

总量研究

社融增速仍将寻底，信贷结构持续优化

——2022 年 12 月金融数据点评

要点

事件：12 月人民币贷款新增 1.40 万亿元，前值 1.21 万亿元，预期 1.24 万亿元；社融新增 1.31 万亿元，前值 1.99 万亿元，预期 1.61 万亿元，存量同比增速 9.6%，前值 10.0%；M₂ 增速 11.8%，前值 12.4%，预期 12.0%；M₁ 增速 3.7%，前值 4.6%，预期 4.4%。

核心观点：12 月社融增速首次跌破 10%，增量显著低于市场预期，政府和企业债券收缩是主要拖累因素。企业端，一方面，流动性因素导致的债市波动，仍在拖累企业债券融资；另一方面，政策性金融持续发力，叠加政策加码支持房企合理融资需求，企业中长期贷款持续景气。居民端，疫情扩散抑制消费和购房意愿低迷，依然是拖累居民部门融资需求的主因。信用扩张强度和持续性的确认，仍有待于房地产链条融资和疫情的进一步企稳。

展望 2023 年，随着国内疫情达峰后趋稳，居民消费和购房意愿有望逐渐企稳。同时，中央经济工作会议对稳增长的诉求明显增强，金融政策有望继续加码支持房企合理融资需求，基建和制造业配套贷款也将维持高位，社融增速有望达到 10.2%，节奏上前低后高。一季度来看，疫情达峰冲击下，1 月信贷开门红可能弱于往年，同时，这也将减少对储备项目的消耗，增强 3 月季末信贷冲量的高度，一季度总体新增社融有望显著同比多增，助推社融增速企稳。

总量：疫情达峰拖累下，社融增速再度下探。12 月社融增速首度跌破 10.0%，增量显著低于市场预期，同比收缩 1.06 万亿元。从融资方式来看，政府债券净融资同比少增 8893 亿元，企业债券净融资同比少增 4876 亿元，是 12 月新增社融同比收缩的主要推动因素。从融资主体来看，政府和居民部门净融资分别同比少增 8893 亿元和 1963 亿元，是 12 月新增社融的主要拖累项。

结构：企业中长期新增贷款持续放量，信贷结构持续优化。政策持续发力支持下，企业中长期新增贷款表现持续亮眼，12 月企业中长期新增贷款已占新增贷款总额 64.48%(6MMA)。12 月非金融企业部门新增信贷 1.46 万亿元，同比多增 4451 亿元，其中，企业中长期贷款同比多增 8717 亿元，明显高于往年季节性水平。归因来看，企业中长期信贷的主要驱动，依然来自于基建和制造业投资带动的相关融资需求，以及金融政策加码支持下房地产行业的贷款回暖。

展望：基础货币投放力度渐趋缓和，2023 年 M₂ 增速有望回落至 9.0% 左右，资金利率中枢向政策利率温和回归。国内基本面决定了宏观政策的核心诉求依然在于稳增长，但考虑到疫情达峰后对经济的冲击有望减弱，货币政策的发力强度可能会有所减弱。同时，2022 年在财政发力的过程中，消耗了大量往年财政结余资金和国有企业结存利润，推动了财政存款向私人部门存款的转移，2023 年财政存款向私人部门的转移力度将会明显走弱。

2023 年社融增速有望达到 10.2%，节奏上前高后低。综合考虑宏观杠杆率对非金融部门融资总量的限制，非金融企业、居民和政府部门的新增融资情况，以及货币、财政政策的发力节奏。预计 2023 年社融增量约 35.08 万亿元，存量增速约 10.2%；节奏上，企业和居民融资节奏后置，政府部门融资节奏继续前置，社融增速前低后高。

一季度来看，在疫情新增确诊维持高位的背景下，1 月信贷开门红情况可能会弱于往年同期水平，同时，也将减少对储备项目的消耗，增强 3 月季末信贷冲量的高度。

风险提示：政策落地不及预期，新冠多次感染导致的大规模反复，重大项目推进不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwuh@ebscn.com

