

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

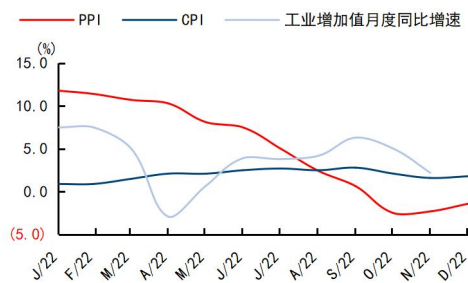
dongdz@guosen.com.cn

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

周观点：社融“拐点”将至	5
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
流动性观察	9
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

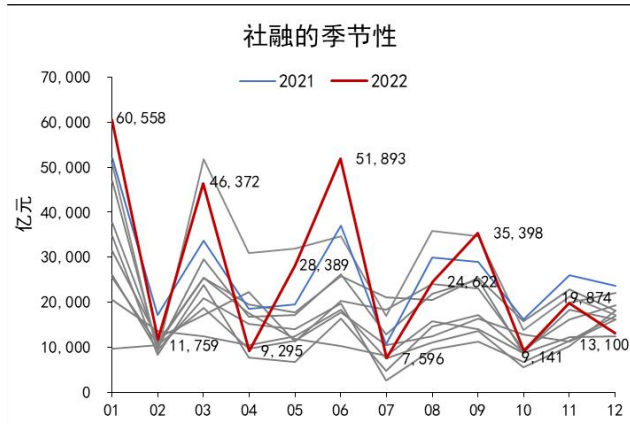
图 1: 12 月新增社融弱于季节性	5
图 2: 12 月新增信贷强于季节性	5
图 3: 12 月社融的主要拖累项是直接融资和政府债券	5
图 4: 12 月企业信贷与居民信贷分化明显	6
图 5: 12 月新增贷款主要投向企业部门	6
图 6: 12 月企业中长贷占比较高	6
图 7: 12 月新增居民中长贷占比上升	7
图 8: 12 月楼市销售小幅回升	7
图 9: 我国实体经济仍以间接融资为主	7
图 10: 四季度以来水泥发运率走势强于季节性	7
图 11: M2-M1 剪刀差持续扩张	8
图 12: 社融-M2 剪刀差达到历史极值	8
图 13: 美联储关键短端利率	9
图 14: 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

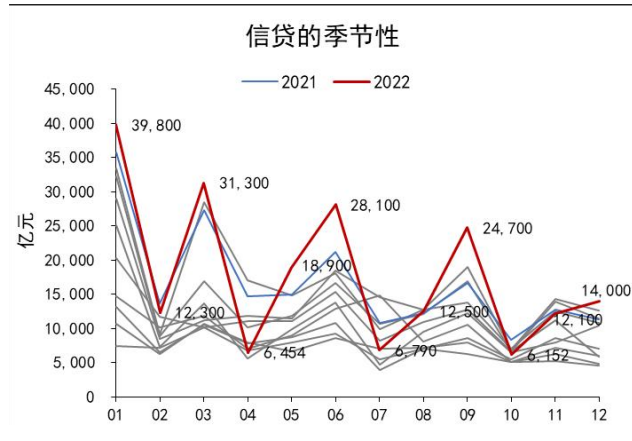
12月我国新增社融1.31万亿（预期1.61万亿），新增人民币贷款1.40万亿（预期1.24万亿）。社融和信贷表现分化，社融低于预期而信贷超预期。M2同比增长11.8%（预期12.0%），小幅低于预期。

