

2023年01月11日

## “真实”社融不差，信用仍趋走宽

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● **事件：**中国12月社会融资规模增量为1.31万亿元，预期1.61万亿元，前值1.99万亿元。新增人民币贷款1.4万亿元，预期1.24万亿元，前值1.21万亿元。M1同比增长3.7%，M2同比增长11.8%。

● **人民币信贷同比多增，企业端高增、居民端借贷需求不足**

**居民贷款延续负增，疫情冲击借贷需求。**12月新增居民人民币贷款1753亿元，同比少增1963亿元。居民短贷、中长贷分别少增270、1700亿元，降幅均有所收窄。一方面，疫情制约消费场景，居民生活和消费半径下行，以地产销售为代表的场景消费承压；另一方面，12月地产销售数据仍然不佳。30大中城市商品房销售增速仍处低位。居民对于房地产修复预期悲观，加杠杆买房意愿不足。

**企业中长贷大幅增长。**新增企业贷款12637亿元，同比多增6000亿元、较过去三年均值多增5600亿元。其中企业中长贷同比多增8717亿元，为主要的增长拉动项，也是2022年以来企业中长贷最高增幅。原因来看，季末月份银行面临考核，对企业贷款投放增加；12月房地产企业“三支箭”落地，民营房企融资渠道拓宽，带动企业贷款高增；基建、制造业配套融资政策支持延续。**信贷结构好转，票据融资占比降低。**12月票据融资新增1146亿元，比2021年同期少增2941亿元，比过去三年同期均值少增1417亿元。企业贷款高增和票据融资规模下降反映12月银行并未使用票据融资进行贷款规模冲量。

● **社融增速回落至10%以下，主因债券融资下行，结构改善**

**12月新增社融规模为1.3万亿元，比2021年同期少增1.06万亿。社融存量增速降至9.6%，超预期下行。**结构上看，企业债券与政府债券为主要拖累，人民币信贷增加。企业债券首次转负，减少2709亿元，同比少增4876亿元。主因理财赎回引发的信用债市场波动。政府债券同比少增8893亿元，因2022年地方政府债券发行靠前，与2021年出现节奏差。人民币信贷新增14354亿元，同比多增4000亿元，主要受益于企业端贷款需求稳定增长，企业中长贷后续仍有一定支撑。居民贷款受疫情影响较大，关注疫情达峰后消费需求改善带来的房地产销售修复，进而提振居民购房贷款需求，改善居民端贷款。

● **居民存款向企业转化不足，资金空转边际好转**

**M1、M2双降，M1降幅更大。居民存款同比多增约1万亿，企业和非银存款同比减少。**居民因消费需求疲弱、理财市场波动，储蓄意愿上升，选择将更多存款转化为银行储蓄。M1-M2剪刀差走阔。一是2022年货币与财政政策营造了较为宽松的信用环境，M2高增。二是受疫情影响，居民预防性储蓄需求提升，反映实体经济和消费活跃程度的M1下行。2023年随着经济修复企稳，居民存款到企业活期贷款的转化效率将提高，预计M1-M2背离的情况将有所缓解。

社融-M2剪刀差小幅缩窄但仍处于低位，表明12月资金空转现象有边际好转，但实体经济融资需求增长并未大幅改善。

● **消费修复叠加信贷支持，预计2023年社融增速上升**

政策将继续大力支持基建、制造业等领域配套贷款；保持房企信贷融资渠道稳定。预计2023年新增人民币信贷24.4万亿元，存量同比增长约11.5%。我们测算2023年全年社融存量规模为380.9万亿，存量同比约为10.7%。宽信用的路径可能是前低后高。

