

周度经济观察

——居民缩表延续，政策预期改善

袁方¹束加沛（联系人）²章森（联系人）³

2022 年 12 月 13 日

内容提要

11 月社融数据延续此前总量回落、结构分化的特征。除了此前居民部门缩表的影响延续外，居民赎回理财的行为也形成了冲击，表现为存款显著多增、债券市场信用利差大幅攀升、企业债券融资下行，这一影响或将在 12 月延续。

中央政治局会议表明决策当局将稳增长放到更为重要的位置上，宏观政策正在转向积极，疫情、地产、行业监管政策的调整未来有望对宏观经济和资本市场形成积极影响。

12 月美联储议息会议大概率会将加息幅度从 75BP 降至 50BP，并且可能将新一期经济预测摘要（SEP）中，对明年底的政策利率预测从 4.6% 提升至 5.1%，这意味着明年 2 月和 3 月或许还将继续加息 50BP 和 25BP，而降息的启动可能在 2024 年。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

² 联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

³ 联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、现实经济仍然偏弱

11 月 PPI 环比为 0.1%，较上月回落 0.1 个百分点；PPI 同比-1.3%，持平上月。

分项来看，煤炭、石油、有色金属等行业价格环比上行，黑色金属下行，同期印刷、医药、纺织等中下游行业价格表现依然偏弱，消费需求不足的影响还在延续。

12 月以来南华工业品指数延续震荡，短期内 PPI 或将环比走平，基数效应使得 PPI 同比可能触底回升。而从中期来看，在需求侧，海外加息对需求的抑制已经对包括中国在内的东亚经济体产生显著负面影响。

同时国内房地产行业流动性问题出现改善迹象，但考虑到当下企业仍然在修复融资渠道，投资大幅回升难以期待，房地产投资对大宗商品需求仅有边际回升。明年稳增长政策还将在基建领域发力，但增速或难进一步提升。

总体而言，在全球需求走弱的背景下，本轮全球大宗商品价格的下行的过程可能还未结束，但中国经济触底回升可以预期，中国主导的黑色链条价格下行空间不大。此外，供应偏紧的状态可能使得本轮大宗商品价格的底部高于以往。

11 月 CPI 同比 1.6%，较上月回落 0.5 个百分点；环比下降-0.2%，弱于过去五年的环比均值；核心 CPI 同比 0.6%，持平上月。CPI 中大部分分项弱于往年同期水平。

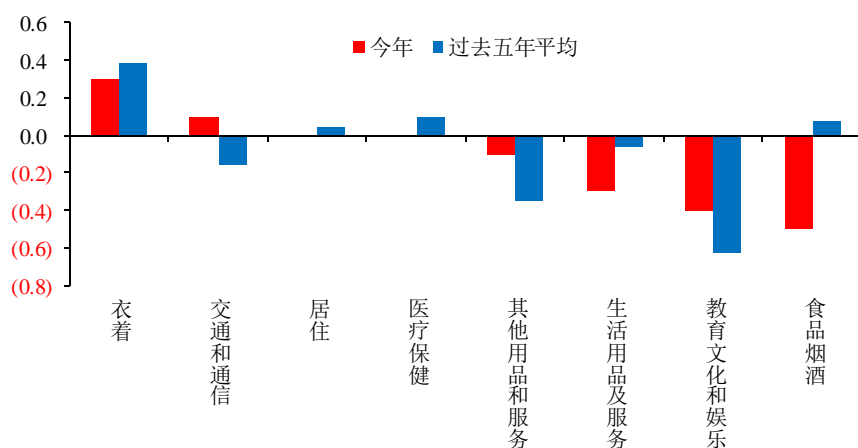
由于 11 月猪肉和鲜菜价格大幅回落，显著弱于季节性，导致食品分项大幅拉低 CPI，如我们此前在《中国通胀形成机制的几点观察》中的讨论，近年以来通胀预期-存货传导机制失效，中国和发达国家一样，食品项价格逐渐成为和经济无关的噪音项。

更值得关注的是核心通胀，由于当下疫情扰动，居民消费需求被显著抑制，核心通胀始终偏低。如居住、衣着、医疗分项也普遍弱于季节性。

总体来看，在总需求偏弱的背景下，CPI 同比表现偏弱，四季度 CPI 同比增速总体在 2% 附近波动。

相比于海外高通胀的环境而言，国内疫情的反复、房地产行业的减速对通胀形成压制。在此背景下，国内央行货币政策将更多聚焦于实体经济的变化，这意味着流动性环境的宽松在未来有望维持。

图1: CPI 细项环比, %



数据来源: Wind, 安信证券

中共中央政治局 12 月 6 日召开会议，分析研究 2023 年经济工作。

从总体基调上，会议认为“明年是全面贯彻落实党的二十大精神开局之年。”因此，在经济工作方面，需要“更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，……突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作……推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长”。

这和往年相比定调更加积极，今年经济受到疫情和房地产的冲击巨大，明年地产、疫情政策的调整有望延续，经济回升的确定性在提升。

在宏观政策方面，指出“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”，同样显著较去年更积极，但考虑到房地产市场走弱加剧地方政府偿债压力，广义财政积极程度或难进一步提升。政策发力点还是在于从供给侧解决房地产流动性问题，使行业恢复到正常运行轨道。这一方面需要融资的积极支持，另外也需要对保交楼的及时救助。

在房地产方面，本次会议并未提及，但从历史上看，2018 和 2019 年 12 月的政治局会议同样未提及房地产，但在随后的中央经济工作会议均延续了“房住不炒”的基调。预计今年或将是同样的表述方式。

在激励机制方面，提出了“要坚持真抓实干，激发全社会干事创业活力，让干部敢为、地方敢闯、企业敢干、群众敢首创”，与往年相比提法较新，或许诸如互联网的绿灯政策有望出台。

总体而言，考虑到近期政策的转向和政治局会议的定调，明年宏观经济将从疫情和地产冲击的阴影中逐步复苏，宏观政策将更多聚焦于稳定经济增长。

二、信贷需求低迷，政策预期改善

2022 年 11 月份社会融资规模增量为 1.99 万亿元，比上年同期少 6109 亿元；余额同比 10%，较上月回落 0.3 个百分点。企业债、贷款和政府债券净融资同比少增是拖累社融的主要因素。

从社融结构上看，11 月人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比少增 1573 亿元，政府债券净融资 6520 亿元，同比少 1638 亿元，最主要的减少来自于企业债券净融资减少，企业债券净融资 596 亿元，同比少 3410 亿元。非标融资同比多增 2275 亿元，是主要支撑项。

信贷少增主要源于居民部门偏低的风险偏好，居民提前还贷的行为延续，房地产销售同样延续低位。

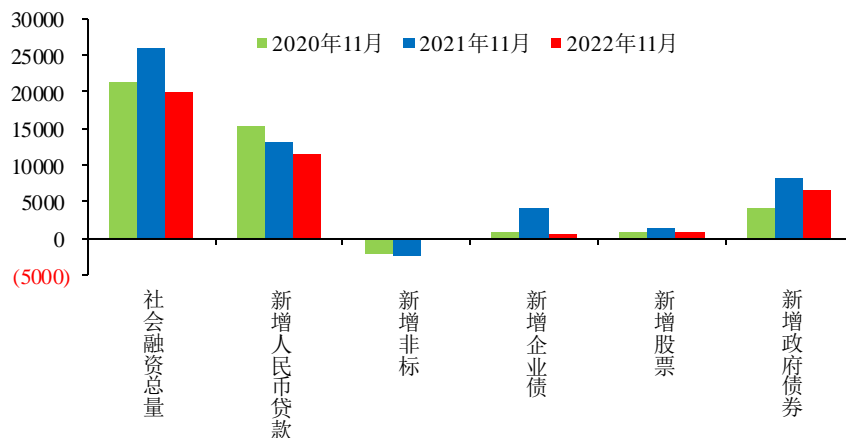
政府债券净融资同比少增早在预期当中，由于专项债发行前置，8月后一直同比少增，拖累社融。

本月企业债券融资同比大幅少增，信用债市场的调整导致信用利差大幅上行，进而对一级市场产生负面影响，导致企业债券发行受阻。

总体上，当下还是处于居民信用收缩阶段，总体上信用扩张缓慢。

往后看，12月以来信用债市场的调整还在延续，银行利差破净与赎回的螺旋仍然没有结束的迹象，企业债券融资或将延续拖累。疫情扩散蔓延也对居民购房和心理形成冲击，居民部门恢复扩表仍需等待。

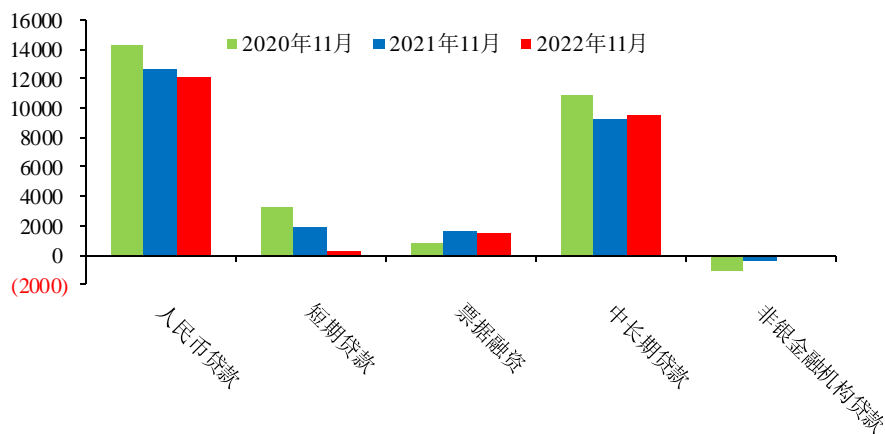
图2：近三年11月份社融分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

11月份人民币贷款增加1.21万亿元，同比少增596亿元；余额同比11%，较上月回落0.1个百分点，居民和企业的分化还在延续。

图3：近三年 11 月份信贷分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

分结构看，短期贷款是主要拖累。

中长期贷款较去年同期多增 232 亿元。其中居民部门中长期贷款增加 2103 亿元，同比少增 3718 亿元，房地产销售偏弱和居民提前还贷这两大因素还在延续。企业部门中长期贷款同比多增 3950 亿元，企业短期贷款同比多减 651 亿元，反映了银行在稳增长政策下，加大贷款投放力度，考虑到私人部门广泛存在缩表，新增中长期贷款或与保交楼、基建和国有企业相关，政策性银行贷款也有推动。

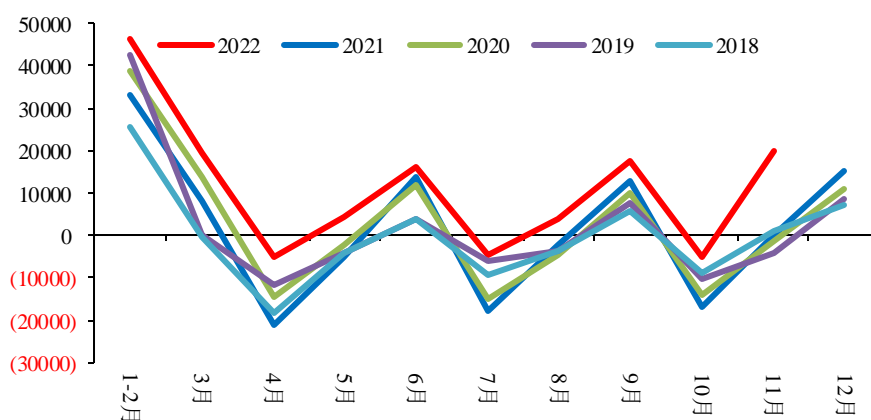
观察居民部门存款和贷款情况，显著较往年存款多增，贷款少增，两者差值始终高于往年季节性。这一现象在今年一直显著，仅在 6 月短暂好转，此后一直偏弱。

11 月这一趋势得到进一步加强，我们认为，相比于贷款少增，存款在 11 月出现异常增多。这反应了居民在理财破净的背景下，赎回理财后重新存回银行，表现为居民存款异常增加。

在这个角度上看，信用债市场的波动属于短期，银行获得资金后又重新再配置出去，考虑到信贷需求偏弱，配置到债券市场是必然的选择。在此期间摩擦成本是近期信用债市场波动的主要原因。

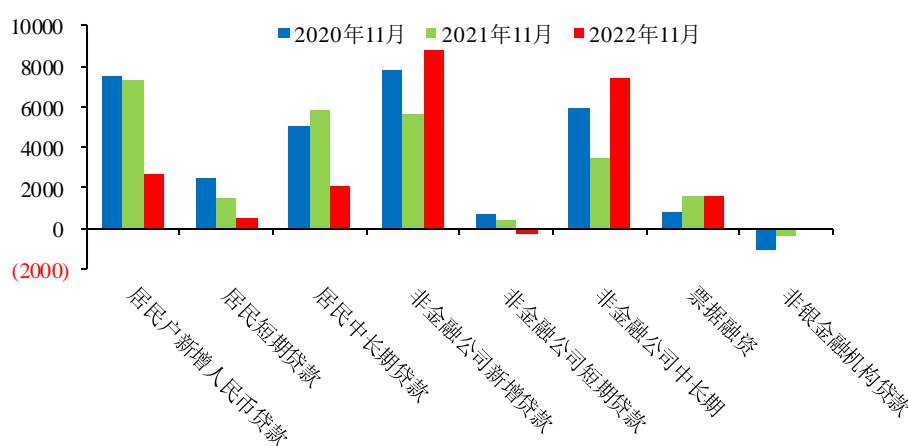
往后看，面对疫情冲击，居民的保守心态可能还将持续一段时间。随着疫情高峰过去，居民的生活重回正常，叠加房地产市场修复，居民或将缓慢开启扩表。

图4：居民存款与贷款轧差，亿元



数据来源：Wind，安信证券

图5：近三年11月份居民与非金融企业部门信贷，亿元



数据来源：Wind，安信证券

总体而言，11月的社融和信贷数据总量回落，结构分化。总量回落主要是受到信用债市场波动和居民缩表的影响。

站在中期来看，伴随疫情防控政策的放松、房地产流动性压力的解除，居民部门的资产负债表将从收缩状态转入扩张状态，这一扩张有助于实体经济的恢复，以及权益市场的上涨。尽管未来一个季度，生产生活秩序遭受的冲击，可能会使得实体部门资产负债表扩张的进程受阻，但在方向上这一过程的趋势难以被逆转。因此从中期的维度来看，今年权益市场受到的疫情、地产、美联储加息、地缘政治的冲击在明年有望逐步消退甚至逆转，在此背景下，权益市场的中枢抬升是值得期待的，短期之内疫情对企业盈利和风险偏好的影响尽管确实存在，但这一力量难以改变市场抬升的方向。

三、关注 12 月议息会议对利率终点的预测

北京时间本周四凌晨，美联储将公布 12 月议息会议决定。作为快速大幅加息的一年（9 个月累计加息 375BP）的最后一次会议，本次会议主要有三大看点：

一是确认开始放缓加息步伐，将本次会议的加息幅度从过去半年维持的 75BP 降至 50BP，在接近限制性利率水平（未知）的时候降低加息速率，等待加息对经济和通胀的滞后效应发生作用。尽管上周美国的 PPI、服务业 PMI 等经济数据，

且日二通胀仍 此外均此问题可定后理 但社人均成台工十以人议嘛去期前出主

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_50072