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

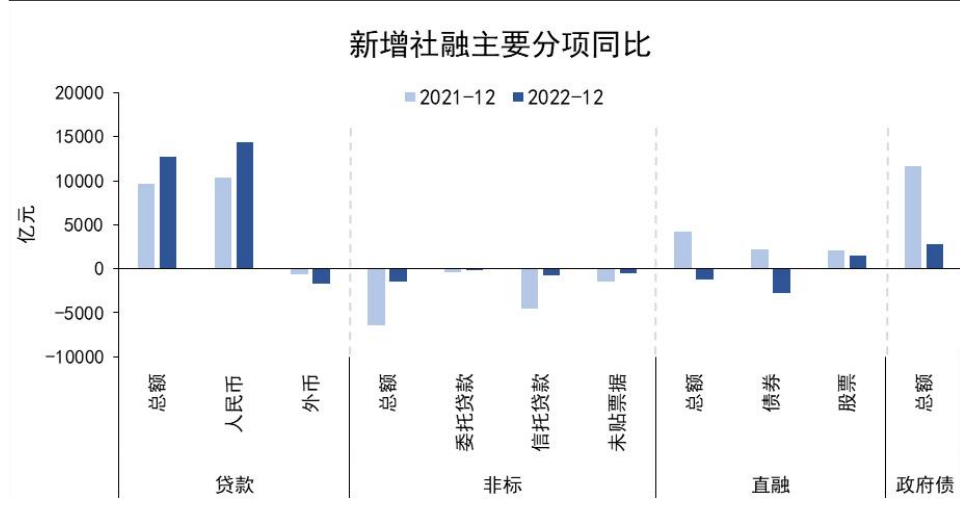


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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%）¹。

图3：12月社融的主要拖累项是直接融资和政府债券



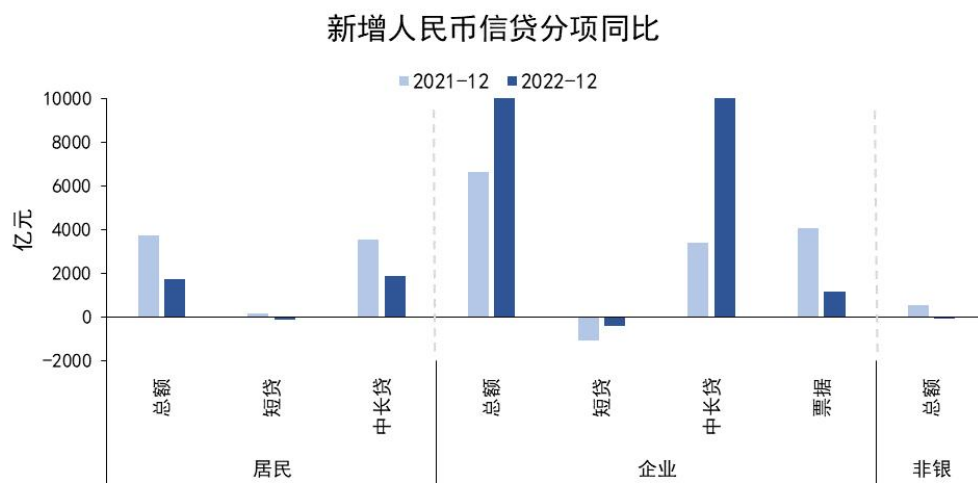
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人民币贷款

¹ 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。

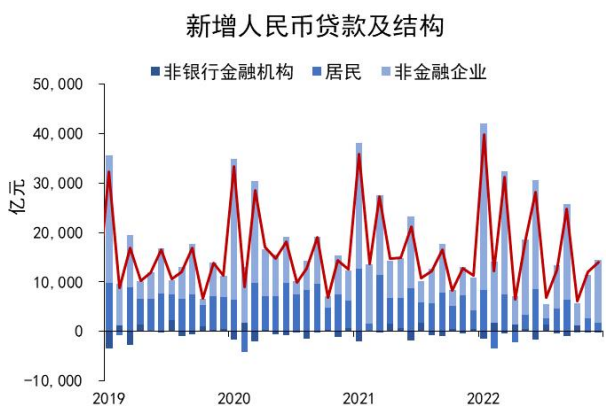
图4：12月企业信贷与居民信贷分化明显



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

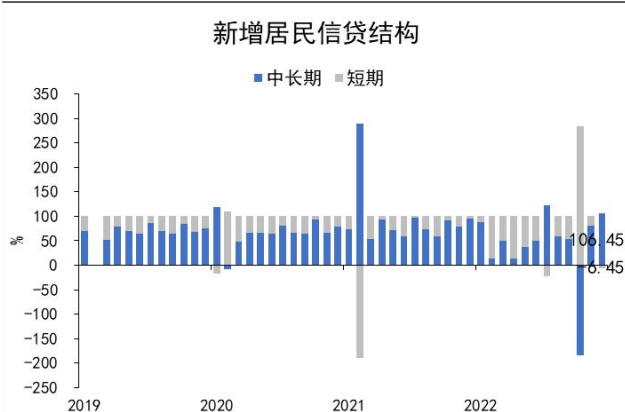
图6：12月企业中长贷占比较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