● **风险提示：**国内疫情反复超预期，政策执行力度不及预期。

### 相关研究报告

《褪去节假日效应，消费修复升起  
2022年11月——疫后复苏跟踪1月第  
2期—宏观经济点评》-2023.1.9

《地产需求侧宽松继续加码—宏观周  
报》-2023.1.8

《就业虽强劲、加息或放缓——美国  
12月非农就业数据点评—宏观经济点  
评》-2023.1.8

## 目 录

1、人民币信贷同比多增，企业端高增、居民端借贷需求不足.....	3
2、社融增速回落至 10%以下，主因债券融资下行.....	4
3、存款：居民存款向企业存款转化不足.....	5
4、2023 年社融展望：消费修复叠加信贷支持，宽信用将持续.....	6
5、风险提示.....	7

## 图表目录

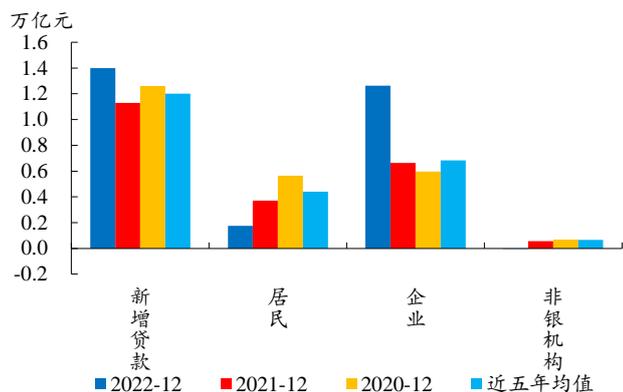
图 1： 12 月企业贷款拉动新增信贷增加.....	3
图 2： 居民贷款降幅缩窄.....	3
图 3： 12 月企业中长贷高增.....	4
图 4： 票据融资规模下行.....	4
图 5： 12 月债券融资拖累新增社融增长.....	5
图 6： 表外融资整体同比少减.....	5
图 7： 社融存量同比大幅下行.....	5
图 8： 12 月居民存款大幅增加.....	6
图 9： 社融与 M2 剪刀差小幅缩窄.....	6
图 10： M1-M2 剪刀差走阔.....	6
图 11： 2023 年信贷与社融增速预测.....	7

## 1、人民币信贷同比多增，企业端高增、居民端借贷需求不足

12月新增信贷方面，新增人民币贷款14000亿元，同比多增2700亿元。2022年全年新增信贷21.3万亿，比2021年全年多增1.36万亿元。

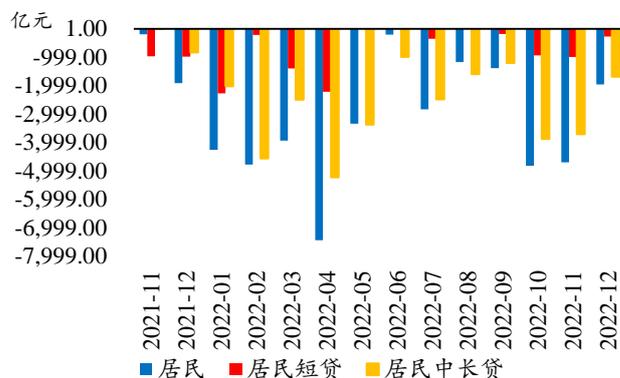
**(1) 居民贷款延续负增，疫情冲击借贷需求。**12月新增居民人民币贷款1753亿元，同比少增1963亿元，较过去三年均值少增约3500亿元。居民短贷、中长贷分别少增270、1700亿元，降幅均有所收窄（11月分别少增992、3718亿元）。一方面，疫情制约消费场景。12月全国疫情快速发展直至关达峰，全国十城地铁客运量下探，一度同比下降21%。居民生活和消费半径下行，指向以地产销售为代表的场景消费承压；居民对于日常消费的需求也有所放缓，短贷偏弱。另一方面，12月地产销售数据仍然不佳。30大中城市商品房销售增速方面，一线城市继续筑底，同比降低30%，二、三线城市同比较上月有所改善，但仍处低位。居民对于房地产修复预期悲观，加杠杆买房意愿不足。但降幅收窄指向随着疫情政策转向，收入预期回稳，居民贷款需求边际上有小幅改善。2023年，地产需求侧宽松继续加码，1月5日央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制；住建部部长提出支持首套房消费；部分省市采取推广二手房“带押过户”、降低房贷利率、取消限购等措施。疫情达峰后居民消费半径将释放，地产消费或将回暖，居民中长贷将有所改善。

