

2023 年金融条件展望：超额流动性退潮

2022 年 12 月 07 日

2022 年中国经历了一系列特殊现象，居民资产负债表收缩，私人部门风险偏好降温，政府大力度加杠杆，资金利率维持在低水平。

这一“当时只道是寻常”的历史罕见金融条件，我们称之为“超额流动性”，并影响 2022 年资产定价。展望 2023 年金融条件，绕不开的一个问题，超额流动性何去何从，资产定价因此会有怎样的变化？

➤ 超额流动性，衍生自 2022 年地产和财政的异常表现

2022 年货币流动性受财政牵引。可以说今年资金面表现跟随财政投放节奏和力度，亦步亦趋。上半年财政支出靠国库，下半年靠银行体系，这样的财政节奏主导今年流动性先松后紧。

2022 年信用条件受地产牵引。2022 年政府部门持续加杠杆，先是债券融资，后是政策性金融工具和表内信贷，支撑全年社融扩张。反观私人部门，地产和疫情压制之下，居民信贷大力度收缩。

➤ 超额流动性对 2022 年资产定价的影响，或被市场低估

今年地产和疫情压制居民风险偏好，国家资产负债表面临收缩压力。政府加杠杆来延缓国家资产负债表衰退。

居民缩表而政府扩表，这种罕见组合，最终催化出 2022 年“超额流动性”。

私人部门承接财政支出，本应将这部分资金转化为有效投资。然因私人部门风险偏好急剧收缩，居民资产配置选择风险极低的现金存款，最终流动性淤积于金融市场，表现为高于社融增速的“超额流动性”。

超额流动性加剧市场对低风险资产的渴求，同时也带来低利率低波动的资金面环境。这一金融货币条件便是今年二、三季度资本市场定价的重要变量。

➤ 超额流动性退潮，2023 年货币市场流动性退潮

2023 年超额流动性退潮，首先意味着资金面持续低利率低波动的状态被打破。

2023 年财政预计依然扩张，我们初步估测政府债券发行规模约 10 万亿，政策性金融工具也将继续推进。然而 2023 年或不再有类似 2022 年的增值税留抵退税操作，类似今年 6-8 月国库投放引导资金面极松的情景，很难在 2023 年复刻。

2023 年央行操作预计更加灵活，客观上资金面的利率波动或较 2022 年抬升。

➤ 超额流动性消退，2023 年私人部门信用扩张且风险偏好回升

地产和疫情，二者相呼交织，共同压制居民的风险偏好。2023 年疫情政策持续优化，地产政策持续推进，**居民资产负债表终将走出收缩状态，进入企稳甚至温和扩张状态。这意味着蜷缩在银行间的资金，将走向风险资产。**两个关键变化：第一，私人部门信用扩张，驱动社融，同时信贷结构明显优化。第二，一旦地产销售好转，居民资产负债表停止缩表，债券将会迎来最后一跌。

➤ 预计 2023 年社融增速在 10.3%，高点或在二季度出现

2023 年主导社融节奏的关键是居民部门风险偏好何时企稳，关键的观察变量是地产销售何时企稳。我们预计地产销售大概率在二季度开始回升。

悲观、中性、乐观三种情形下，全年社融增速分别为 9.7%、10.3%、11.0%。

受益于低基数等因素，社融高点或落在二季度。

➤ 风险提示：疫情发展超预期，海外通胀超预期，出口下滑超预期



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1.2023 年宏观经济及资产配置展望 (四)：2023 年财政基建展望：中央加杠杆，地方缓投资-2022/12/04

2. 2023 年宏观经济及资产配置展望 (三)：2023 年出口：逃不开的全球经贸周期下行-2022/12/04

3.全球大类资产跟踪周报：人民币汇率强势反弹-2022/12/04

4.2023 年宏观经济及资产展望 (二)：2023 年海外：大转折前的流动性风暴-2022/12/02

5.宏观事件点评：地产、超额流动性和债市走向-2022/11/30

目录

1 2022 年货币信用回顾：大财政格局下，流动性剩余	3
1.1 财政收支主导狭义流动性演绎	3
1.2 货币端重在“熨平”流动性波动	4
1.3 政府加杠杆是广义流动性的核心线索	5
1.4 信贷投放结构对狭义流动性产生扰动	7
2 2023 年货币信用展望：超额流动性逐步消退	9
2.1 大财政格局下，流动性波动加大	9
2.2 货币调控框架转型	10
2.3 狭义流动性仍会保持偏宽松	11
2.4 广义流动性的线索由政府部门向私人部门切换	12
3 2023 年社融主要分项预测	13
3.1 居民信贷	13
3.2 政府债券	14
3.3 社融预测	14
4 总结：“超额流动性”演绎的核心仍在地产	16
5 风险提示	18
插图目录	19