相关研报

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

四季度还会有降准吗？——光大宏观周报（2022-10-23）

美元指数何时有望见顶？——光大宏观周报（2022-09-25）

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、疫情达峰拖累社融增速再度下探	3
2、企业中长期新增信贷持续放量	4
3、货币供应增速趋缓，信用扩张渐趋企稳	6
4、风险提示	9

图目录

图 1：政府和企业债券净融资明显拖累 12 月新增社融	3
图 2：政府部门净融资同比收缩是 12 月新增社融最大拖累	3
图 3：企业中长期贷款是 12 月新增信贷的主要支撑	5
图 4：企业中长期贷款在新增信贷中的比例持续上升	5
图 5：疫情防控优化以来，新增确诊持续大幅攀升	5
图 6：30 大中城市商品房成交面积负缺口持续走阔	5
图 7：实体信用扩张速度低于货币扩张速度	6
图 8：广义货币供应量 M2 增速有望回归低位	6
图 9：制造业贷款增速维持较高水平	7
图 10：近年来企业部门非房地产行业融资占比震荡上行	7
图 11：2023 年政府部门新增债务规模约 8.00 万亿元	9
图 12：2023 年社融增速有望呈现前低后高走势	9

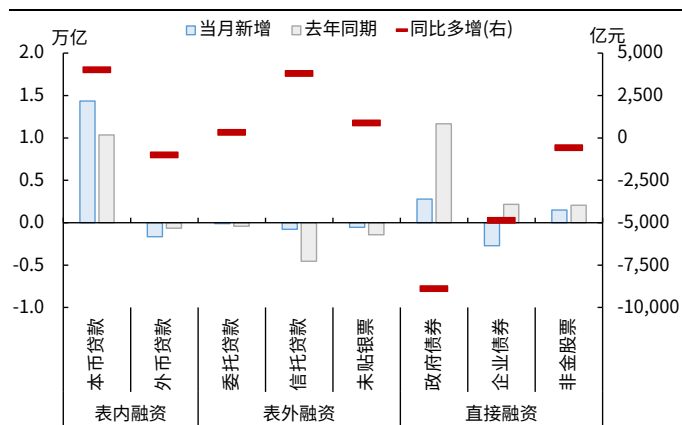
1、疫情达峰拖累社融增速再度下探

12月新增社融明显低于市场预期，同比收缩1.06万亿元，政府和企业债券净融资显著收缩是主要的拖累因素。12月新增社融1.31万亿元，明显低于市场预期(Wind一致预期为1.61万亿元)，同比少增1.06万亿元；12月新增人民币贷款1.40万亿元，略高于市场预期(Wind一致预期为1.24万亿元)，同比多增2700亿元。疫情反复对生产经营和线下消费的扰动，以及房地产市场持续收缩仍是最大的扰动因素，信用扩张强度和持续性的确认，有待于房地产链条融资和疫情的进一步企稳。

从融资方式来看，政府债券净融资同比少增8893亿元，企业债券净融资同比少增4876亿元，是12月新增社融同比收缩的主要推动因素。另外，社融口径下的人民币贷款同比多增4004亿元，信托贷款同比多增3789亿元，对新增社融形成支撑，其中，信托贷款同比多增，主要源于低基数和房地产融资限制有所松动。

从融资主体来看，政府和居民部门净融资分别同比少增8893亿元和1963亿元，是12月新增社融的主要拖累项。其中，政府部门净融资同比少增，主要源于2022年政府债券发行节奏整体前置，5000亿元专项债结存限额的实际对冲效果有限；居民部门净融资同比少增，则主要源于疫情快速扩散下的消费疲弱，以及商品房销售持续回落导致按揭贷款收缩。另外，由于银行理财赎回等原因导致债市流动性风险上升，11月开始企业债券净融资同比大幅收缩，导致企业部门对新增社融的拉动作用显著走弱。