图1：12月企业贷款拉动新增信贷增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：居民贷款降幅收窄

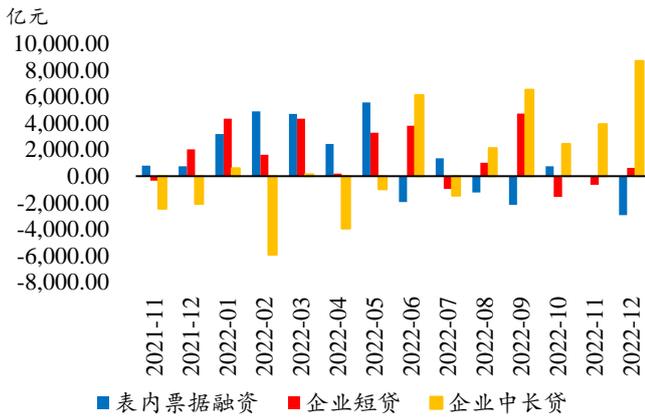


数据来源：Wind、开源证券研究所，图中为同比多增量

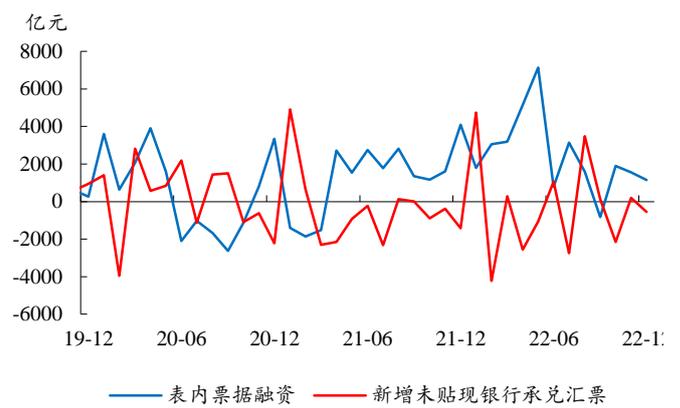
**(2) 企业中长贷大幅增加。**新增企业贷款12637亿元，同比多增6000亿元，较过去三年均值多增5600亿元。其中企业中长贷同比多增8717亿元，为主要的增长拉动项，也是2022年以来企业中长贷最高增幅。原因来看，首先，季末月份银行面临考核，对企业贷款投放增加。其次，政策对基建、制造业、房地产企业中长期融资带来积极影响。基建、制造业贷款投放延续此前政策的引导和支持，房地产企业方面，11月底证监会宣布在股权融资方面调整优化5项措施支持房地产市场平稳健康发展，地产支持“三支箭”正式落地，优化拓宽房企融资渠道。政策出台以来，多家民营房企积极申请银行授信、发债、股权融资，或对12月企业贷款起到拉动作用。此外，11月中旬以来信用债融资成本升高、包括企业债、公司债在内的信用债大规模取消发行，为替代债券融资，企业表内融资增加。后续来看，短期内企业中长贷将维持增长。1月10日，央行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，要求主要银行合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力，进一步优化信贷结构，精准

有力支持国民经济和社会发展重点领域、薄弱环节，“延续发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力”，房地产企业方面，会议首次提出“保持房企信贷、债券等融资渠道稳定”，代表将加大对房企信贷融资的支持。

**(3) 信贷结构好转，票据融资占比降低。**12月票据融资新增1146亿元，比2021年同期少增2941亿元，比过去三年同期均值少增1417亿元。企业贷款高增和票据融资规模下降反映12月银行并未使用票据融资进行贷款规模冲量，信贷的增加主要源于实体融资需求的提升，信贷结构有一定改善。

