



日期：2023年01月14日

分析师：郑嘉伟

Tel:

E-mail: zhengjiawei@shzq.com

SAC 编号: S0870521110001

相关报告：

《新规为保障性租赁住房 REITs 发行保驾护航》

——2022年07月27日

《遏制炒作，转债回归配置价值》

——2022年06月21日

《全力以赴稳住经济基本盘，保持经济运行在合理区间》

——2022年05月26日

金融底再现，宽信用可期

——12月金融数据点评

■ 主要观点

事件：2023年1月10日，央行公布12月金融数据：2022年末社融同比增长9.6%，增速环比回落0.4个百分点；M2同比增长11.8%，增速比上月末低0.6个百分点，比上年同期高2.8个百分点；M1同比增长3.7%，增速比上月末低0.9个百分点，比上年同期高0.2个百分点；M0同比增长15.3%，央行全年净投放现金1.39万亿元。

信贷对社融呈现正贡献，但分化现象明显。12月社融整体规模有所下滑，金融底再现。拆分新增信贷来看，信贷对社融呈现正贡献，但是企业强，居民部门弱，分化现象严重。企业贷款无论是增量还是结构释放出积极信号，可以认为企业对于疫情防控政策调整后经营信心的恢复，也可以认为部分企业从债券融资转向信贷融资，但居民部门加杠杆动力不足，贷款需求整体低于去年同期水平。

债融拖累社融增速。高基数效应下债券年末发行错位成为社融下行主要拖累。12月份政府债券发行2781亿元，较去年同期少增8893亿元，较上月少增3739亿元。高基数效应下拖累社融整体下滑；企业债券12月发行减少2709亿元，同比多减4876亿元，为近两年最低值，也是带动社融数据走低的原因之一；此外，12月非标数据疲软，对社融正增长贡献有限。

居民超额储蓄之谜。M1与M2同比增速差为-8.1%，差值进一步走阔，体现当前企业投资意愿不足；从社融增速与M2增速差来看，差值略有收窄，为-2.2%较上月升0.2个百分点，显示目前实体融资需求不足。12月份居民部门新增存款增加2.89万亿元，同比多增1万亿元；2022年全年居民部门存款增加17.84万亿元，同比多增7.94万亿元，整体受居民存款影响，较去年同期有所上升，显示出居民风险偏好下降，消费和投资意愿下降明显。

■ 投资建议

金融底再现，宽信用可期。随着央行元旦之后加大资金回笼，近期资金面有所收敛，无论是银行间还是交易所资金回购利率均出现显著上行，10年期国开活跃券收益率已经突破前期高点，部分机构加杠杆意愿下降，同时春节临近，资金取现需求显著增加，因此近期央行加大了14天期逆回购操作，保障了春节前后流动性合理充裕，随着社融数据触底回升，对于本月到期7000亿元MLF，央行大概率等额等价续作，以缓和市场对于资金面收敛的担忧，预期债市仍将维持震荡。1月转债建议投资者关注：回盛转债、隆22转债、鹰19转债、友发转债、鲁泰转债、希望转2、招路转债、常银转债、江银转债、国泰转债。

■ 风险提示

地缘政治风险；美联储加息步伐超预期；海外经济增速不及预期；国内通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超市场预期。

目 录

1 信贷对社融呈现正贡献，但分化现象明显.....	3
2 债融拖累社融增速，金融底再现.....	3
3 居民超额储蓄之谜	4
4 投资建议	4
5 风险提示	6

图

图 1：居民部门与制造业融资需求(亿元)	5
图 2：房地产市场持续疲软	5
图 3：制造业 PMI 数据(%).....	5
图 4：制造业贷款需求回暖	5
图 5：政府债发行进度	5
图 6：政府债、企业债发行均低于同期(亿元)	5
图 7：企业债发行规模(亿元).....	6
图 8：表外三项融资(亿元)	6
图 9：M1、M2 同比小幅回落(%).....	6
图 10：企业投资意愿(社融与 M2 同比增速差)收窄	6
图 11：居民存款上升(亿元),.....	6

事件：2023年1月10日，央行公布12月金融数据：2022年末社会融资规模存量为344.21万亿元，同比增长9.6%，增速环比回落0.4个百分点，社会融资规模增量为1.31万亿元，比上年同期少10582亿元；M2同比增长11.8%，增速比上月末低0.6个百分点，比上年同期高2.8个百分点；M1同比增长3.7%，增速比上月末低0.9个百分点，比上年同期高0.2个百分点；M0同比增长15.3%，央行全年净投放现金1.39万亿元。

1 信贷对社融呈现正贡献，但分化现象明显

信贷分化。12月社融整体规模有所下滑，社融规模增量为1.31万亿元，比上年同期少10582亿元，同比增长9.6%，环比回落0.4个百分点，金融底再现。拆分新增信贷来看，信贷对社融呈现正贡献，但是企业较强，居民部门较弱，分化现象严重，其中人民币贷款增加1.4万亿元，同比多增2700亿元；企业贷款新增1.26万亿元，同比多增6017亿元；而长期贷款1.211万亿元，占比达到96%，比去年同期多增8717亿元；短期贷款减少416亿元，同比多增638亿元；票据融资减少、企业票据融资占比下降，12月票据融资1146亿元，相较去年减少2941亿元，下降明显。非银行业金融机构贷款少增11亿元，同比少增564亿元。企业贷款无论是增量还是结构释放出积极信号，可以认为企业对于疫情防控政策调整后经营信心的恢复，也可以认为部分企业从债券融资转向信贷融资，其中，居民部门加杠杆动力不足，贷款需求整体低于去年同期水平。12月受各地市疫情影响，居民消费出行等线下消费活力不足；其次商品房销售面积同比下降23.3%，也侧面显示出居民购房意愿不足。其中，12月居民部门贷款增加1753亿元，同比少增1963亿元；短期贷款减少113亿元，同比少增270亿元；中长期贷款增加1865亿元，同比少增1693亿元。