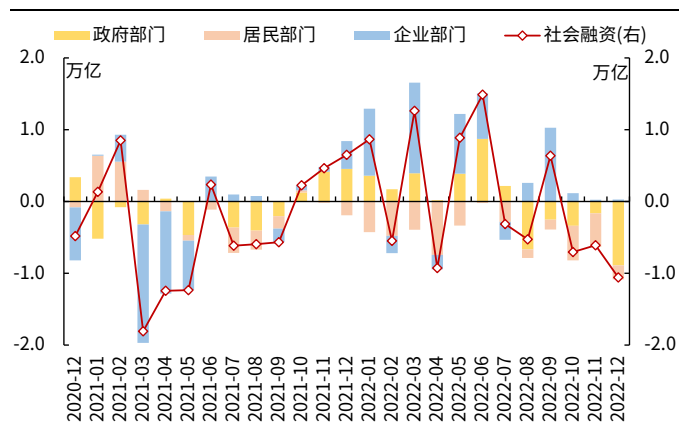
图1：政府和企业债券净融资明显拖累12月新增社融



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年12月

图2：政府部门净融资同比收缩是12月新增社融最大拖累



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年12月

2、企业中长期新增信贷持续放量

政府端，在预算约束和融资节奏前置的影响下，12月政府部门净融资同比大幅收缩，成为12月新增社融最大的拖累来源。政府部门的年度净融资额由于受到预算等限额约束，相对来说是较为透明的，为3.37万亿元的赤字额度，3.65万亿元的专项债新增额度，以及5000亿元地方专项债结存限额，也就是说，2022年政府部门融资净额大约在7.52万亿元左右。由于2022年政府债券发行节奏整体前置，1-6月地方政府通过专项债净融资34062亿元，基本将全年专项债新增额度发行完毕。因而，从8月份开始政府债券融资开始放缓，并由同比多增转为同比少增，持续对新增社融形成拖累作用。同时，随着5000亿元专项债结存限额在10月底基本发行完毕，12月政府部门净融资对新增社融的拖累作用显著增强。

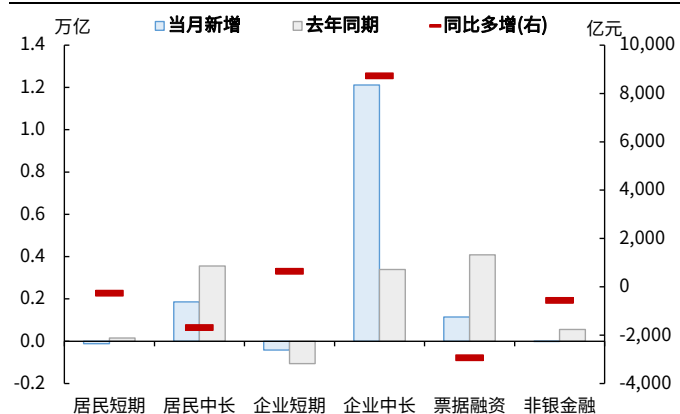
企业端，政策持续发力支持下，企业中长期新增贷款表现持续亮眼，12月企业中长期新增贷款已占新增贷款总额64.48%(6MMA)。12月非金融企业部门新增信贷1.46万亿元，同比多增4451亿元，其中，企业中长期贷款同比多增8717亿元，明显高于往年季节性水平。归因来看，企业中长期信贷的主要驱动，依然来自于基建和制造业投资带动的相关融资需求，以及金融政策加码支持下房地产行业的贷款回暖。

一则，央行数据显示，在9月净新增抵押补充贷款(PSL)1082亿元的基础上，四季度PSL再度净新增5047亿元，支持基建和保交楼融资需求。政策行负债端在获得持续稳定的资金补充后，具有较强的信贷投放意愿，资金投向大概率为房地产和基建领域，在推动基建项目落地的同时，也增加了基建配套中长期贷款需求，对企业部门融资形成持续支撑。

二则，2022年以来，制造业投资持续保持较高增速，在政策驱动下，技改等相关投资需求带动融资需求维持高位。9月28日，人民银行宣布设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业等设备更新改造提供贷款。同时，9月30日，证券时报报道，监管部门鼓励银行进一步加大对制造业中长期贷款、房地产等领域的信贷投放。其中，在制造业中长期贷款方面，要求21家全国性银行8-12月再新增1万亿元至1.5万亿元，各家银行制造业中长期贷款增速原则上不低于30%，进一步带动制造业等相关领域的融资需求。

