

宏观动态报告

2023 年 01 月 12 日

信心重于降息

——2022 年社会融资结构分解

核心内容：

社会融资余额增速 9 月以来加速下行，其中信贷增速基本稳定，尤其中长期贷款增速稳中有升，但政府债和企业债增速明显回落。2022 年 12 月，社会融资余额同比增速降至 9.6%。从趋势看上半年增速趋于上行，6 月达到 10.8% 的年内峰值，三季度稳定在 10.6% 左右，四季度明显降速，从 9 月的 10.6% 下行至 12 月的 9.6%。分结构来看，政府债余额增速从 7 月峰值 19.4% 降至 12 月的 13.4%，企业债余额增速从 5 月峰值 10.7% 降至 12 月的 3.6%，形成主要下行力量。人民币贷款增速全年都维持在 11%±0.3% 的区间之前，其中中长期贷款增速在 9 月之前持续低位，9 月之后企稳回升；而短期贷款增速在 9 月之前趋于上行，9 月之后逐渐回落。

从存量结构来看，2022 年企业债收缩较为严重，股票融资稳中有升，政府债和人民币信贷相对稳定。2022 年人民币信贷余额占社会融资余额的 65.3%，相比 2020 年的 57.5% 和 2021 年的 63.6% 都有上升。政府债余额占比 2020 至 2022 年分别为 23.9%、22.4%、22.3%，基本稳定。企业债余额占比 2020 至 2022 年分别为 12.8%、10.5%、6.4%，下降幅度较大。股票融资占比从 2018 年至 2019 年的 1.5% 左右上升至 2020 年的 2.6%，2021 年至 2022 年进一步上升至 3.9% 和 3.7%。其他融资占比从 2018 年的 -4.6% 逐渐回归正贡献，但波动仍然较大，2019 年至 2022 年占比分别为 1.5%、3.2%、-0.4%、2.3%。

追根溯源，房企债务控制是本轮信贷增速下行的起点，也是本轮利率下行的起点；而疫情冲击只是进一步强化了下行趋势。具体而言，2020 年 8 月“三条红线”出台；年末房贷集中度管理，引发贷款余额与企业债余额增速快速下降，利率趋于下行。2021 年下半年个别房企发生债务违约风险；同时叠加疫情冲击，房地产销售急剧下降。多重冲击叠加导致负向循环持续强化，并波及民营企业整体融资和房地产上下游行业，企业债融资显著收缩。现在看，2023 年的逻辑将会反转，一是支持房地产融资的“三支箭”已经出台，二是疫情防控已经进入新阶段，未来将看到人民币贷款与企业债发行逐步恢复，并驱动社会融资增速回升，以及利率回升。

2023 年中国经济将经历从外需到内需，从外生到内生的动力转换，社会融资将相应呈现政府融资、企业融资、居民融资的逐步接力。上半年外需低迷，但居民消费与房地产市场仍在复苏初期，加大宏观政策调控力度成为必然选择。一季度疫情“闯关期”度过之后，居民消费与房地产市场将进一步恢复，逐步带动企业融资与居民融资稳中有升。从具体指标来看，出行数据、房地产销售以及 PPI，可能是领先指标，而工业企业利润、企业债违约率等可能是最终验证指标。

2022 年以来金融机构存款余额增速显著上升。2022 年 8 月以来 M1 增速也加速回落，M2 增速高位波动，与 A 股表现高度相关的 M1-M2 仍在下行。这反映出目前微观主体对于中国经济的前景仍然谨慎，大量资金沉淀为储蓄，而未转化成消费、购房、投资。正如中央经济工作会议所说，明年经济工作千头万绪，要从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作。降息等也应纳入该框架之内，毕竟目前贷款平均利率已经明显下降，房贷降幅也更大一些。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

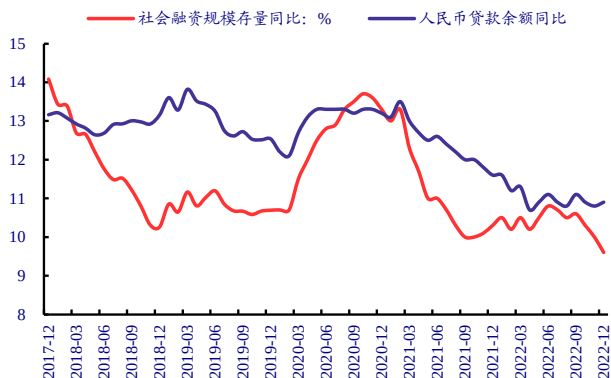
✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：0130522110001