2 债融拖累社融增速，金融底再现

高基数效应下债券年末发行错位成为社融下行主要拖累。12月份政府债券发行2781亿元，较去年同期少增8893亿元，较上月少增3739亿元。考虑到12月政府债券发行接近尾期，叠加去年高基数效应，拖累社融整体下滑。企业债券12月发行减少2709亿元，不及上期以及去年同期的596亿元和2167亿元，同比多减4876亿元，为近两年最低值，也是带动社融数据走低的原因之一；此外，12月非标数据疲软，非标三项减1418亿元，其中委托贷款

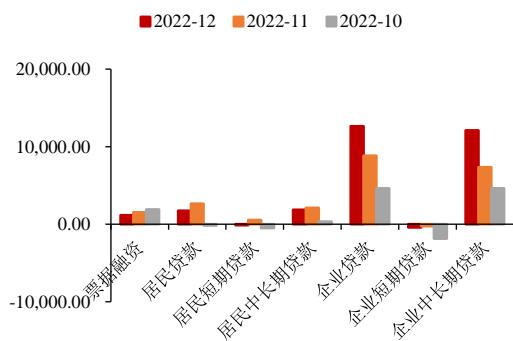
少增 102 亿元，较去年同期多增 314 亿元；信托贷款减少 764 亿元，较去年同期多增 3789 亿元；未贴现银行承兑汇票减 552 亿元，对社融正增长贡献有限。

3 居民超额储蓄之谜

M1 与 M2 增速差略微走阔，居民存款走高。12 月份 M1 同比增速为 3.7%，较前值降 0.9 个百分点；M2 同比增速为 11.8%，较前值降 0.6 个百分点。M1 与 M2 同比增速差为 -8.1%，差值进一步走阔，体现当前企业投资意愿不足；从社融增速与 M2 增速差来看，差值略有收窄，为 -2.2% 较上月升 0.2 个百分点，显示目前实体融资需求不足。反映在存款数据可以看到，12 月份居民部门新增存款增加 2.89 万亿元，同比多增 1 万亿元；非金融企业新增存款 824 亿元，同比少增 12846 亿元；财政存款减少 10857 亿元，同比多减 555 亿元，说明年末财政支出力度较强；非银行业金融机构存款减少 5328 亿元，同比多减 1485 亿元。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。其中，居民部门存款增加 17.84 万亿元，同比多增 7.94 万亿元，整体受居民存款影响，较去年同期有所上升，显示出居民风险偏好下降，消费和投资意愿下降明显。

4 投资建议

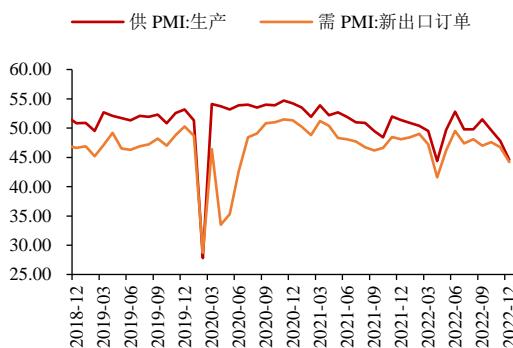
金融底再现，宽信用可期。随着央行元旦之后加大资金回笼，近期资金面有所收敛，无论是银行间还是交易所资金回购利率均出现显著上行，10 年期国开活跃券收益率已经突破前期高点，部分机构加杠杆意愿下降，同时春节临近，资金取现需求显著增加，因此近期央行加大了 14 天期逆回购操作，保障了春节前后流动性合理充裕，随着社融数据触底回升，对于本月到期 7000 亿元 MLF，央行大概率等额等价续作，以缓和市场对于资金面收敛的担忧，预期债市仍将维持震荡。1 月转债建议投资者关注：回盛转债、隆 22 转债、鹰 19 转债、友发转债、鲁泰转债、希望转 2、招路转债、常银转债、江银转债、国泰转债。

图 1：居民部门与制造业融资需求(亿元)


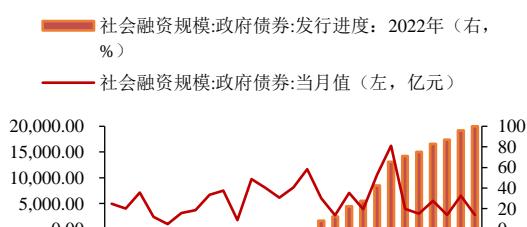
资料来源：Wind, 上海证券研究所

图 2：房地产市场持续疲软


资料来源：Wind, 上海证券研究所

图 3：制造业 PMI 数据 (%)


资料来源：Wind, 上海证券研究所

图 5：政府债发行进度


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_51271


图 6：政府债、企业债发行均低于同期(亿元)