三则，9月以来，针对房地产行业的托底政策再度加码。央行和银保监会等部委，要求加大对保障性安居工程建设的金融支持，积极支持居民家庭合理的住房贷款需求，增强金融机构个人住房贷款投放能力，继续支持房地产开发企业的合理融资需求。并于11月下发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》(业界简称“金融支持地产16条”)，随后，主要国有银行和股份制银行纷纷调增房企授信额度，支持房地产企业的合理融资需求。

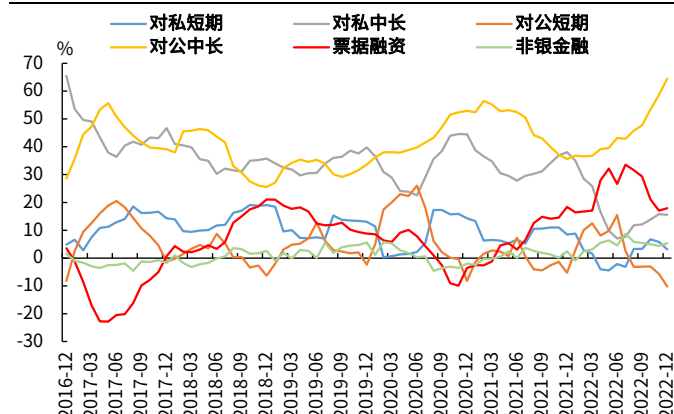
图 3：企业中长期贷款是 12 月新增信贷的主要支撑



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 12 月

图 4：企业中长期贷款在新增信贷中的比例持续上升



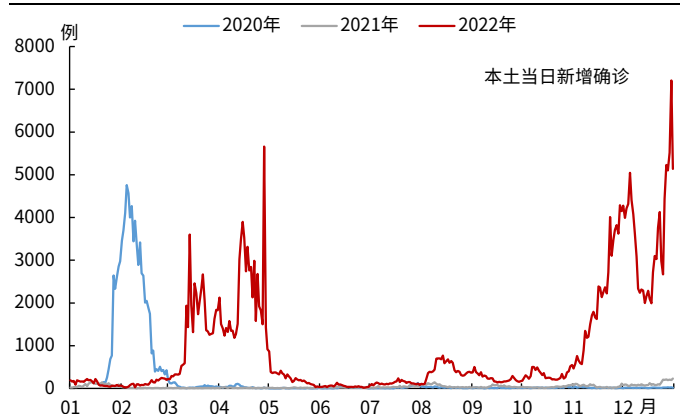
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据说明：图中数据为 6 个月移动均值，数据截至 2022 年 12 月。

居民端，疫情扩散冲击下居民消费和购房意愿低迷，持续拖累消费信贷和按揭贷款。居民部门净融资同比少增 1963 亿元，其中，短期信贷同比少增 270 亿元，中长期信贷同比少增 1693 亿元。

一方面，10 月以来，国内疫情再次呈现多点散发态势，同时，随着 11 月疫情防控政策持续优化，疫情反弹规模日渐走高，对居民消费形成较大扰动，进而拖累居民短期消费信贷需求。

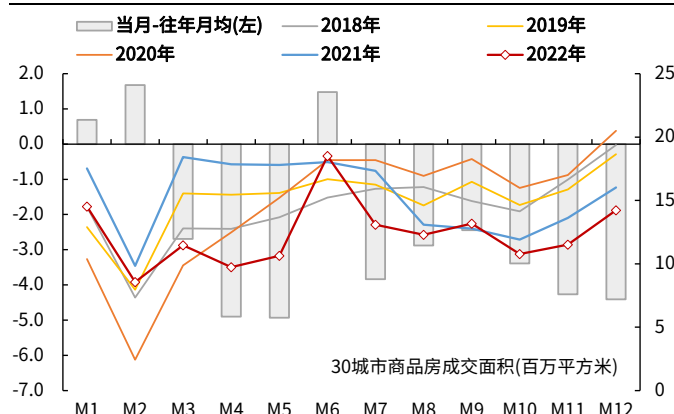
另一方面，从 30 个大中城市的商品房销售数据来看，2022 年以来的商品房销售数据相较往年同期较为疲弱，以个人住房按揭贷款为主的居民中长期贷款延续收缩态势。中指调查数据显示，10 月以来居民置业意愿快速下滑，尤其是房企加大降价促销力度后，多数城市核心区房价出现明显下跌，导致购房者的预期进一步下行，短期入市积极性降至低位，未来仍需时间修复。

