

### 核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

### 相关研究

- 经济逐渐修复，A股谨慎乐观
- 宏观经济周报：疫情快速攀升，市场情绪低迷
- 国内提振信心，海外加息放缓

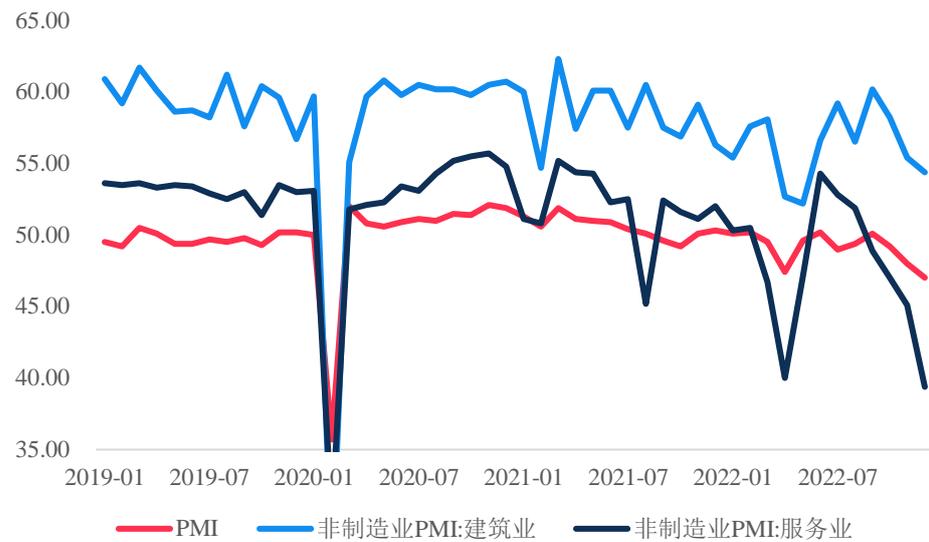
- **经济再度探底，社融持续下行。**社融数据反映了经济基本面的羸弱，社融存量同比的走势与PMI相似，9月达到10.6%的局部高点之后一路下行，降至12月的9.6%。数据发布后，国债10年期活跃券220025收益率不降反升，上行约2个BP，演绎了利好出尽的走势，当天召开的信贷工作座谈会可能进一步催化了市场情绪。
- **信贷非标是支撑，债券融资是拖累。**从社融分项来看，人民币信贷和非标融资是同比主要支撑项，债券融资是同比主要拖累项。人民币信贷超季节性上行，信托贷款则符合季节性趋势，同差较大是因为基数低。与之类似，政府债券同比大幅少增是由于基数高，企业债券超季节性大幅下行，可能反映了12月信用利差大幅拉升对债券市场的冲击。
- **信贷分化明显，企业强居民弱。**人民币信贷超季节性上行可能与11月底的信贷座谈会的催化有关。12月新增人民币信贷14000亿元，同比多增2700亿元。分部门看，企业信贷是人民币信贷多增的主要支撑项，特别是企业中长贷，居民信贷依然低迷。企业贷款12840亿元，同比多增6414亿元。居民贷款1752亿元，同比少增3211亿元。
- **财政支出下降，M2增速放缓。**12月末，M2同比增长11.8%，增速比上月末低0.6个百分点；M1同比增长3.7%，增速比上月末低0.9个百分点。M2与M1同比增速差为8.1%，较前值上升0.3个百分点，自9月以来持续走阔。M1同比增速自9月以来的持续下行与制造业PMI下行的趋势一致，反映了经济活力不足，M2同比增速的下降可能与财政支出强度的连续大幅下降有关。
- **后市展望。**A股经过一段时间的调整，估值已有充分优势，且基本面和风险偏好的修复仍在初期，随着防疫政策的调整到位，市场将从博弈预期转向跟踪现实，从近期政策定调来看，后续仍有机会，因此可以对股市乐观，对债市保守。10年国债收益率中枢有望升至3.0%-3.1%，趋势比较明确，短期可能在2.9%左右波动。股债变化的时点均难以准确判断，需提前布局。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

