



# 戴志锋：银行角度看 12 月社融 ——信贷增长好于预期，稳增长 政策持续驱动



文/意见领袖专栏作家 戴志锋、邓美君、贾靖



## 投资要点

12 月社融新增 1.31 万亿，同比少增 1.06 万亿，低于万得一致预期 1.61 万亿，主要是受企业债和政府债融资合计少增 1.38 万亿拖累所致。存量社融同比增 9.6%，较 11 月同比增速环比回落 0.46 个百分点。11 月债券市场震荡剧烈，利率上浮比较大，因此信用债发行出现了大规模取消。

2022 年和 2021 年财政发债节奏错位也导致政府债融资额同比降幅较大。

1、信贷情况：企业长期贷款大幅增长，推动信贷投放同比多增。12 月新增人民币信贷 1.44 万亿，较往年同期多增 4004 亿元，保交楼+基建继续发力背景下，企业中长期贷款同比多增 8717 亿是增长的主要原因。2、表

外非标融资情况：信托和委托贷款规模总体平稳。12月新增信托和委托贷款规模分别小幅减少764和102亿，其中信托贷款由于2021年同期到期规模较大，在低基数下同比多增3789亿，而委托贷款同比小幅增加314亿。3、政府债：2021年财政后置+2022年财政前置，节奏错位导致同比降幅较大。12月新增政府债2781亿，较2021年同期少增8893亿，主要是由于2021年财政后置发力奠定高基数和2022年财政前置导致的节奏错位所致。4、债券和股权融资分析。受11月市场利率波动影响，企业债大规模取消发行，净融资历史最低。新增企业债融资-2709亿，较2021年同期大幅下降4876亿元，为历史最低值。主要是由于11月债券市场震荡剧烈，利率上浮比较大，因此信用债发行出现了大规模取消。股票融资规模边际放缓：12月股票融资新增量1485亿，较2021年同期少增590亿。

12月新增信贷规模略高于市场预期。新增1.4万亿元，较2021年同期多增2700亿元；高于万得一致预期的1.24万亿。信贷余额同比增长11.1个百分点，增速环比小幅扩大0.1个百分点。1、企业中长期同比大幅多增，连续5个月同比多增。背后依然是政策的积极发力，拉动了地产（金融支持地产16项措施）、基建（政策性开发性金融工具）、制造业（设备更新改造再贷款）等多领域信贷的投放加量。尤其是12月单月100家典型房企的融资总量为1018亿元，环比增加84.7%，同比增加33.4%，年内首次单月融资规模突破千亿。2、受疫情影响，消费贷和按揭贷款需求边际略微降低。12月居民短贷、中长贷分别净新增-113和1865亿元，较11月环

比降低 638 和 238 亿元。这预计主要是由于疫情在月初放开，短时间内造成大量感染，导致居民需求短期降低。

M1 与 M2 剪刀差扩大：居民储蓄意愿仍较强。12 月 M0、M1、M2 分别同比增长 15.3%、3.7%、11.8%、较上月同比增速变动+1.2、-0.9、-0.6 个百分点。其中 M2-M1 为 8.1%，增速差较前值 7.8% 边际继续走阔。居民端储蓄意愿仍较强，或因为疫情影响导致居民预防性储蓄增加，同时理财净值回落也进一步推动居民存款需求。另银行开门红揽储节奏也有提前。存款同比增 11.3%，居民存款规模持续提升，企业存款规模增幅降低。12 月新增存款 7242 亿，较往年同期少增 4538 亿，其中企业存款在 2021 年同期的高基数效应下同比减少 1.28 万亿元，或部分为年终奖金发放向居民存款转移。

投资建议：2023 年银行股震荡上行，两条主线选股：修复逻辑和确定性增长逻辑。第一条选股主线是修复逻辑：地产回暖+消费复苏，看好招行、宁波、平安、邮储和兴业。第二条选股主线是确定性增长逻辑：收入端增长确定性最强的仍是优质区域城商行板块，看好宁波、苏州、江苏、南京、成都和常熟。从节奏上看，修复逻辑上半年占优；确定性增长逻辑下半年占优。

风险提示事件：经济下滑超预期。疫情影响超预期。

正文分析

## 一、社融增速同比增 9.6%，略低于市场预期

12 月社融新增 1.31 万亿，同比少增 1.06 万亿，低于万得一致预期 1.61 万亿，主要是受企业债和政府债融资合计少增 1.38 万亿拖累所致。存量社融同比增 9.6%，较 11 月同比增速环比回落 0.46 个百分点。