图 5：疫情防控优化以来，新增确诊持续大幅攀升



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据说明：2022 年 11 月后数据仅供参考趋势，由于感染人群不再强制检测，实际感染人数要多于披露人数，数据截至 2022 年 12 月 31 日。

图 6：30 大中城市商品房成交面积负缺口持续走阔



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示 2018 年-2021 年当月的均值，数据截至 2022 年 12 月

3、货币供应增速趋缓，信用扩张渐趋企稳

2022 年以来，主动宽货币持续加码，广义货币供应量 M_2 增速大幅攀升，资金利率中枢明显低于政策利率。2022 年以来，国内经济面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力显著增大，人民银行通过调降存款准备金率、向中央财政上缴结存利润、推出多项再贷款以及加大公开市场投放等方式，持续投放基础货币。

在基础货币投放力度加码、政策驱动下信贷扩张以及基数较低等多重因素的助推下，广义货币供应量 M_2 增速，由 2021 年的 9.0% 一度上行至 2022 年 8 月的 12.2%。同时，由于广义货币供应量与实体信用扩张增速轧差持续走阔，资金供给明显高于资金需求，驱动资金利率中枢持续走低，DR007 利率月度均值一度偏离政策利率 61 个基点。

展望 2023 年，主动宽货币力度渐趋缓和，广义货币供应量 M_2 增速有望回落至 9.0% 左右，资金利率中枢向政策利率温和回归。2023 年的国内基本面环境，决定了宏观政策的核心诉求依然在于稳增长，但考虑到疫情达峰后对经济的冲击有望减弱，货币政策的发力强度可能会有所减弱。同时，2022 年在财政发力的过程中，消耗了大量往年财政结余资金和国有企业结存利润，推动了财政存款向私人部门存款的转移，2023 年财政存款向私人部门的转移力度将会明显走弱。

因而，宽货币力度趋缓、财政存款转移走弱，叠加高基数效应，将会共同推动广义货币供应量 M_2 增速显著回落；广义货币供应量与实体信用扩张增速轧差收敛，也将驱动资金利率中枢向政策利率回归。我们预计，2023 年广义货币供应量 M_2 增速约为 9.0% 左右，DR007 利率中枢有望回归至 1.8%—2.0%，10 年期国债收益率高点有望达到 3.0%-3.1%。

图 7：实体信用扩张速度低于货币扩张速度

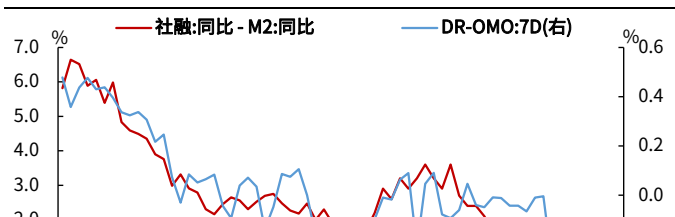
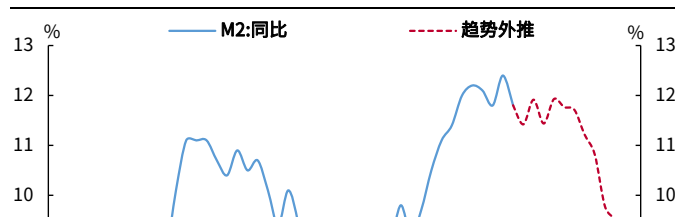


图 8：广义货币供应量 M_2 增速有望回归低位



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_51137