1 2022 年货币信用回顾：大财政格局下，流动性剩 余

1.1 财政收支主导狭义流动性演绎

与历史经验有所不同的是，2022 年流动性演绎最核心变量在于财政，财政融资与支出节奏对流动性的影响贯穿全年，财政融资和支出的节奏影响了流动性的演绎。

第一段是流动性正常时期：即 1-3 月。

财政融资力度大，资金利率难下行。尽管央行在去年年底到今年年初开启了一轮降准降息，但资金面并未间明显放松，DR007 始终在政策利率之上。

第二段是流动性偏宽时期：4-6 月。

财政支出开始大幅发力，资金利率走低。最为典型的是央行上缴利润，以配合大规模的财政减税降费，大量流动性由财政被动投放，资金面利率走低。

第三段是流动性极宽时期：7-8 月。

财政支出仍然保持强势，但财政融资节奏放缓，导致资金利率进一步下降，DR001 一度降至 1% 附近，流动性转为极宽。

第四段是流动性由宽转紧时期：即 9 月开始之后。

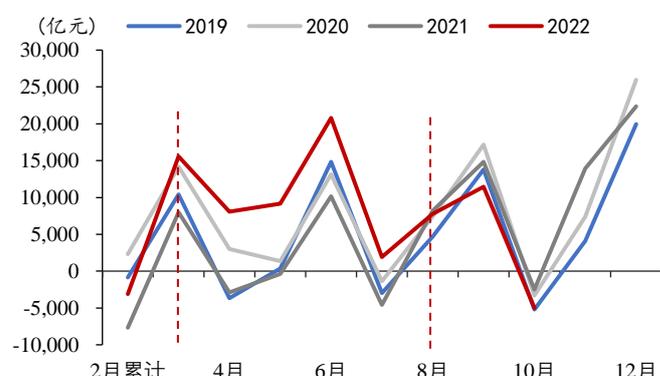
财政融资重新发力，主要通过政策性金融工具以及政策性银行投放信贷融资，同时财政赤字开售收缩，财政对流动性的虹吸作用逐步显现，资金利率开始逐步回升，最为典型的是同业存单利率从 8 月一路上行，10 月以来多数时间保持在 2% 以上。再加上政策、监管等多层面的因素扰动，导致 11 月债券市场出现较大回调。

图1：资金利率走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：广义财政赤字



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 货币端重在“熨平”流动性波动

今年以来货币端主动投放并不强，更多是起到熨平流动性波动的作用。

首先，货币端主动投放在年内出现明显“缩量”特征。

随着资金面在二季度开始转松，财政大规模支出持续，资金面转为极宽后，央行主动投放力度明显减弱，逆回购每个交易日投放量由 100 亿缩减到 20 亿的规模。

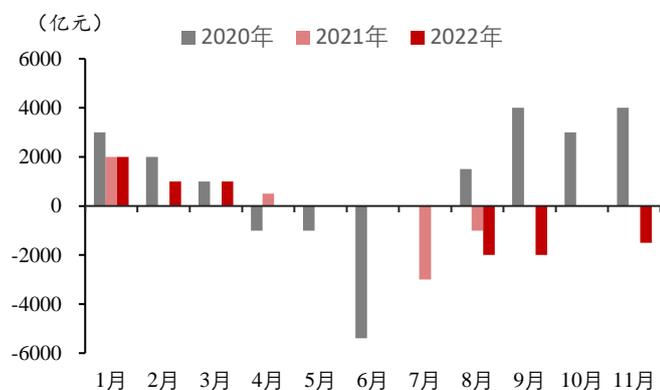
MLF 续作也在年内出现“缩量”特征，一季度各月 MLF 均超量续作，二季度择时等量续作，进入下半年，多数月份 MLF 则是缩量续作。

