

总量研究

2023 年社融增速的支点在哪里？

——2022 年 11 月金融数据点评

要点

事件：11 月人民币贷款新增 1.21 万亿元，前值 6152 亿元；社融新增 1.99 万亿元，前值 9079 亿元，存量同比增速 10.0%，前值 10.3%；M2 增速 12.4%，前值 11.8%。

核心观点：11 月新增社融基本符合市场预期，企业债券净融资收缩是主要的拖累因素。企业端，一方面，流动性因素导致的债券市场波动，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，企业中长期贷款延续景气。居民端，疫情反弹对消费的抑制和购房意愿低迷，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。

展望明年，随着疫情防控政策逐步优化和国内疫情趋于平稳，居民消费和购房意愿有望逐渐回暖。同时，稳增长诉求较强的背景下，政治局会议要求“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，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。预计 2023 年非金融企业、政府和居民部门新增融资，将分别拉动社融增速 6.3、2.3、1.5 个百分点，社融全年增速约在 10.2% 左右，信用周期渐趋平坦。

融资：信用扩张延续平稳。11 月新增社融基本符合市场预期，同比收缩 6109 亿元，企业债券净融资收缩是主要的拖累因素。从融资主体来看，居民和政府部门净融资分别同比少增 4710 亿元和 1638 亿元，是 11 月新增社融的主要拖累项。其中，政府部门净融资同比少增，主要源于今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，则主要源于疫情多点散发下的消费意愿疲弱，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。

展望：明年主动宽货币力度渐趋缓和，广义货币供应量 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。明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，但考虑到经济已经处于温和复苏的趋势之中，货币政策的发力强度可能会有所减弱。同时，今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，明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、财政存款转移力度走弱，叠加高基数效应，将会共同推动广义货币供应量 M2 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 M2 增速约为 9.0% 左右，DR007 利率中枢有望回归至 1.8%—2.0%，国债收益率曲线将进一步平坦化。

明年社融增速有望达到 10.2%，节奏呈现波浪型走势，信用周期渐趋平坦。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。我们预计，企业和居民部门融资，受制于融资监管传导时滞和疫情反复影响，相较往年融资节奏将会呈现出一定程度的后置；政府部门融资节奏将会呈现出一定程度的前置，预计与同样提前下达专项债新增融资额度以及稳增长压力较大的 2020 年和 2022 年节奏相当；在企业和居民部门融资节奏后置，政府部门融资节奏前置的影响下，新增社融相较往年融资节奏将呈现出一定的均衡性，明年社融增速有望呈现波浪型走势，6 月有望达到 9.3% 的全年低点，全年增速有望达 10.2%。

风险提示：政策落地不及预期，本土疫情大范围扩散，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、信用扩张延续平稳.....	3
2、货币供应增速趋缓，信用周期渐趋平坦.....	6
3、风险提示	12

图目录

图 1：本币贷款和债券融资明显拖累 11 月新增社融	3
图 2：居民和政府部门净融资收缩拖累 11 月新增社融	3
图 3：11 月地方政府专项债融资净额明显低于去年同期.....	4
图 4：1-11 月地方政府专项债净融资完成计划的 97%.....	4
图 5：11 月对公中长期贷款延续景气.....	5
图 6：政策性金融持续发力稳定信贷增长.....	5
图 7：10 月以来，本土疫情再次呈现多点散发态势	5
图 8：30 大中城市商品房成交面积负缺口再度走阔	5
图 9：实体信用扩张速度低于货币扩张速度	6
图 10：资金利率中枢二、三季度明显低于政策利率	6
图 11：广义货币供应量 M_2 增速趋势预测	7
图 12：国债收益率曲线有望继续平坦化	7
图 13：2022 年宽货币对社融增速的推动有限	8
图 14：居民部门新增中长期信贷明显弱于往年同期水平	8
图 15：我国非金融部门杠杆率仍有一定加杠杆的空间.....	9
图 16：2023 年宏观杠杆率增幅的合意水平或在 11 pct 左右	9
图 17：我国非金融企业部门杠杆率已处于较高水平	10
图 18：近年来企业部门非房地产行业融资占比震荡上行	10
图 19：我国政府部门杠杆率(含隐性债务)仍处于中性水平	11
图 20：2023 年政府部门新增债务规模约 8.00 万亿元	11
图 21：全年社融增速有望呈现波浪型走势	12
图 22：中国信用周期逐渐平坦化	12

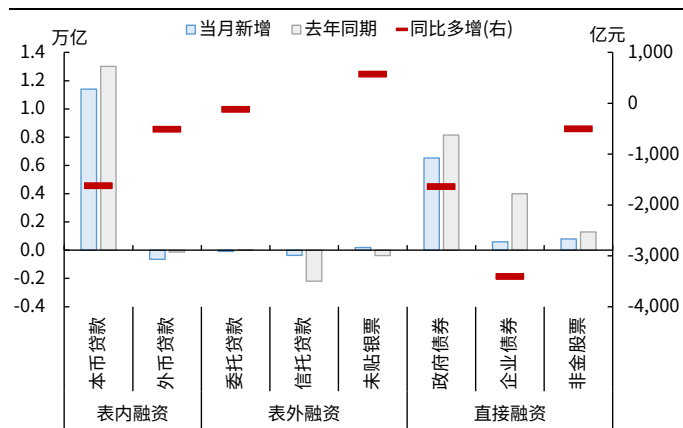
1、信用扩张延续平稳

11月新增社融基本符合市场预期，同比收缩 6109 亿元，企业债券净融资收缩是主要的拖累因素。11月新增社融 1.99 万亿元，基本符合市场预期(Wind 一致预期为 2.17 万亿元)，同比少增 6109 亿元；11月新增人民币贷款 1.21 万亿元，基本符合市场预期(Wind 一致预期为 1.32 万亿元)，同比少增 596 亿元。疫情反复对生产经营和线下消费的扰动，以及房地产市场走势是最大的不确定性来源。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。

从融资方式来看，企业债券净融资同比少增 3410 亿元，政府债券净融资同比少增 1638 亿元，社融口径下的人民币贷款同比少增 1621 亿元，是 11 月新增社融同比收缩的主要推动因素。另外，信托贷款同比多增 1825 亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增 573 亿元，表外融资继续对新增社融形成支撑。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，居民和政府部门净融资分别同比少增 4710 亿元和 1638 亿元，是 11 月新增社融的主要拖累项。其中，政府部门净融资同比少增，主要源于今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，则主要源于疫情多点散发下的消费意愿疲弱，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。

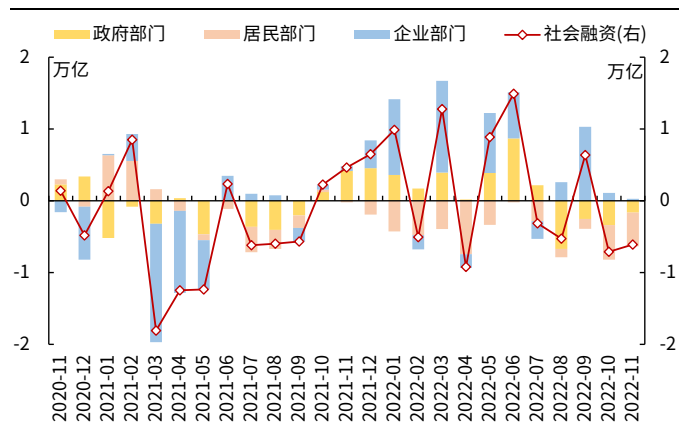
图 1：本币贷款和债券融资明显拖累 11 月新增社融



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月

图 2：居民和政府部门净融资收缩拖累 11 月新增社融



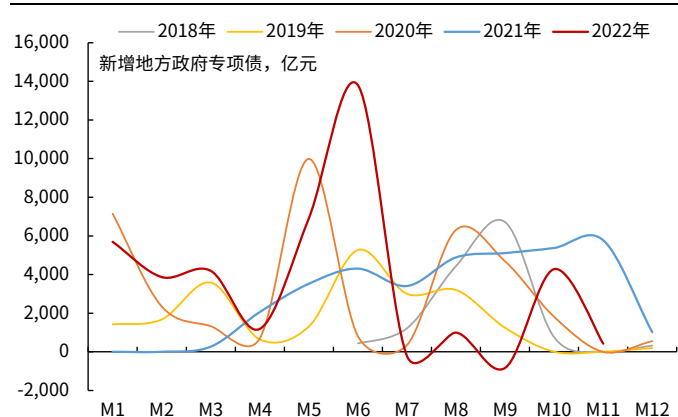
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月

政府端，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，今年政府部门融资净额大约在 7.52 万亿元左右。由于今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 7 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，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，11 月政府部门净融资对新增社融的拖累作用，再度边际走强。

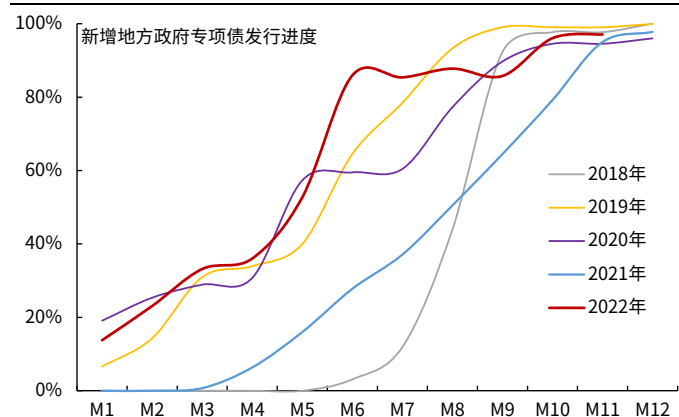
图 3：11 月地方政府专项债融资净额明显低于去年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月

图 4：1-11 月地方政府专项债净融资完成计划的 97%



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月

企业端，11 月非金融企业部门新增信贷 1.13 万亿元，同比少增 1467 亿元，其中，企业中长期贷款同比多增 3950 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，10 月和 11 月 PSL 分别再度净新增 1543 亿元和 3675 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，今年以来，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 5：11 月对公中长期贷款延续景气

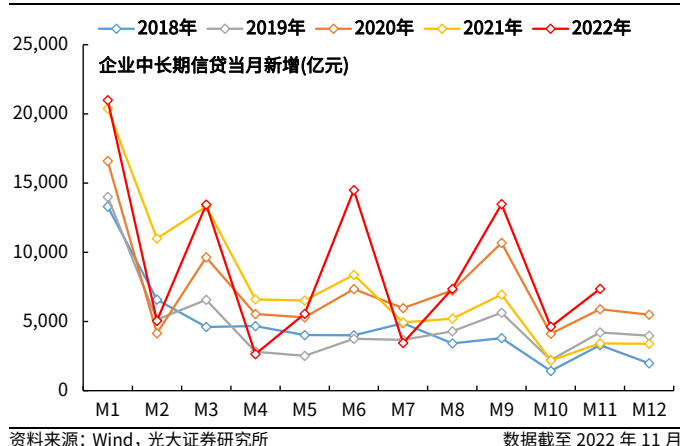
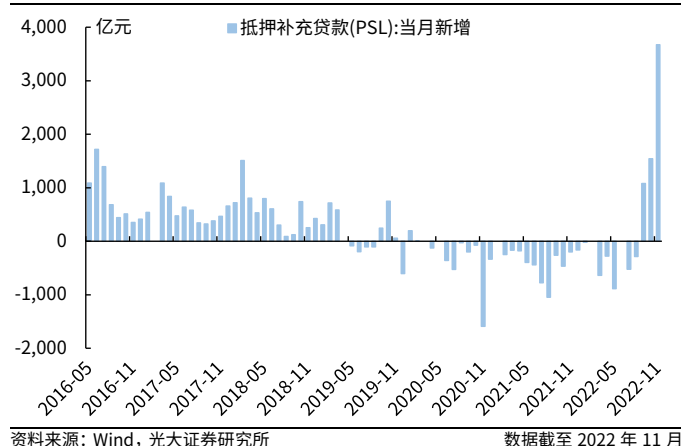


图 6：政策性金融持续发力稳定信贷增长



居民端，居民部门净融资同比少增 4710 亿元，其中，短期信贷同比少增 992 亿元，中长期信贷同比少增 3718 亿元。一方面，10 月以来，国内疫情再次呈现多点散发态势，随着疫情防控优化政策的陆续出台，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 个大中城市商品房销售数据来看，今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 7：10 月以来，本土疫情再次呈现多点散发态势

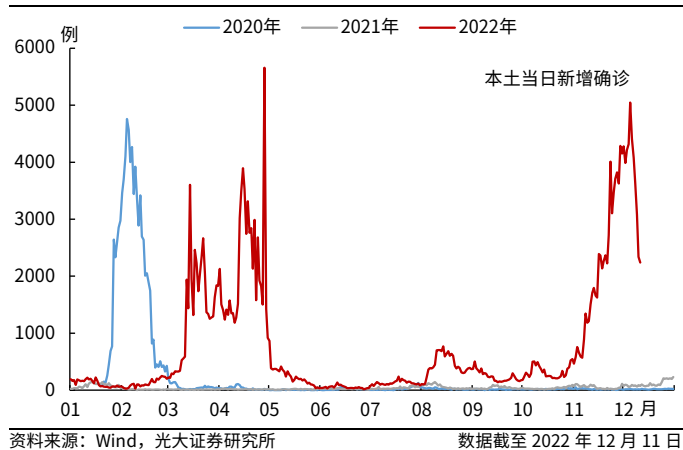
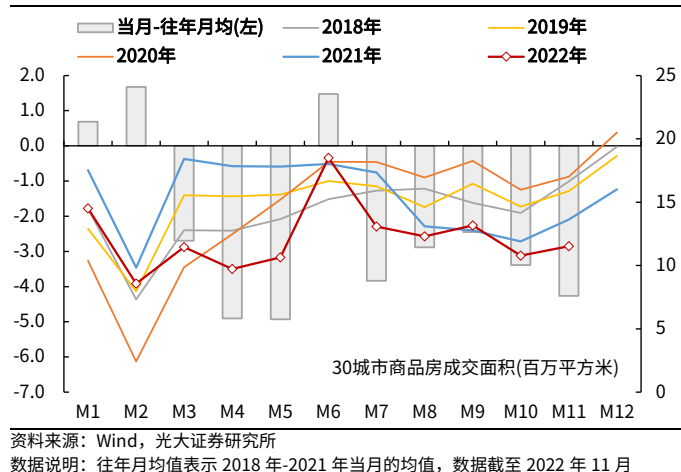


图 8：30 大中城市商品房成交面积负缺口再度走阔

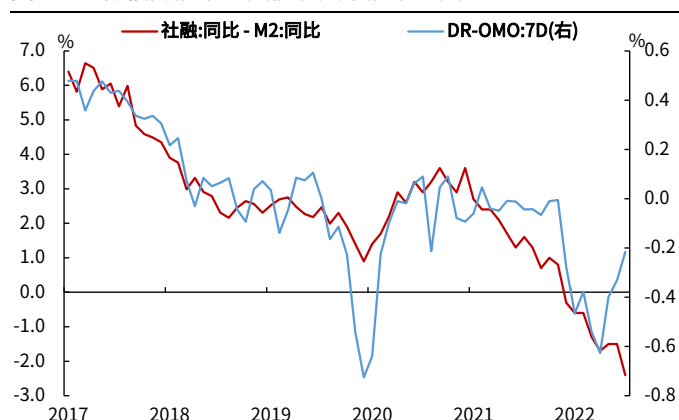


2、货币供应增速趋缓，信用周期渐趋平坦

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。今年以来，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。

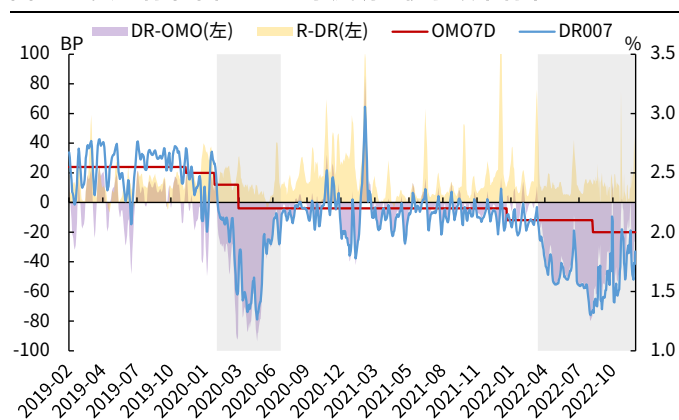
图 9：实体信用扩张速度低于货币扩张速度



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月

图 10：资金利率中枢二、三季度明显低于政策利率

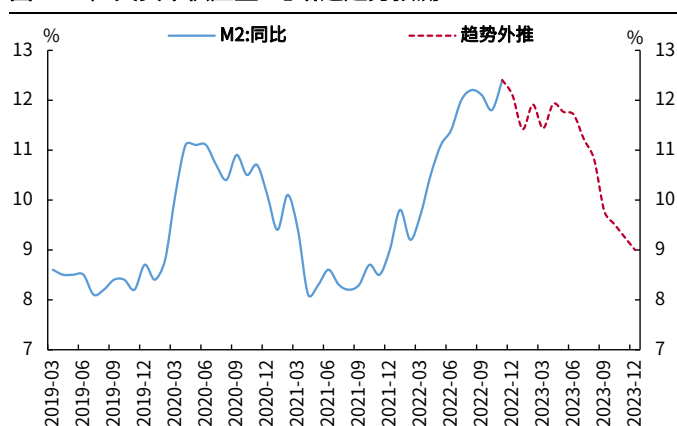


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月

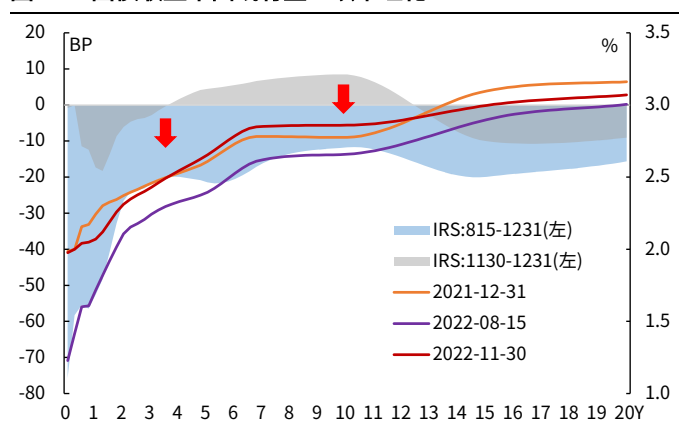
展望明年，主动宽货币力度渐趋缓和，广义货币供应量 M_2 增速有望回落至 9.0% 左右，资金利率中枢向政策利率温和回归。明年的国内基本面环境，决定了宏观政策的核心诉求依然在于稳增长，但考虑到经济已经处于温和复苏的趋势之中，货币政策的发力强度可能会有所减弱。同时，今年在财政发力的过程中，消耗了大量往年财政结余资金和国有企业结存利润，推动了财政存款向私人部门存款的转移，明年财政存款向私人部门的转移力度将会明显走弱。

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%，国债收益率曲线将进一步平坦化。

图 11：广义货币供应量 M₂ 增速趋势预测

资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2022 年 11 月，12 月及以后数据为光大宏观预测数据。

图 12：国债收益率曲线有望继续平坦化



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月 30 日

2022 年以来，信贷增速持续下行，社融增速冲高回落，信用扩张一波三折，宽货币向宽信用的传导存在阻滞。2020 年疫情开始大面积扩散后，央行接连调降了存款准备金率和政策利率，在一系列宽货币措施落地后，宽货币迅速向宽信用传导，信贷增速和社融增速从当年 3 月开始明显走高。2022 年面临“三重压力”的扰动，央行在推出一系列宽货币措施后，宽货币向宽信用的传导呈现出明显的阻滞，信贷增速持续震荡下行，社融增速上半年在政府融资推动下勉强冲高，下半年失去政府融资支撑后再度回落，新增社融波动明显放大，呈现出“大幅高于预期-大幅低于预期”交错出现的格局。

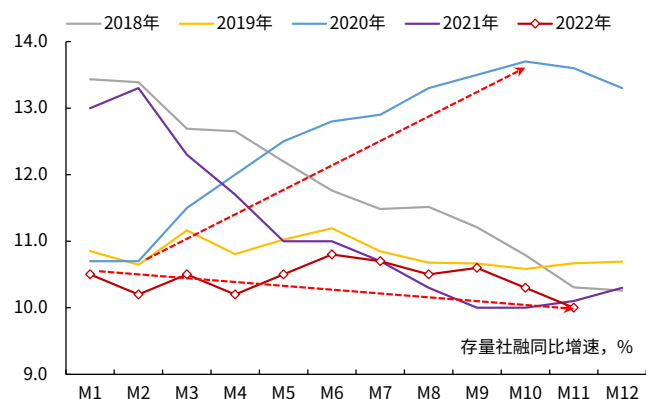
从融资主体来看，企业和居民净融资的同比拉动作用均有所减弱，“实体弱、政策进”是新增融资的主旋律。2022 年 1 月至 11 月，企业部门净融资同比多增 4.60 万亿元，政府部门净融资同比多增 0.99 万亿元，是新增社融的主要支撑因素；居民部门净融资同比少增 3.89 万亿元，是新增社融的主要拖累因素。

政府端，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，今年政府部门融资净额大约在 7.52 万亿元左右。由于今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 7 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，对新增社融形成拖累作用。

企业端，今年以来，企业部门净融资的波动明显放大，呈现出“大幅高于往年同期-大幅低于往年同期”交错出现的格局，主要源于疫情反复和房地产行业收缩扰动与政策逆周期调节发力的相互博弈。2021 年四季度以来，经济增长的下行压力和信贷放缓迹象开始显现，政策层陆续推出一系列政策护航新增融资，在今年 1 月、3 月、5 月、6 月和 9 月，企业部门净融资明显超出往年同期水平。但 2 月、4 月和 7 月则明显低于往年同期水平，一方面是疫情反复和房地产行业收缩的扰动，另一方面也有政策驱动下信贷投放节奏调整的影响。

居民端，以按揭贷款为主的居民中长期信贷明显弱于往年同期。今年以来，在多项汽车购置补贴等措施的刺激下，以消费信贷为主的居民短期信贷基本符合往年同期水平。但是受制于居民购房意愿的明显走弱，以住房按揭贷款为主的居民中长期贷款明显弱于往年同期水平。

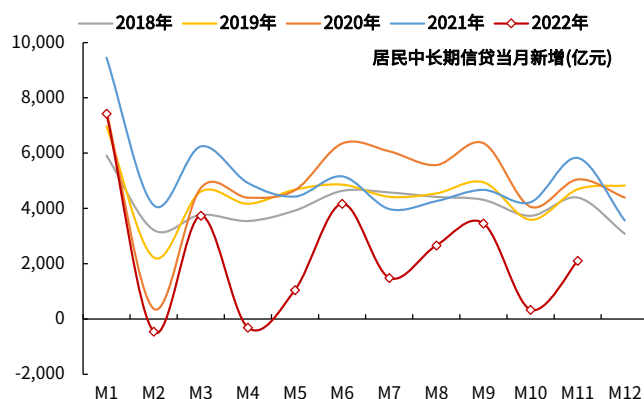
图 13：2022 年宽货币对社融增速的推动有限



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月

图 14：居民部门新增中长期信贷明显弱于往年同期水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月

展望 2023 年，宏观杠杆率视角下，社融增速有望达到 10.0% 以上。我国宏观杠杆率在 44 个 BIS 报告经济体中处于中性水平，疫情反复和房地产行业收缩等短期冲击也使得杠杆率水平虚高，仍有一定加杠杆的空间。参照人民银行调查统计司的表态推算，2023 年宏观杠杆率的合意区间可能在 286.5%—288.5% 左右，对应的社融增量区间为 34.6—37.2 万亿元，增速区间为 10.0%—10.7%。

自 2015 年 12 月中央经济工作会议提出“去杠杆”以来，保持宏观杠杆率基本稳定一直是政策的主基调。2020 年因受疫情冲击而阶段性放松的杠杆率目标，在经济呈现企稳迹象后，政策基调便迅速向保持宏观杠杆率基本稳定回归，“十四五”规划纲要甚至提出“宏观杠杆率要稳中有降”。

国际比较来看，我国非金融部门杠杆率，总体处于 BIS 所有报告经济体中位数附近，仍有一定的加杠杆空间。2020 年面对新冠肺炎疫情的冲击，全球主要国家非金融部门的杠杆率均有明显提升。从国际清算银行公布的数据来看，2022 年一季度末相较于疫情前的 2019 年末，44 个经济体非金融部门杠杆率边际增量的中位数为 12.7 个百分点，新兴市场为 26.8 个百分点。其中，我国的边际增量为 28.4 个百分点，略高于新兴市场边际增量。同时，我国非金融部门杠杆率的绝对水平，仍处于全部报告经济体的中位数水平附近。因而，我国非金融部门仍有一定加杠杆的空间，以促进经济增长。

从监管当局的政策表态来看，2022 年政府工作报告中提出“扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。如何理解“保持宏观杠杆率基本稳定”？如果我们理解为，宏观杠

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_50086