图表：新口径社融同比增速

	新增社融（亿）	比去年同期增加（亿）	同比增速
2021/1/31	51,884	1,349	13.03%
2021/2/28	17,243	8,506	13.29%
2021/3/31	33,762	-18,076	12.31%
2021/4/30	18,570	-12,457	11.66%
2021/5/31	19,522	-12,344	11.03%
2021/6/30	37,017	2,336	10.96%
2021/7/31	10,752	-6,176	10.66%
2021/8/31	29,893	-5,960	10.32%
2021/9/30	29,026	-5,667	10.00%
2021/10/31	16,176	2,247	10.03%
2021/11/30	25,983	4,628	10.11%
2021/12/31	23,682	6,490	10.29%
2022/1/31	60,558	8,674	10.45%
2022/2/28	11,759	-5,484	10.21%
2022/3/31	46,372	12,610	10.55%
2022/4/30	9,295	-9,275	10.24%
2022/5/31	28,389	8,867	10.48%
2022/6/30	51,893	14,876	10.85%
2022/7/31	7,596	-3,156	10.72%
2022/8/31	24,622	-5,271	10.46%
2022/9/30	35,398	6,372	10.58%
2022/10/31	9,141	-7,035	10.33%
2022/11/30	19,874	-6,109	10.03%
2022/12/31	13,100	-10,582	9.58%

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

社融结构分析：1、新增投放情况。从新增投放占比看，信贷在企业债和政府债融资放缓的情况下成为了社会融资的最主要渠道，12 月新增占比

为 97%，较 11 月大幅提升了 42.5 个百分点。2、新增较 2021 年同期比较。企业债和政府债是主要拖累项；表内贷款随着一系列刺激政策的起效恢复同比多增，而信托贷款则在 2021 年低基数下也实现同比多增。12 月企业债和政府债同比分别少增 4876、8893 亿；表内贷款和信托贷款同比多增 4004、3789 亿。

图表：新增社融较 2021 年同期增加情况（亿元）

	社融	人民币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	债券融资	股票融资	政府债券	Abs	核销
2021/1/31	1,349	3,258	117	-1,274	3,499	-50	382	-5,176	-506	114
2021/2/28	8,506	6,211	256	-396	4,600	-2,538	244	-807	372	107
2021/3/31	-18,076	-2,879	546	-1,770	-5,114	-6,124	585	-3,213	638	-37
2021/4/30	-12,457	-3,399	366	-1,351	-2,729	-5,613	499	382	376	-4
2021/5/31	-12,344	-1,208	-135	-958	-1,762	-3,956	364	-4,661	335	-35
2021/6/30	2,336	4,153	10	-194	-2,411	241	418	58	-8	-265
2021/7/31	-6,176	-1,830	1	-204	-1,186	733	-277	-3,639	723	-479
2021/8/31	-5,960	-1,488	592	-1,046	-1,314	990	196	-4,050	-40	-117
2021/9/30	-5,667	-1,416	295	-939	-1,489	-179	-369	-2,050	202	-285
2021/10/31	2,247	1,089	1	-186	203	-2	-81	1,236	-333	-191
2021/11/30	4,628	-2,288	66	-803	242	3,166	523	4,158	-528	-91
2021/12/31	6,490	-1,108	143	67	797	1,731	949	4,548	-559	-598
2022/1/31	8,674	3,806	337	162	-169	721	448	3,589	-186	-76
2022/2/28	-5,484	-4,329	26	185	-4,867	1,843	-108	1,705	124	-113
2022/3/31	12,610	4,780	149	1,532	2,583	-250	175	3,943	-579	504
2022/4/30	-9,275	-9,224	211	713	-405	-4	352	173	-390	28
2022/5/31	8,867	3,936	276	676	-142	1,417	-425	3,881	-438	109
2022/6/30	14,876	7,358	94	218	1,287	-1,614	-367	8,708	0	-19
2022/7/31	-3,156	-4,303	240	1,173	-428	-2,320	499	2,178	-338	752
2022/8/31	-5,271	631	1,578	890	3,359	-3,227	-227	-6,693	-264	99
2022/9/30	6,372	7,931	1,530	1,907	118	-804	250	-2,533	-834	7
2022/10/31	-7,035	-3,321	643	1,000	-1,270	159	-58	-3,376	7	-22
2022/11/30	-6,109	-1,573	-123	1,825	573	-3,410	-506	-1,638	-975	43
2022/12/31	-10,582	4,004	314	3,789	867	-4,876	-590	-8,893	0	0

注：最新月份暂未披露 abs 和核销数据  
资料来源：人民银行，中泰证券研究所

细项来看：信贷情况。企业长期贷款大幅增长，推动信贷投放同比多增。1、表内信贷情况。企业中长期贷款拉动 12 月新增贷款同比多增。12 月新增人民币信贷 1.44 万亿，较往年同期多增 4004 亿元，内生需求有所恢复，其中企业中长期贷款同比多增 8717 亿是增长的主要原因。2、表外信贷情况。未贴现承兑汇票规模略有所下降。12 月未贴现银行承兑汇票减少 552 亿元，11 月增加 190 亿。

