



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《总量宽松狭窄、财政属性鲜明——2023 年度展望之货币政策篇》

《人民币贬值后货政宽松走向何方？——大类资产比价关系研究之六》

2023 年一季度或难有社融“开门红”

——兼论如何看待 1 月份“降息”预期

投资要点:

- **2023 年一季度社会融资规模或难有开门红。**假设 2022 年新增社融占 GDP 的比例将保持在 28.50%、2023 年 GDP 同比增长 5.0%，2023 年新增社融规模或为 33.7 万亿，对应 2023 年末社会融资规模存量增速为 9.80%，和 2022 年底 9.60% 的水平相比继续属于窄幅波动的局面。
 - 从季度新增规模来看，根据社融增长的季节性规律，预计 2023 年一季度社会融资规模新增 11.0 万亿，和 2021 年相比同比少增近 9 千亿元规模，对应社融存量同比增速或进一步降至 9.07%，社融增长或难言“开门红”。
 - **2023 年驱动信用扩张的因素或出现从政策主导的“泛财政”因素向经济内生动能增长的切换，核心点或是制造业和房地产行业融资。**从制造业来看，继续在政策性开发性金融工具配套融资、设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策等三方面发力，并且信贷投放节奏要“适度靠前发力”；从房地产来看，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”等四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，**房地产企业经营性现金流的改善就有赖于房地产销售端的改善，这直接指向居民部门中长期贷款是否能够恢复增长态势。**
- **3. 2023 年一季度是否“降息”：必要性 V.S. 充分性。**从利率互换市场隐含降息预期看，市场尚未形成“降息”的一致性预期。我们认为在 2022 年全年金融统计数据发布之后，至少在 2023 年 1 月份调降 MLF 利率和 LPR 报价的必要性在下降：
 - 在摆脱疫情扰动后，经济复苏趋势确定性愈高的基本面环境下，贷款或延续总量稳健增长态势，宽松政策加码的诉求不高；
 - 2023 年元旦之后，2022 年 5 年期以上 LPR 报价累积下调的幅度陆续转化为存量贷款重定价，2023 年一季度实际上还受惠于 2022 年宽松政策的降成本效应，实际贷款利率调降的必要性或还需要观测宽松政策的余波效应。
- **风险提示：**(1) 2023 年 CPI 同比增速的上行风险还未消散，尤其是人民银行最担忧的通胀预期扩散、导致 PPI 的累积涨价压力向中下游传导，带动通货膨胀压力上行；(2) 2023 年中美货币政策周期背离是否会收敛，2022 年人民币汇率贬值压力从外部均衡方面约束了“降息”，牵制了货币政策宽松空间，2023 年中美货币政策周期背离时段若延长，或继续增加货币政策约束条件；(3) 2023 年经济周期复苏的进程受到新冠病毒感染还存在反复的影响，如果反复感染继续阻碍人员流动，经济复苏进程存在间断的风险。

内容目录

1. 2022 年金融统计平淡“收官”	3
2. 2023 年一季度社融或难有“开门红”	7
3. 2023 年一季度是否“降息”：必要性 V.S. 充分性	8
4. 风险提示	10

图表目录

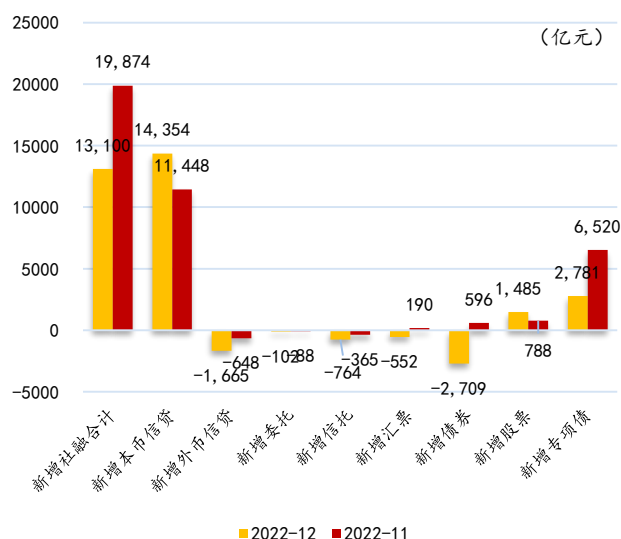
图 1：2022 年 12 月新增社会融资规模构成	3
图 2：2022 年 12 月新增人民币贷款构成	3
图 3：内生融资需求同比增速降至 2021 年二季度以来低点	3
图 4：2022 年 12 月社融与贷款增速“劈叉”	3
图 5：内生融资需求同比增速降至 2021 年二季度以来低点	6
图 6：1 年期 LPR 报价预期下降不足最小步长	8
图 7：货币市场利率继续预期资金最宽松的时候已经过去	8
表 1：2018 年以来央行召开货币信贷形势座谈会	4
表 2：2023 年社会融资规模增长预测更新	7