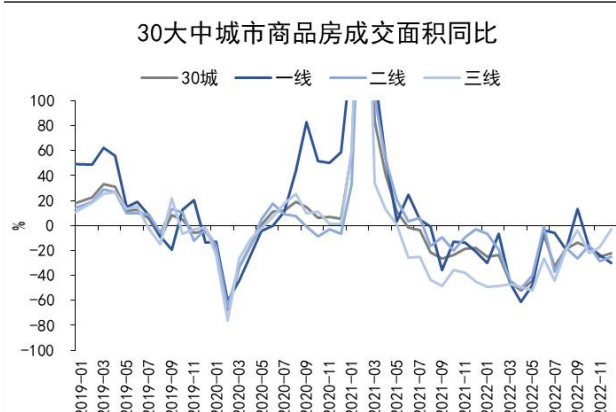
另一方面，居民部门延续疲弱表现。12月新增居民贷款由上月的2627亿减少为1753亿，同比少增1963亿，已连续14个月同比负增。结构上，居民短贷减少113亿，同比多减270亿，与疫情放松后感染增加对消费的暂时性抑制有关。中长贷增加1865亿，同比大幅少增1693亿，仍然受地产销售拖累。

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

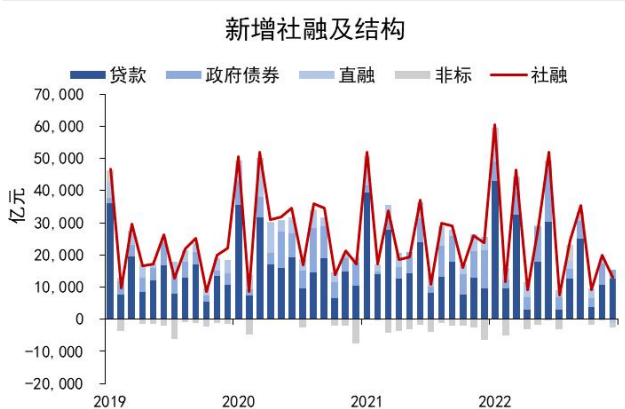


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

非标、直接融资与政府债券

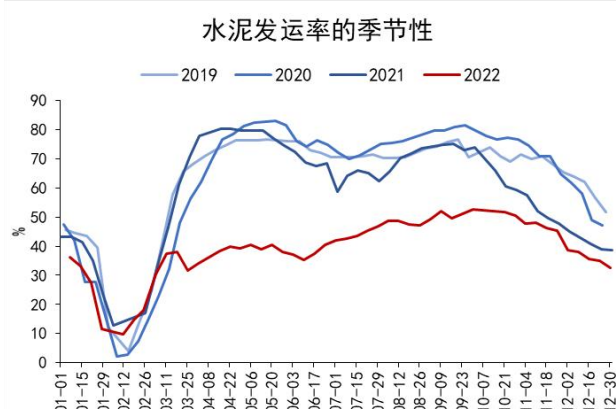
新增非标融资仍然为负，但幅度明显收窄。非标当月融资减少1418亿，但在低基数下同比少减4970亿。其中，未贴现银行承兑汇票减少552亿，同比少减867亿；信托贷款减少764亿，同比大幅少减3789亿；委托贷款减少102亿，同比少减314亿。信托+委托贷款总体延续了前五个月的趋势，本月同比大幅少减4103亿，指向非标压降力度持续缓和，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

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。

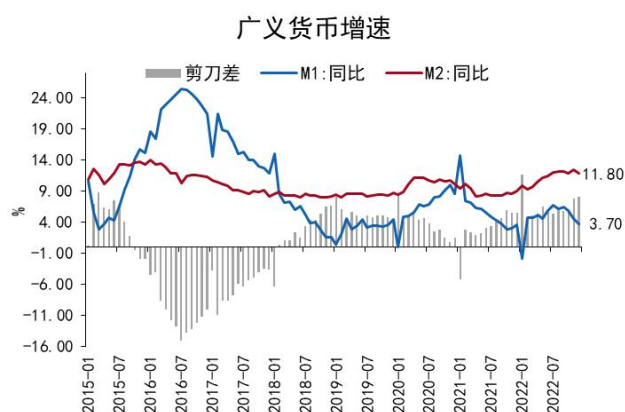
发行收尾和基数效应使政府债券融资成为本月社融的最大拖累。12月新增政府债环比减少3739亿至2781亿元，并且在今年“财政前置”与去年“财政后置”带来的错位效应下同比大幅少增8893亿。

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存款和非银存款：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提升。此外，“宽信用”政策力度持续加码，在1月信贷开门红信贷工作启动

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_51493