当时市场担忧是否意味着央行收紧流动性，但从实际结果出发，投放缩量可能是为了对冲财政投放，以避免导致流动性过度投放，造成流动性过松的局面。

其次，年内央行两次降准都与流动性调节关系不大。

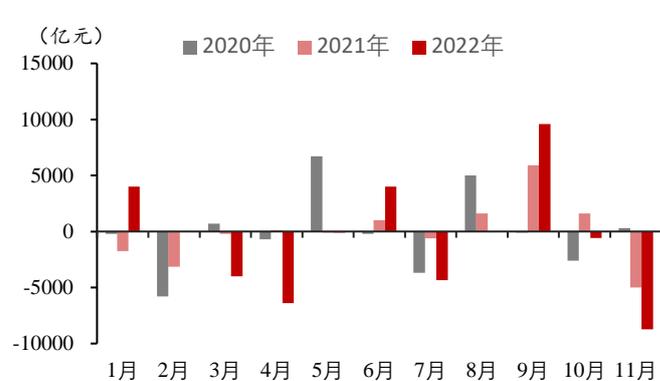
央行年内降准两次，一次在 4 月、一次在 11 月；但即使算上降准释放的资金，央行仍然是在净回笼资金，而之前几次降准都没有出现过类似的情况。以 11 月降准为例，实际上降准是在 MLF 到期续作之后才宣布，而此时流动性相当宽松，隔夜利率甚至在 1% 左右，所以降准不仅仅只是释放流动性的考量，更多是为宽信用。

图3：MLF 净投放规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：OMO 净投放规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2020 年以来降准当月央行投放情况（单位：亿元）

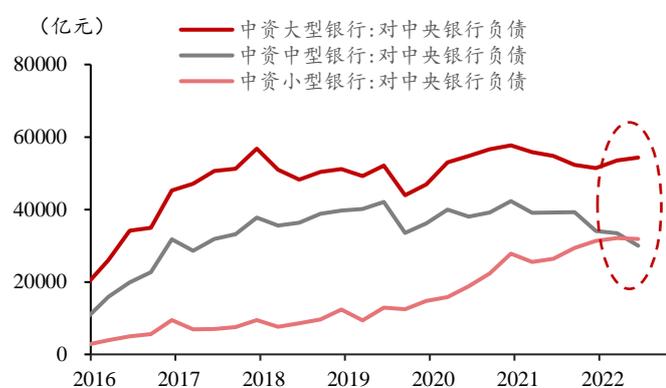
2022年以来降准当月央行投放对比	下调幅度	降准释放资金规模	OMO净投放	MLF净投放量	净投放量
2020年3月	定向降准50-100BP	5500	700	1000	7200
2020年4月	定向降准100BP	4000	-700	-1000	2300
2021年7月	全面降准50BP	10000	-600	-3000	6400
2021年12月	全面降准50BP	12000	2000	-4500	9500
2022年4月	全面降准25BP	5300	-6400	0	-1100
2022年11月	全面降准25BP	5000	-8740	-1500	-5240

资料来源：wind，民生证券研究院

另外，央行增加结构性货币政策工具如再贷款再贴现、PSL 等工具使用力度，这些工具对流动性的影响正在增大。

截至 2022 年 10 月末，其他存款类金融机构对中央银行负债规模约为 12 万亿。其中，11 月末数据显示，MLF 最新余额为 4.4 万亿，PSL 最新余额 3.2 万亿；截至 9 月末，支农再贷款、支小再贷款和再贴现余额合计 2.5 万亿。尤其是今年央行创设了多个领域的结构性货币政策工具，9 月开始后 PSL 重新开始新增，这些工具也带来基础货币投放，也会对流动性产生较大影响，尤其是对特定领域信贷投放压力较大的银行，具有较好的定向补充流动性作用。

图6：各类型银行对中央银行负债规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：MLF、PSL、再贷款再贴现余额



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 政府加杠杆是广义流动性的核心线索

今年以来信用端的核心主线是：政府部门加杠杆，私人部门信用持续偏弱。

上半年政府部门加杠杆的形式是发债，尤其是地方政府专项债，基本在上半年发行完毕。

2022 年上半年社融同比多增约 3.2 万亿，其中政府债券一项贡献了约 2.2 万亿，地方政府专项债在上半年集中发行支撑社融增速。

下半年政府部门加杠杆的形式是政策性金融工具和政策性银行信贷。

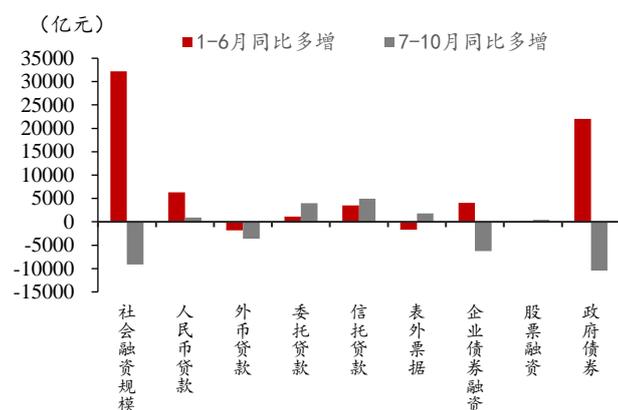
下半年政府债券发行退坡，2022 年 7-10 月，社融合计同比少增 0.9 万亿，其中政府债券拖累了约 1 万亿，政府部门加杠杆的方式切换为政策性金融工具和政策性银行信贷投放。

6 月 1 日和 6 月 29 日国常会分别提出调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，以及运用政策性、开发性金融工具发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充投资

包括新型基础设施在内的重大项目资本金，明确了下半年财政将通过政策性银行渠道弥补财政收支缺口，支持基建。

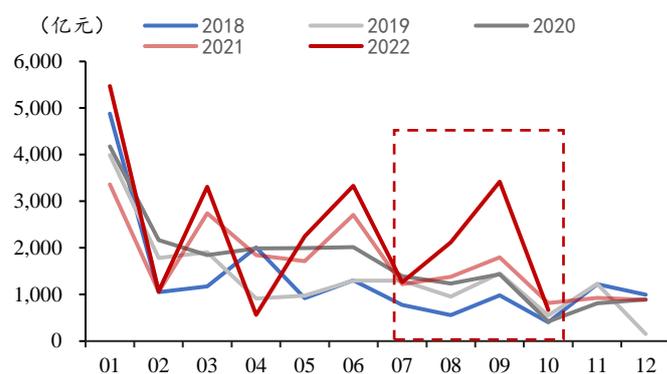
从7月开始至11月底，政策性开发性金融工具合计共投放7400亿资金，而这部分资金作为基建项目的资本金，并没有被纳入到社融统计口径当中。而这部分基建项目的信贷配套融资，同步企业信用扩张，主要是企业中长贷明显增加，而这部分新增信贷多由政策性银行投放。

图8：社融同比多增规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：国开行、交行、邮储三家银行当月新增贷款



资料来源：wind，民生证券研究院

私人部门今年信用低迷，尤其是居民部门，地产销售持续不景气，居民信贷新增规模创近年来新低。

上半年居民出现了罕见的“去杠杆”的现象。2022年2月，居民中长期贷款当月新增录得负值，这是自有数据统计以来的第一次，即使是2020年2月，也没有出现过这种情况。而随受疫情影响，4月居民中长贷再一次录得负值。短期内连续出现历史极端低值，反映了上半年居民融资需求一度落到冰点。

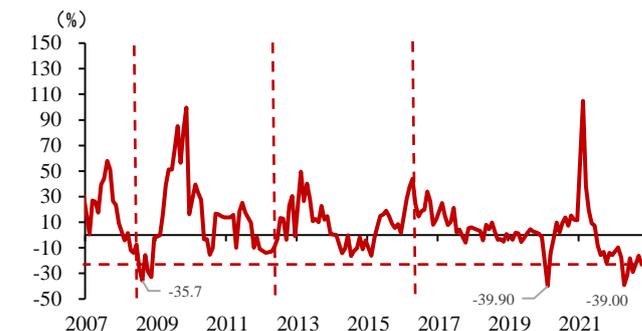
而下半年地产销售仍未出现改善，新增居民信贷仍偏弱。2022年1-10月新增居民信贷3.39万亿，不及为2021年同期的一半，创近5年以来的最低值，地产部门不景气导致居民信贷低迷。

图10：近年1-10月居民信贷累计新增规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：商品房销售面积当月同比



资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 信贷投放结构对狭义流动性产生扰动

在私人部门信用扩张不畅的情况下，今年信贷投放的增量较大主要集中在政策导向强的领域。

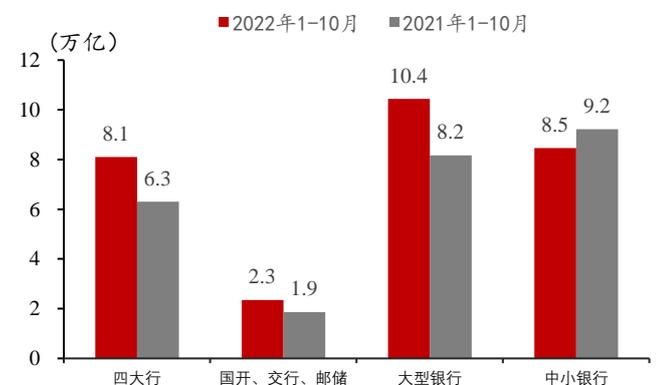
其一，基建、制造业等领域信贷增速较好，制造业和工业部门中长期贷款增速在二季度开始回升，基建相关信贷在政策性金融工具的支持下也有较好的表现。

其二，结构性工具支持的领域信贷都有大幅提升。无论是绿色贷款、涉农贷款以及普惠金融领域贷款都相较于 2021 年同期有大幅提升。

与之对应，今年贷款投放另一大特征，国有大行的信贷投放较强，而中小银行贷款投放偏弱。

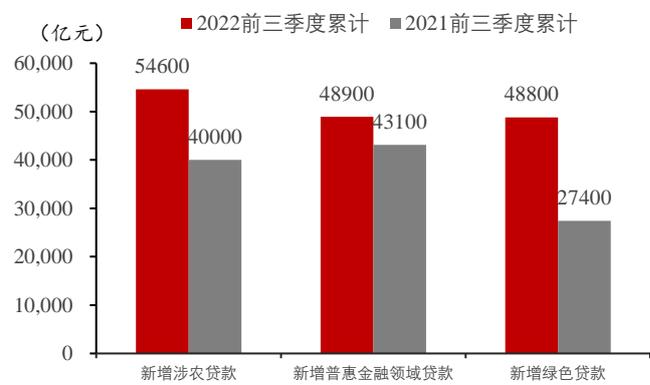
截至今年 10 月，全国中资大型银行的新增贷款规模同比多增约 2.2 万亿。其中，四大行同比多增 1.8 万亿，国开行、交通银行和邮储银行三家合同比多增约 0.4 万亿。中资中小型银行贷款规模同比少增约 0.7 万亿，外资和农村金融机构等同比均录得小幅少增。

图12：各类银行 1-10 月信贷投放规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：信贷投向领域对比



资料来源：wind，民生证券研究院

私人部门信用不畅，导致流动性淤积的现象持续，并对商业银行体系产生结构性的影响。

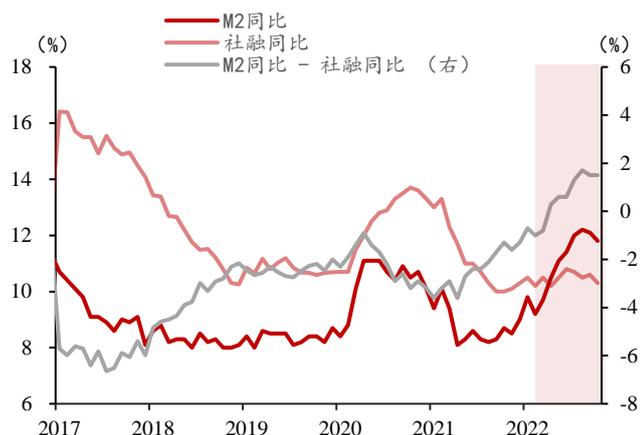
年初以来，实体融资需求持续不强，导致信贷投放出来，淤积于金融体系之内。M2 增速居高不下，持续增速高于社融增速，这是自 2017 年以来首次出现的现象。究其原因，大规模的减税降费导致居民和企业留存大量的现金，而实体活动受限，企业和居民资金使用活跃度下降，导致 M2 连续上升，并高于社融增速。

同时，由于部分信贷投放政策性导向较强，并且信贷是由大行来投放，同时政策性金融工具等使得银行存贷缺口拉大，大行需要去发行更多的同业存单以弥补负债端压力。这也就是今年大行同业存单发行占比偏高的原因。同时大行净息差承

压，而今年城商行和农商行净息差相对稳定。

为了缓解大行的压力，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，主要大型商业银行在今年4月和9月分别下调存款利率，减轻负债端压力。

图14：社融及 M2 增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2022 年信用利差一度大幅压缩



资料来源：wind，民生证券研究院

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_49893