2022 年金融统计数据收官，截至 2022 年 12 月底，社会融资规模存量同比增长 9.60%、金融机构口径贷款同比增长 11.10%、M2 同比增长 11.80%。基于 2022 年金融统计数据，我们更新对 2023 年社融增长的观点。

1. 2022 年金融统计平淡“收官”

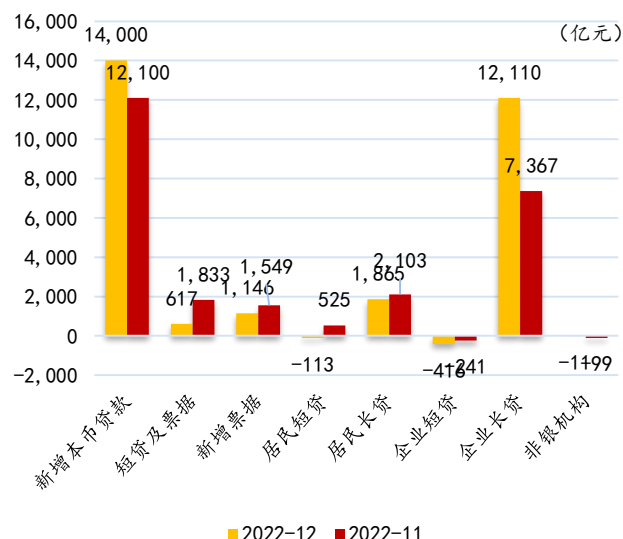
2022 年金融统计数据收官略平淡、总体风格延续政策支撑贷款投放的色彩。2022 年 12 月社会融资规模增量为 1.31 万亿元，比上年同期少增 1.05 万亿元，其中本币贷款实现同比多增 4004 亿元。我们在专题报告《疫情的两个超预期如何影响短期经济？》中认为拖累新增社会融资规模的主要变量是政府债券融资和企业债券融资，从实际数据来看，我们还是低估了企业债券融资的影响。

图 1：2022 年 12 月新增社会融资规模构成



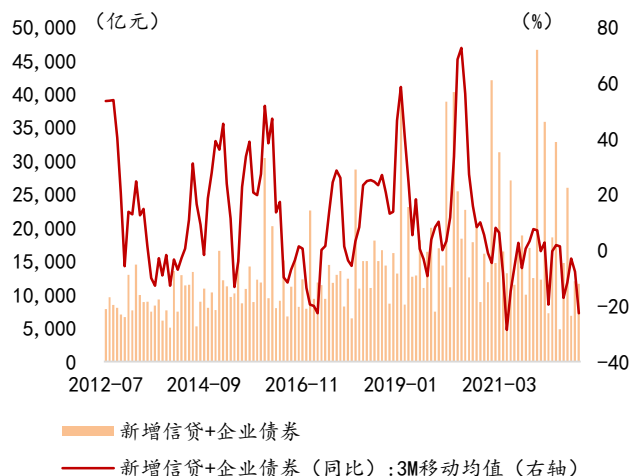
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2022 年 12 月新增人民币贷款构成