## 1 经济再度探底，社融持续下行

12月社融数据反映了经济基本面的羸弱，制造业 PMI、建筑业 PMI、服务业 PMI 分别录得 47.0%、54.4%和 39.4%，较前值分别下降 1.0、1.0 和 5.7 个百分点。制造业和服务业 PMI 指标比 4 月更弱，经济再度探底。

图 1：经济再度探底（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

制造业 PMI 在 2022 年 9 月达到局部高点，随后一直下行，社融存量同比的走势与之相似，也是在 9 月达到 10.6% 的局部高点之后一路下行，降至 12 月的 9.6%，较 11 月的同比增速下降 0.4 个百分点。

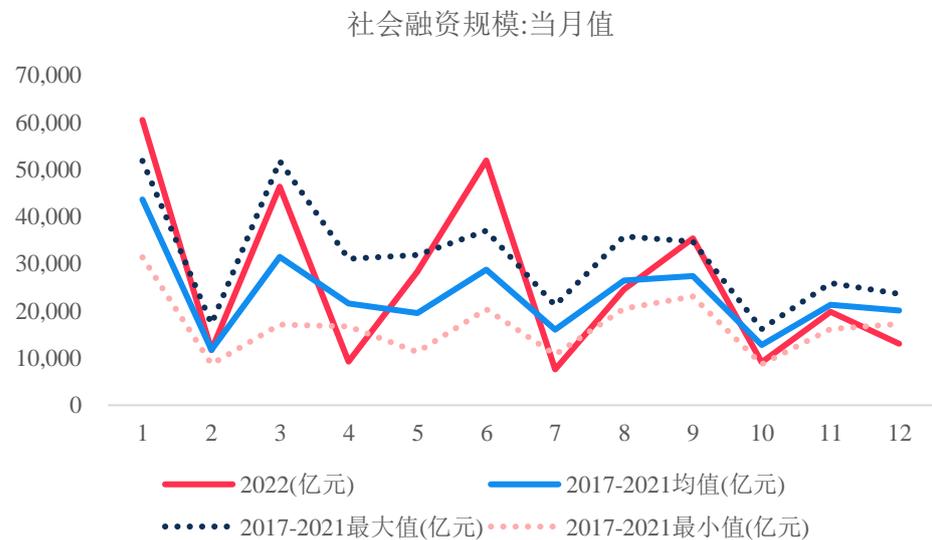
图 2：社融存量同比增速（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

12 月社融数据依然保持了全年的“波浪”形态，当月社融增量 13100 亿元，低于 wind 预期的 16118 亿元，并下探至季节性低位水平。

图 3：社会融资规模:当月值（亿元）

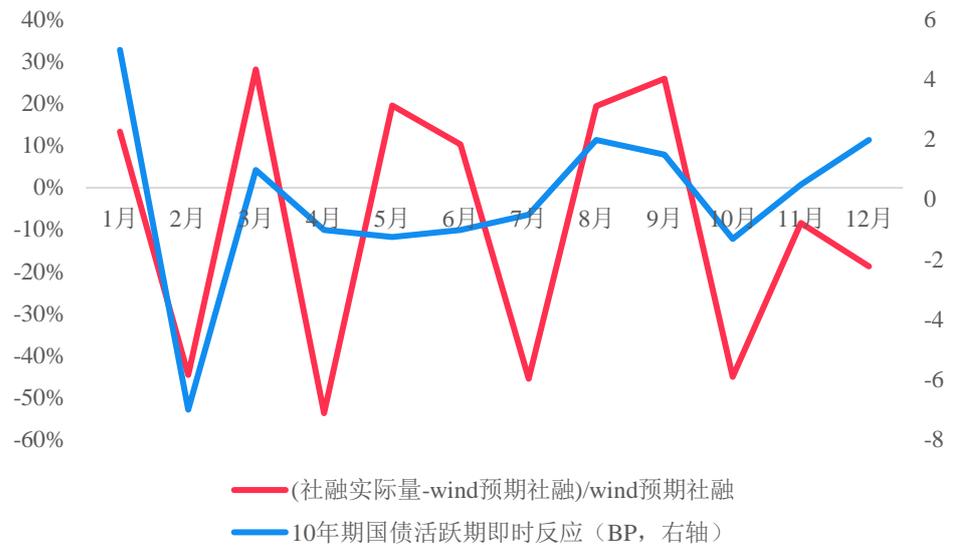


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

数据发布，国债 10 年期活跃券 220025 收益率不仅没有下降，反而上行了约 2 个 BP，演绎了利好出尽的走势，当天召开的信贷工作座谈会可能进一步催化了市场情绪。

2023 年 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，研究部署落实金融支持稳增长有关工作。

图 4：国债 10 年活跃券即时反应



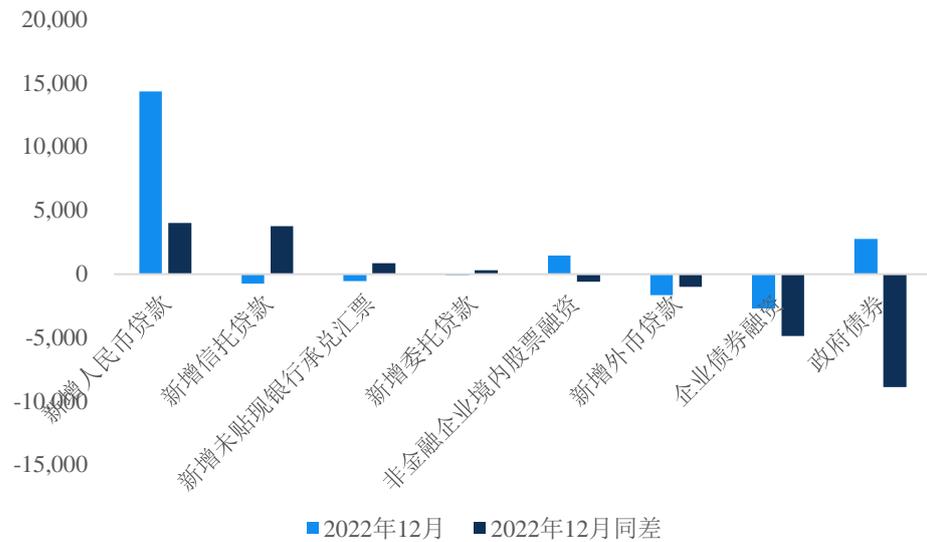
资料来源：wind, 首创证券研究发展部

## 2 信贷非标是支撑，债券融资是拖累

从社融分项来看，人民币信贷和非标融资是同比主要支撑项，债券融资包括企业债和政府债，是同比主要拖累项：

- (1) 社融口径新增人民币信贷 14354 亿元，同比多增 4004 亿元；
- (2) 非标融资-1418 亿元，同比少减 4970 亿元，其中，新增信托贷款-764 亿元，同比少减 3789 亿元，新增未贴现银行承兑汇票-552 亿元，同比少减 867 亿元，新增委托贷款-102 亿元，同比少减 314 亿元。
- (3) 政府债券融资 2781 亿元，同比少增 8893 亿元；
- (4) 企业债券融资-2709 亿元，同比少增 4876 亿元；
- (5) 企业股票融资 1485 亿元，同比少增 590 亿元；
- (6) 新增外币贷款-1665 亿元，同比多减 1016 亿元；

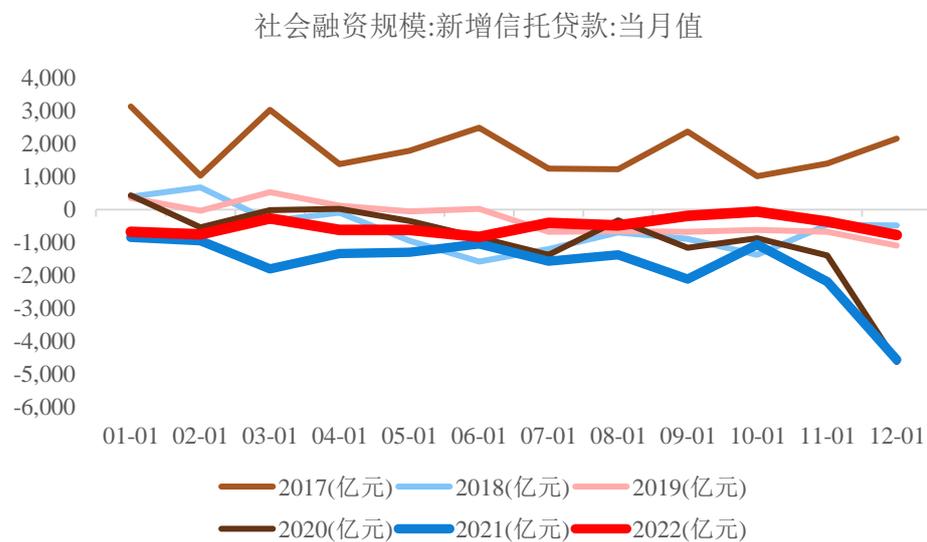
图 5：社融分项（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

社融同比多增和少减的主要两项人民币信贷和信托贷款，人民币信贷超季节性上行，信托贷款则符合季节性趋势，与 2017 年和 2018 年区别不大，同比差值较大是因为 2021 年同期基数低。

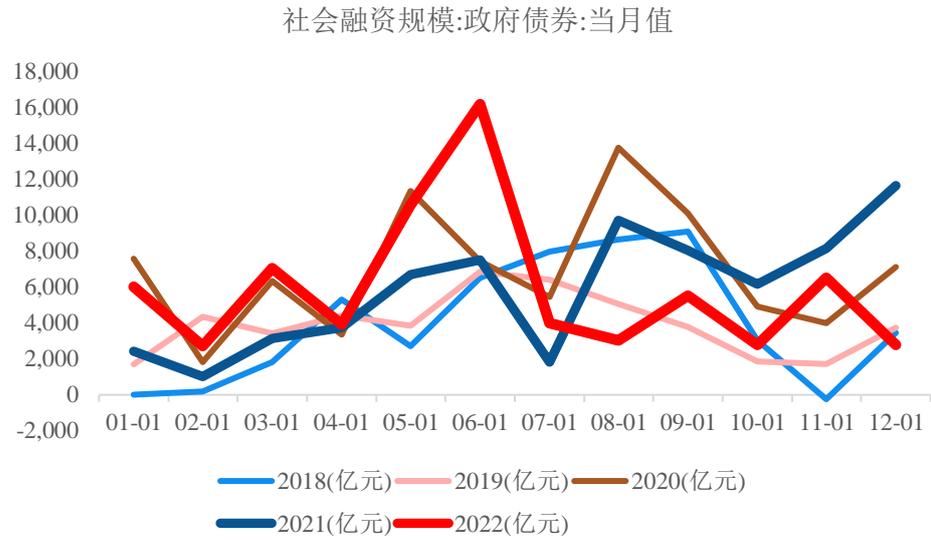
图 6：社会融资规模:新增信托贷款:当月值



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

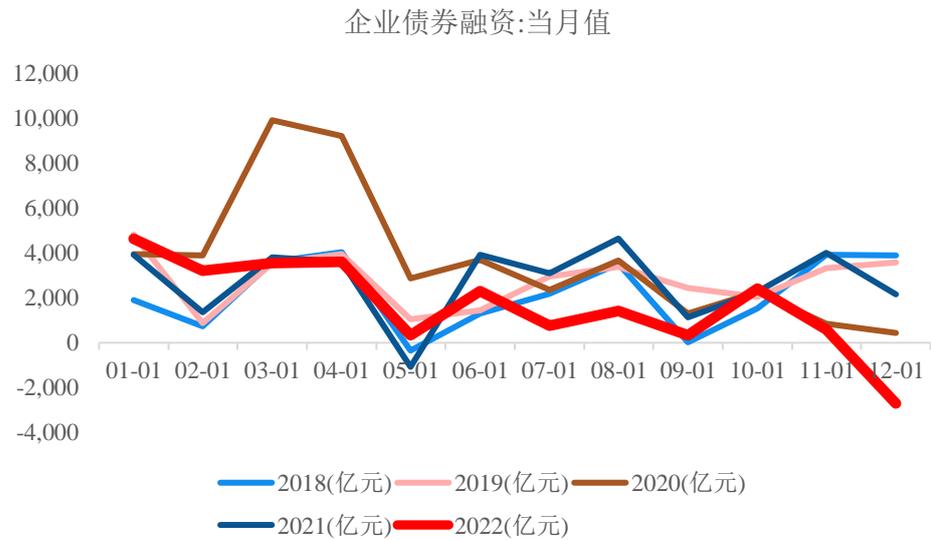
社融同比拖累较大的两项与上述支撑项的结构类似，政府债券融资同比大幅少增是由于 2021 年同期基数高，企业债券融资则超季节性大幅下行，可能反映了 12 月信用利差大幅拉升对债券市场的冲击。

图 7：社会融资规模:政府债券:当月值



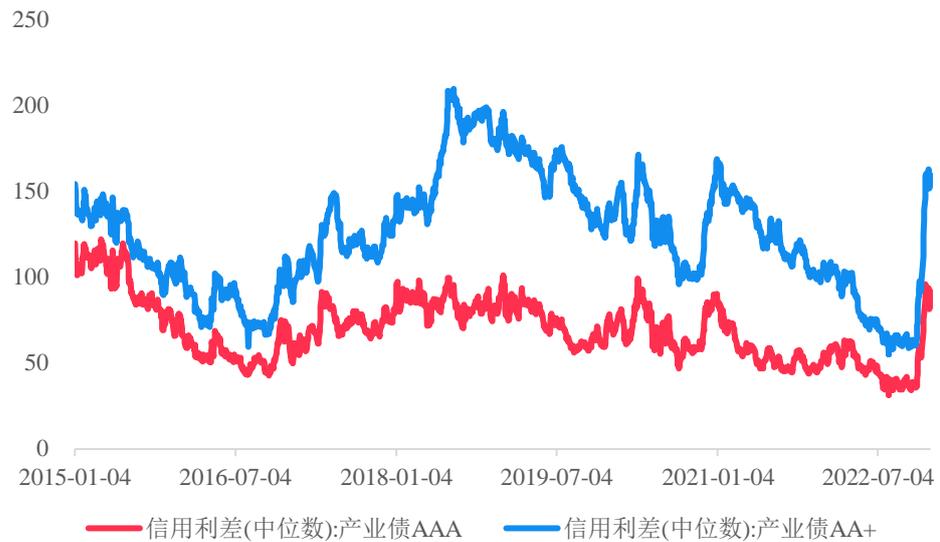
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 8：社会融资规模:企业债券融资:当月值



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 9：12 月信用利差大幅拉升（BP）

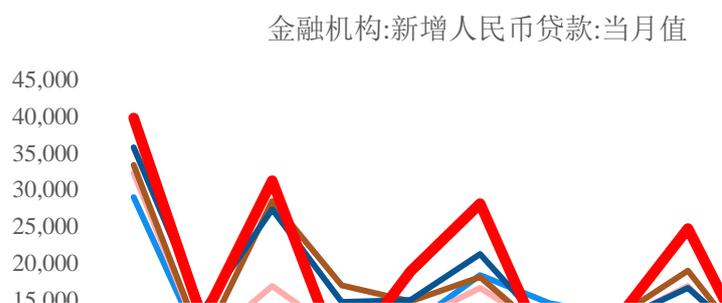


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

## 2 信贷分化明显，企业强居民弱

人民信贷超季节性上行可能与 11 月的信贷座谈会的催化有关。12 月新增人民币信贷 14000 亿元，同比多增 2700 亿元。

图 10：新增人民币贷款（亿元）



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\\_51212](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51212)