图表：新增表内外票据融资及企业短贷占比新增社融（亿元）

	新增票据融资	新增未贴现银行承兑汇票	合计	新增票据+未贴现银行承兑汇票占比新增社融	新增企业短贷	新增企业短贷占比社融
2021/1/31	-1,405	4,902	3,497	6.7%	5,755	11.1%
2021/2/28	-1,855	639	-1,216	-7.1%	2,497	14.5%
2021/3/31	-1,525	-2,296	-3,821	-11.3%	3,748	11.1%
2021/4/30	2,711	-2,152	559	3.0%	-2,147	-11.6%
2021/5/31	1,538	-926	612	3.1%	-644	-3.3%
2021/6/30	2,747	-221	2,526	6.8%	3,091	8.4%
2021/7/31	1,771	-2,316	-545	-5.1%	-2,577	-24.0%
2021/8/31	2,813	127	2,940	9.8%	-1,149	-3.8%
2021/9/30	1,353	14	1,367	4.7%	1,826	6.3%
2021/10/31	1,160	-886	274	1.7%	-288	-1.8%
2021/11/30	1,605	-383	1,222	4.7%	410	1.6%
2021/12/31	4,087	-1,419	2,668	11.3%	-1,054	-4.5%
2022/1/31	1,788	4,733	6,521	10.8%	10,100	16.7%
2022/2/28	3,052	-4,228	-1,176	-10.0%	4,111	35.0%
2022/3/31	3,187	287	3,474	7.5%	8,089	17.4%
2022/4/30	5,148	-2,557	2,591	27.9%	-1,948	-21.0%
2022/5/31	7,129	-1,068	6,061	21.3%	2,642	9.3%
2022/6/30	796	1,066	1,862	3.6%	6,906	13.3%
2022/7/31	3,136	-2,744	392	5.2%	-3,546	-46.7%
2022/8/31	1,591	3,486	5,077	20.6%	-121	-0.5%
2022/9/30	-827	132	-695	-2.0%	6,567	18.6%
2022/10/31	1,905	-2,156	-251	-2.7%	-1,843	-20.2%
2022/11/30	1,549	190	1,739	8.8%	-241	-1.2%
2022/12/31	1,146	-552	594	4.5%	-416	-3.2%

来源：人民银行，中泰证券研究所

表外非标融资情况：信托和委托贷款规模总体平稳。12月新增信托和委托贷款规模分别小幅减少764和102亿，其中信托贷款由于2021年同期到期规模较大，在低基数下同比多增3789亿，而委托贷款同比小幅增加314亿。

政府债：2021年财政后置+2022年财政前置，节奏错位导致同比降幅较大。12月新增政府债2781亿，较2021年同期少增8893亿，主要是由于2021年财政后置发力奠定高基数和2022年财政前置导致的节奏错位。从债券发行数据跟踪看，12月国债净融资额2005亿，地方债净融资额254亿，较2021年同期分别下降4585亿和2609亿。目前已有超过10地披露了2023年一季度地方债发行计划，拟发行规模超过万亿元。

债券和股权融资分析。1、受 11 月市场利率波动影响，企业债大规模取消发行，净融资历史最低。新增企业债融资-2709 亿，较 2021 年同期大幅下降 4876 亿元，为历史最低值。主要是由于 11 月债券市场震荡剧烈，利率上浮比较大，信用债发行出现了大规模取消。据 WIND 数据显示，12 月整体共有 190 只信用债（企业债、公司债、中票、短融、定向工具）取消发行，规模合计 1180 亿元。2、股票融资规模边际放缓：12 月股票融资新增量 1485 亿，较 2021 年同期少增 590 亿。

图表：新增社融结构占比

	新增信贷	表外融资	直接融资	政府债	abs	核销
2021/1/31	75.7%	8.0%	9.5%	4.7%	-0.1%	0.5%
2021/2/28	80.5%	-2.3%	11.9%	5.9%	-1.0%	2.1%
2021/3/31	82.3%	-12.2%	13.6%	9.3%	1.4%	3.2%
2021/4/30	67.7%	-19.9%	23.9%	20.1%	0.9%	2.5%
2021/5/31	73.3%	-13.5%	-1.8%	34.3%	1.3%	1.9%
2021/6/30	64.5%	-4.7%	13.2%	20.3%	-0.1%	4.8%
2021/7/31	77.3%	-37.6%	37.5%	16.9%	-0.2%	2.5%
2021/8/31	43.7%	-3.5%	20.5%	32.6%	0.9%	1.8%
2021/9/30	61.1%	-7.3%	6.6%	27.8%	2.2%	5.2%
2021/10/31	47.7%	-13.1%	19.2%	38.1%	-0.9%	2.2%
2021/11/30	49.6%	-9.8%	20.4%	31.4%	2.9%	2.2%
2021/12/31	41.0%	-27.0%	17.9%	49.3%	2.6%	11.5%
2022/1/31	71.0%	7.4%	10.0%	10.0%	-0.4%	0.3%
2022/2/28	81.3%	-43.0%	32.2%	23.1%	-0.5%	2.2%
2022/3/31	70.2%	0.3%	9.7%	15.3%	-0.2%	3.4%
2022/4/30	30.7%	-34.1%	51.5%	42.1%	-2.3%	5.2%

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\\_51152](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51152)

