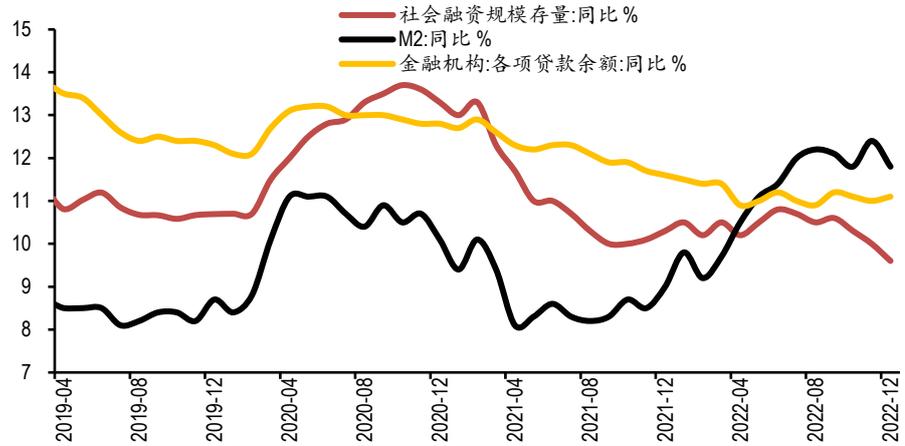
总体情况较为乐观，但我们也提示应辩证看待，由于 2022 年 1 月前两个旬度的信贷投放节奏偏慢，即同比基数较低，2023 年 1 月全月状况不能仅看当前状况，下旬尤其是月末的春节后 4 个工作日的投放进度尤为重要，我们也将密切跟踪。

我们坚持当前货币政策首要目标在稳增长保就业、金融稳定、汇率及国际收支间高频切换，政策基调在稳健略宽松及稳健中性间灵活切换的判断，该状态预计在一季度持续，正如此前多篇报告的分析，我们判断年初央行可能采取定向降准，也存在进一步降低 5 年 LPR 概率，幅度为 10BP。进一步，预计二季度起，经济形势趋稳、汇率贬值压力及国际收支失衡风险也将有所缓解，货币政策首要目标缺失，政策基调转变为稳健灵活适度。全年看，2023 年货币政策宽松幅度将较 2022 年边际收敛，工具以结构性调控为主，侧重定向引导、精准滴灌。

□ 风险提示

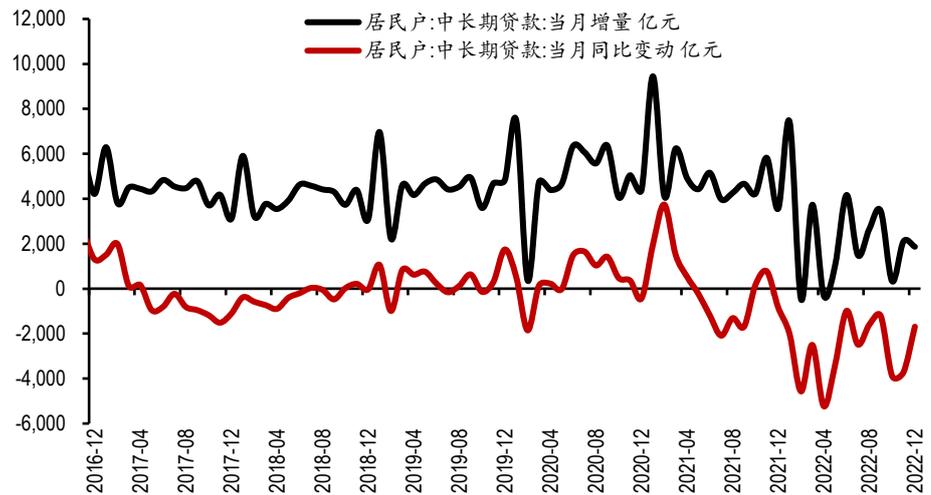
疫情形势及地产领域风险加剧，居民消费及购房情绪进一步恶化，后续宽信用持续不及预期。

图1: M2、信贷、社融增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 居民中长期贷款及同比多增幅度



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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_51138