**图3：12月企业中长贷高增**


数据来源：Wind、开源证券研究所，图中为同比多增量

**图4：票据融资规模下行**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、社融增速回落至10%以下，主因债券融资下行

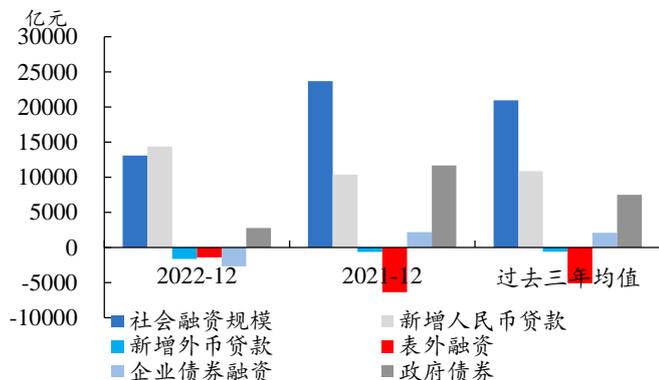
12月新增社融规模为1.3万亿元，比2021年同期少增1.06万亿。社融存量增速降至9.6%，超预期下行。结构上看，企业债券与政府债券为主要拖累，人民币信贷增加。

**企业债券首次转负，减少2709亿元，同比少增4876亿元。**主因理财赎回引发的信用债市场波动。12月，1Y企业债信用利差持续走阔，共计上升7bp，信用债市场不确定性加大。企业大规模取消发行信用债，导致企业债券出现负增。政府债券新增2781亿元，同比少增8893亿元。与2021年相比，2022年政府债券发力靠前，12月发行规模急剧下降，与2021年出现节奏差，同比数据出现大幅少增。**信贷方面**，人民币信贷新增14354亿元，同比多增4000亿元，主要受益于政策对房地产企业融资渠道的改善，企业端贷款需求稳定增长，企业中长贷后续仍有一定支撑。居民贷款受疫情影响较大，关注疫情达峰后消费需求改善带来的房地产销售修复，进而提振居民购房贷款需求，改善居民中长贷。

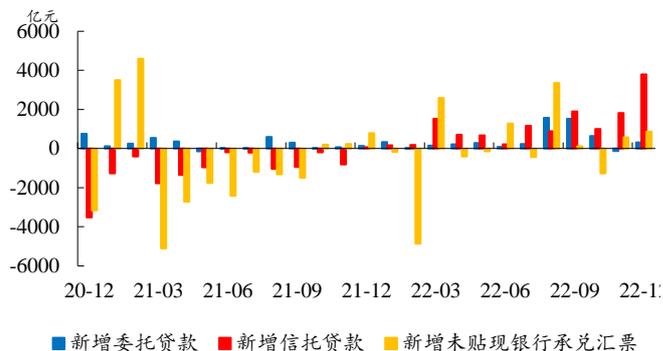
**非标融资整体有所好转。**信托贷款由于2021年底的大幅少增，2022年12月改善更为显著。委托、信托贷款分别同比少减314、3789亿元。表外票据减少552亿元，同比少减867亿元。

总的来说，社融增速超预期下行主要由企业债券融资低迷和地方债节奏差两因素导致，影响偏短期。结构方面，人民币信贷的增长能够反映实体经济融资需求的

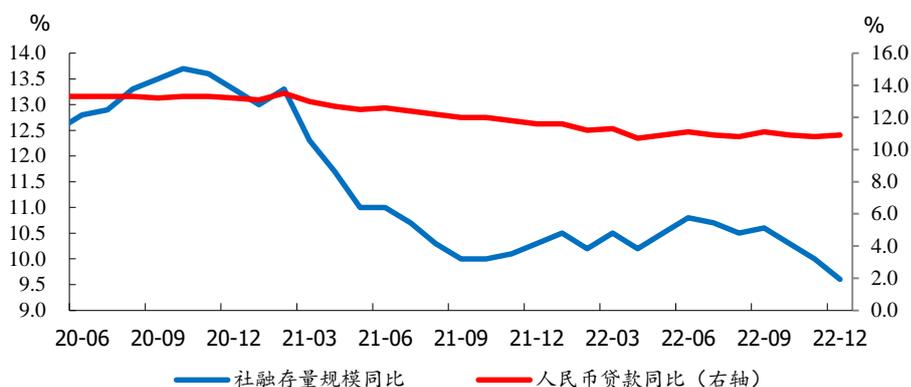
边际改善。

**图5：12月债券融资拖累新增社融增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：表外融资整体同比少减**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：社融存量同比大幅下行**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、存款：居民存款向企业存款转化不足