特别鸣谢：于金潼

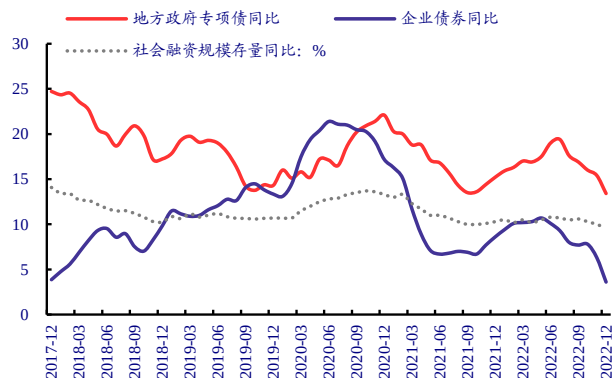
风险提示：地缘政治事件、海外经济衰退、
疫情冲击延长

图 1: 2022 年, 社融增速上半年小幅回升, 下半年再次回落; 信贷增速维持在 11%±0.3% 的区间。



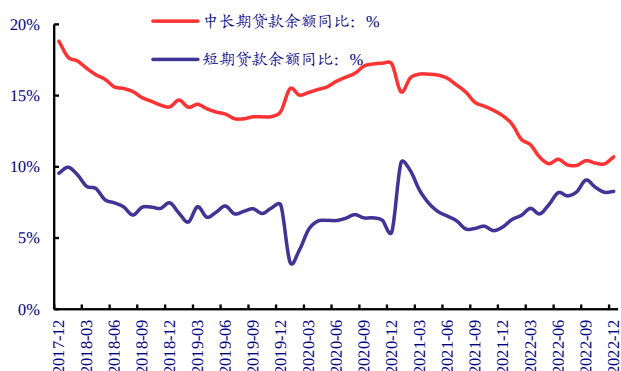
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 2: 2022 年, 上半年政府债、企业债余额增速都趋于上行, 但下半年出现明显回落。



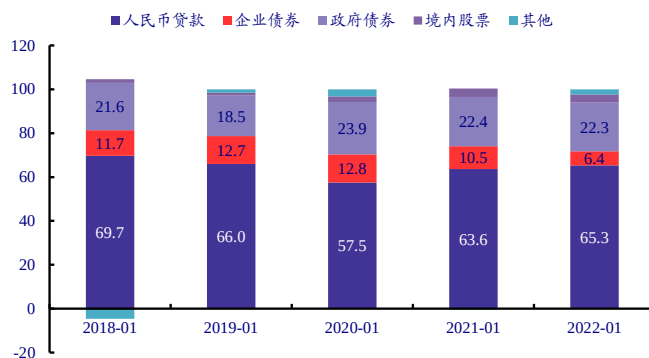
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 3: 2022 年 9 月前短期贷款余额增速上行, 9 月后逐渐回落; 9 月之前中长期贷款余额增速持续低位, 9 月之后企稳回升。



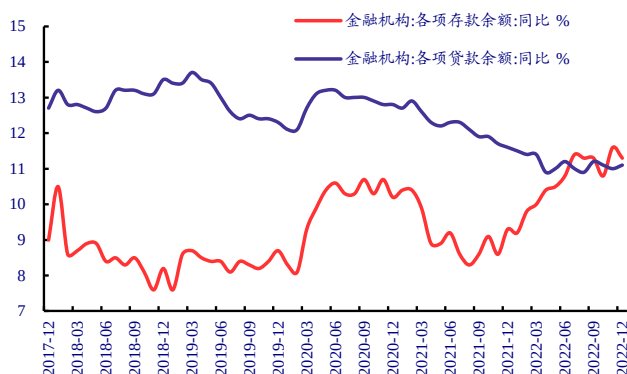
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 4: 过去三年企业债余额占社融比重显著下行, 信贷与政府债占比相对稳定; 股票融资占比过去两年分别为 3.9%、3.7%。



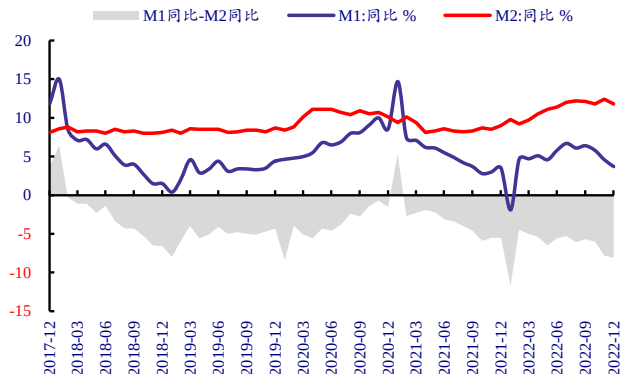
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 5: 2022 年以来金融机构存款余额增速显著上升。



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 6: 2022 年 8 月以来 M1 增速趋于回落, M2 增速高位震荡。



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 2022 年, 社融增速上半年小幅回升, 下半年再次回落; 信贷增速维持在 $11\% \pm 0.3\%$ 的区间。	2
图 2: 2022 年, 上半年政府债、企业债余额增速都趋于上行, 但下半年出现明显回落。	2
图 3: 2022 年 9 月前短期贷款余额增速上行, 9 月后逐渐回落; 9 月之前中长期贷款余额增速持续低位, 9 月之后企稳回升。	2
图 4: 过去三年企业债余额占社融比重显著下行, 信贷与政府债占比相对稳定; 股票融资占比过去两年分别为 3.9%、3.7%。	2
图 5: 2022 年以来金融机构存款余额增速显著上升。	2
图 6: 2022 年 8 月以来 M1 增速趋于回落, M2 增速高位震荡。	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_51193