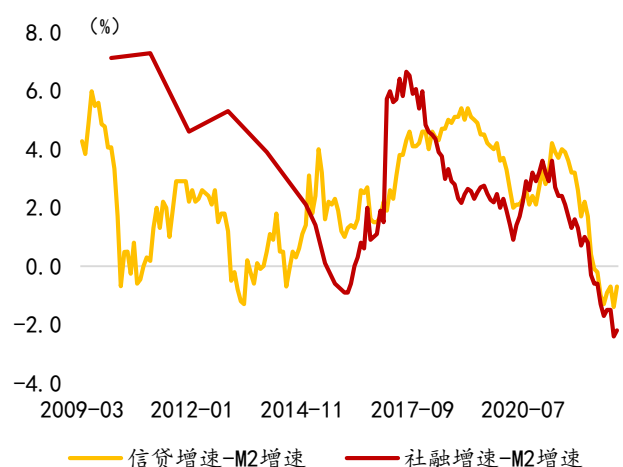
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：内生融资需求同比增速降至 2021 年二季度以来低点



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2022 年 12 月社融与贷款增速“劈叉”



资料来源：Wind，德邦研究所

2022 年“泛财政”因素驱动信用扩张、2023 年关注制造业和房地产融资变化。2022 年 12 月社融和贷款“收官”数据基本延续了 2022 年下半年以来的特征：（1）政府债券融资等财政因素驱动社会融资变化，2022 年 12 月政府债券融资同比少增是拖累社融增速的一大因素；（2）居民部门和企业部门继续分化，房地产销售继续低迷，居民部门贷款需求继续走弱，以“本币贷款+企业债券”融资表征的经济内生融资需求依旧低迷，2022 年 12 月份企业中长期贷款同比多增或也受到“债券融资转贷款”的影响；（3）2022 年下半年新增的政策性开发性金融工具、“保交楼”专项贷款和制造业设备更新再贷款等专项在拉动贷款总量稳健增长方面发挥了较大作用。统合来看，2022 年末的社融少增和贷款多增，延续了去年下半年“泛财政”因素的影响，经济内生性的宽信用效应并未显现。

表 1：2018 年以来央行召开货币信贷形势座谈会

时间	当前信贷形势	会议内容	会议要求
2023.01.10		保持对实体经济的信贷支持力度，加大金融对国内需求和供给体系的支持，做好对基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展等重点领域的金融服务，保持房地产融资平稳有序，推动经济运行整体好转，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步提供有力的金融支持。	主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力……及时跟进政策性开发性金融工具配套融资，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，力争形成更多实物工作量。要继续用好碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、交通物流专项再贷款等结构性货币政策工具，不断完善对重点领域和薄弱环节的常态化支持机制。用好普惠小微贷款支持工具等优惠政策，加力支持小微市场主体恢复发展。当前还要全力支持重点医疗物资生产保供企业的合理资金需求。
2022.11.21		全力做好稳投资促消费保民生各项金融服务，加大对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业群体的信贷支持力度，全力推动经济进一步回稳向上。	全国性商业银行要增强责任担当，发挥“头雁”作用，主动靠前发力。要用好政策性开发性金融工具，扩大中长期贷款投放，推动加快形成更多实物工作量，更好发挥有效投资的关键作用。发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力，积极支持制造业和服务业有效需求。要进一步加大对小微企业、个体工商户、货车司机等市场主体的支持力度，按照市场化原则积极支持符合条件的普惠小微企业贷款延期还本付息，主动向实体经济减费让利。
2022.08.22		加大稳健货币政策实施力度，兼金融系统要进一步提高政治站位，顾短期和长期、经济增长和物价位，增强责任感，全面落实疫情稳定、内部均衡和外部均衡，支要防住、经济要稳住、发展要安支持统筹疫情防控和经济社会安全的要求，将党中央、国务院各展。各主要金融机构主动担当作项决策部署落实落细，保持经济为，加大信贷投放力度，有力支运行在合理区间，以实际行动迎持了二季度经济实现正增长。接党的二十大胜利召开。	主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维，充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性。要增加对实体经济贷款投放，进一步做好对小微企业、绿色发展、科技创新等领域的信贷支持工作。要保障房地产合理融资需求。要依法合规加大对平台经济重点领域的金融支持。政策性开发性银行要用好政策性开发性金融工具，加大对网络型基础设施建设、产业升级基础设施建设、城市基础设施建设、农业农村基础设施建设、国家安全基础设施建设等重点领域相关项目的支持力度，尽快形成实物工作量，并带动贷款投放。要坚持市场化、法治化原则，统筹信贷平稳增长和防范金融风险之间的关系。
2022.05.23	精准发力、靠前发力，及时推出并有序实施一系列金融政策举措，支持统筹疫情防控和经济社会发展。各金融机构主动作为，一季度货币信贷保持平稳增长，有力支持了今年经济金融平稳开局。	加大实体经济支持力度，全力以金融系统要用好用足各种政策工具，从扩增量、稳存量赴稳住经济基本盘。国家开发银两方面发力，以适度的信贷增长支持经济高质量发展。行、政策性银行要充分发挥补短要聚焦重点区域、重点领域和点行业，围绕中小微企业、跨周期调节的作用，大型国业、绿色发展、科技创新、能源保供、水利基建等，加有商业银行要主动发力、多作贡大金融支持力度。要落实政策要求，保持房地产信贷平献，股份制银行要充分挖掘潜力，稳增长，支持中小微企业、个体工商户、货车司机贷款大型城商行要发挥区位优势，共和受疫情影响严重的个人住房、消费贷款等实施延期还同加大对重点领域和薄弱环节的本付息。要加快已授信贷款的放款进度。要坚持市场化信贷支持。各主要金融机构要切原则，平衡好信贷适度增长和防范金融风险之间的关实承担主体责任，调动行内各方系，提升金融支持实体经济的可持续性。	

		面力量,高效对接有效信贷需求,强化政策传导。	
		要主动作为,尽快落实国务院常务会议提出的各项金融政策,将	
2022.05.23	加大稳健货币政策的实施力度,今年普惠小微贷款支持工具额度降准、上缴央行结存利润、引导和支持比例增加一倍,引导和支持地方金融机构加大贷款投放,优化信贷结构,降低融资成本,进一步加大对中小微企业和重点区域、重点领域和薄弱环节,加快对接新的有效信贷需求。	在落实好已出台政策的同时,抓紧谋划和推出增量政策,引导金融机构全力以赴加大贷款投放力度,增强信贷总量增长的稳定性,积极挖掘新的项目储备,聚焦重点领域和薄弱环节,加快对接新的有效信贷需求。	
2021.12.16	稳健的货币政策灵活精准、合理适度,货币信贷和社会融资规模合理增长,信贷结构进一步优化,综合融资成本稳中有降,金融对实体经济支持力度稳固。	主体保就业,与金融机构共同担负起金融支持稳住宏观经济大盘的重任。	坚持稳字当头、稳中求进,实施好稳健的货币政策。要加大跨周期调节力度,统筹考虑今明两年衔接,保持流动性合理充裕,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,遵循市场化、法治化、国际化原则,增强信贷总量增长的稳定性,稳步优化信贷结构,保持企业综合融资成本稳中有降态势,不断增强服务实体经济能力。
2021.08.23	稳字当头,稳健的货币政策灵活精准、合理适度,搞好跨周期政策设计,保持了政策连续性、稳定性、可持续性,科学管理市场预期,坚持服务实体经济,贷款平稳增长,信贷结构优化,社会综合融资成本稳中有降。	坚持稳中求进工作总基调,完整、准确、全面贯彻新发展理念,深化供给侧结构性改革,加快构建新发展格局,推动高质量发展。统筹做好今明两年宏观政策衔接,保持货币政策稳定性,增强前瞻性、有效性,把服务实体经济放到更加突出的位置,以适度的货币增长支持经济高质量发展,助力中小企业和困难行业持续恢复,保持经济运行在合理区间。	要继续做好跨周期设计,衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作,加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度,增强信贷总量增长的稳定性,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。要坚持推进信贷结构调整,加大对重点领域和薄弱环节的支持,使资金更多流向科技创新、绿色发展,更多流向中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体。要促进实际贷款利率下行,小微企业综合融资成本稳中有降。要继续推进银行资本补充工作,提高银行信贷投放能力。
2019.11.19	2019年以来金融部门不断加大实体经济支持力度,稳健货币政策松紧适度,货币政策传导效率提升,M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配并略高一些,体现了强化逆周期调节的要求,为实现“六稳”和经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境。贷款平稳增长,支持实体经济力度稳固。信贷结构优化,社会融资成本稳中有降,服务实体经济提质增效。	坚持发展是第一要务,坚持金融服务实体经济,实施好稳健的货币政策,加强逆周期调节,加强结构调整,进一步将改革和调控、短期和长期、内部和外部均衡结合起来,用改革的办法疏通货币政策传导,发挥好银行体系为实体经济提供融资的关键作用,促进经济金融良性循环。	要继续强化逆周期调节,增强信贷对实体经济的支持力度,保持广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配,促进经济运行在合理区间。要优化金融资源配置。要发挥好贷款市场报价利率对贷款利率的引导作用,推动金融机构转变贷款定价惯性思维,真正参考贷款市场报价利率定价,促进实际贷款利率下行。要继续推进资本补充工作,提高银行信贷投放能力。
2018.11.16	从近期货币信贷情况和主要金融数据分析看,当前货币信贷总体保持平稳增长,今年前10个月人民币新增贷款同比多增2.02万亿元,多增额是2017年全年的2.3倍,金融对实体经济的支持力度总体上进一步加大。特别是,民营和小微企业融资状况有所改善,前10个月普惠口径小微企业贷款增量和增速同比双双提高。		要坚持“两个毫不动摇”,切实贯彻落实好精准调控和信贷政策要求,大力支持民营和小微企业发展。今年以来,在党中央、国务院正确领导下,人民银行采取了一系列政策措施,通过信贷、债券、股权“三支箭”,有力支持实体经济。金融机构要深入领会政策意图,用好、用足这些正向激励措施,进一步加大对民营和小微企业的金融支持,并保持其商业可持续性。

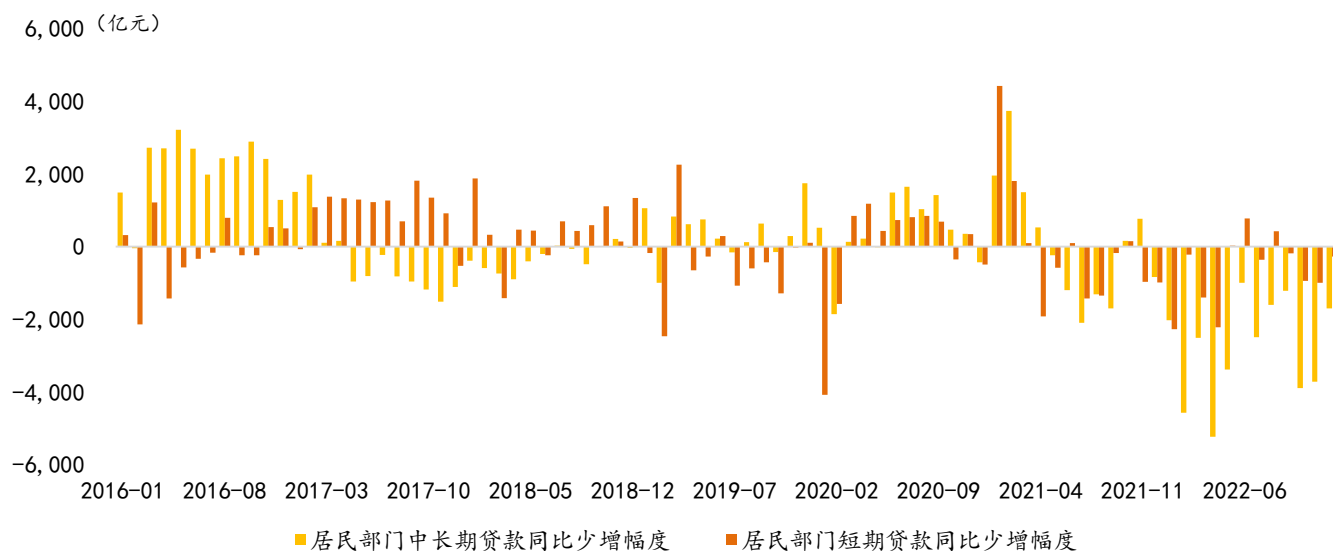
资料来源:中国人民银行,德邦研究所

进入2023年,驱动信用扩张的因素或出现从政策主导的“泛财政”因素向经济内生动能增长的切换,核心点或是制造业和房地产行业融资。就在2022年度金融统计数据发布当日,人民银行和银保监会召开主要银行信贷工作座谈会,回

回顾 2018 年以来的座谈会历史发现，每年的 8 月和 11 月是惯常的时点，但是在 1 月份召开还是 2018 年以来的首次，并且如果将 2023 年 1 月份看做 2022 年的尾部，那么 2022 年自然年度召开 4 次，连同 2023 年 1 月份短时间内将共计召开 5 次。2023 年 1 月份信贷形势座谈会，实际就制造业和房地产融资两方面做出工作布置，和 2022 年 11 月份相比，房地产方面的内容占到篇幅的近半，凸显房地产融资的紧迫性。

从制造业来看，1 月份座谈会要求继续在政策性开发性金融工具配套融资、设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策等三方面发力，并且信贷投放节奏要“适度靠前发力”，2022 年铺排的各种专项再贷款继续处于常态化投放阶段，2023 年货币政策结构性工具或在制造业和服务业等企业中长期贷款投放方面继续发力，贷款保持总量增长态势的概率较高；从房地产来看，除了“保交楼专项借款”、“保交楼贷款支持计划”和“第二支箭”等政策工具内容之外，1 月份座谈会上着重提及优质房企资产负债表改善计划，后续将开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，“综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间”，无论是政策内容、政策落地方式还是政策目标均有较为明确的规定，房地产企业融资性现金流的改善依赖企业融资“三支箭”的刺激作用，但是房地产企业经营性现金流的改善就有赖于房地产销售端的改善，这直接指向居民部门中长期贷款是否能够恢复增长态势。

图 5：内生融资需求同比增速降至 2021 年二季度以来低点



资料来源：Wind，德邦研究所

我们预计随着 2022 年“泛财政”因素对信用扩张的支撑作用式微，2023 年疫情影响消退之后，消费等内生增长动能、房地产销售的修复状态以及各类专项再贷款带动制造业融资增长或是影响信用扩张最主要的变量。在“保交楼”等各项融资政策之外，房地产企业经营性现金流是否会随着销售修复而好转是宽信用至关重要的因素。

2. 2023 年一季度社融或难有 “开门红”

我们曾经在 2023 年度展望之 FICC 篇《流动性或“三重收敛”、股票优于债券优于商品》中对 2023 年社会融资规模增长做出判断，当时我们预计 2023 年全年新增社会融资规模 35.90 万亿元左右，截至 2023 年底社会融资规模存量同比增速或降至 10.30%，这一自上而下的判断基于两个假设：（1）2022 年 GDP 增速达到 4.0%、2023 年 GDP 增速为 5.0%¹；（2）2023 年新增社会融资规模占 GDP 增量的比例保持在 30% 左右。但是随着报告之后时间推移，更多经济增长的线索浮出水面，对 2023 年宏观流动性的判断也应随之调整。

表 2：2023 年社会融资规模增长预测更新

	一季度	二季度	三季度	四季度
新增社会融资规模	11.0 万亿	8.60 万亿	8.17 万亿	6.0 万亿
社融存量同比增速	9.07%	8.82%	9.19%	9.80%
假设：	（1）2022 年 GDP 增长 2.50%、2023 年 GDP 增长 5.0%； （2）2023 年新增社会融资规模占 GDP 比例为 28.60%。			

资料来源：中国人民银行，德邦研究所测算

2023 年一季度社会融资规模或难有开门红。2022 年新增社会融资规模为 32 万亿，根据我们在专题报告《疫情的两个超预期如何影响短期经济？》中的估计，如果 2022 年全年 GDP 增长 2.50%，那么 2022 年新增社融占 GDP 的比例将保持在 28.50%，和 2021 年新增社融占 GDP 比例 28.61%，以及疫情之前 2019 年 28.73% 的比值基本持平，除却 2020 年由于疫情突发导致新增社融占 GDP 比例跳升至 38.30% 之外，其余年份新增社融和 GDP 的比例较为稳定，我们认为 2023 年或维持与 2019 年、2021 年-2022 基本持平的水平。假设 2023 年 GDP 同比增长 5.0%，那么对应新增社融规模或为 33.7 万亿，对应 2023 年末社会融资规模存量增速为 9.80%，和 2022 年底 9.60% 的水平相比继续属于窄幅波动的局面。从季度新增规模来看，根据社融增长的季节性规律，预计 2023 年一季度社会融资规模新增 11.0 万亿，和 2021 年相比同比少增近 9 千亿规模，对应社融存量同比增

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_51224