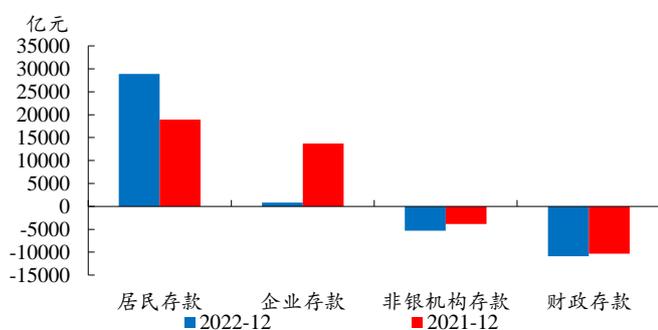
**M1 降幅扩大，M2 高位小幅回落。**M1 同比增速由 11 月的 4.6% 下降至 3.7%，M2 同比由 12.4% 降至 11.8%。居民存款新增 2.89 万亿元，同比多增约 1 万亿。与之相对的是，企业存款仅新增 824 亿元，同比少增 12846 亿元。体现居民存款并未有效转化为企业存款，受疫情影响居民消费活动受限。非银机构存款同比多减 1485 亿元，与 12 月理财大量赎回有关。一般来说，居民通过消费和保险、基金、信托等投资理财将存款转移到企业存款和非银机构存款，而 12 月的居民存款高增说明居民因消费需求疲弱、理财市场波动，储蓄意愿上升，选择将更多存款转化为银行储蓄。财政存款顺应季节性减少，同比多减 555 亿元。

**M1-M2 剪刀差继续走阔。**M1-M2 剪刀差为 -8.1% (11 月为 -7.8%)，2022 年四季度，M1 和 M2 出现了较大幅度的背离。M1 代表现金和企业活期存款，反应居民和企业资金松紧变化；M2 在 M1 基础上增加企业定期存款和个人存款，二者之差可以反映非金融企业经营活跃程度。2022 年 M2 保持较高增速，而 M1 先上升，从三季度开始回落，导致了 M1-M2 剪刀差扩大。究其原因，一是 2022 年宽松的货币政策

与积极财政政策营造了较为宽松的信用环境，全年流动性合理充裕，货币投放量扩大，造成全社会货币量 M2 的高增。二是受疫情影响，企业投资活动意愿低迷，居民预防性储蓄需求提升，房地产销售持续走弱，居民存款不能有效地转化为企业活期存款，反映实体经济和消费活跃程度的 M1 下行。**2023 年，随着全国疫情达峰，预计居民消费意愿将逐步修复，企业投资经营景气度或提升，M1 增速会稳步回升。地产需求端政策加码背景下，房地产销售预计回暖，居民存款到企业活期贷款的转化效率更高。预计 2023 年 M1-M2 背离的情况将有所缓解。**

社融-M2 剪刀差小幅缩窄但仍处于低位，表明 12 月资金空转现象有边际好转，但实体经济融资需求增长并未大幅改善。疫情优化后全国感染率增加，各地工业生产、服务业等均受到冲击，2023 年经济复苏企稳后，预计实体融资需求将有明显回升，宽货币到宽信用的传导将更加顺畅。

图8：12月居民存款大幅增加



数据来源：Wind、开源证券研究所，图中为同比多增量

图9：社融与 M2 剪刀差小幅缩窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：M1-M2 剪刀差走阔



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\\_51109](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51109)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn