

宏观深度报告

2023 年中国货币政策展望：信用篇

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号

S1060522100001

ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号

S1060522080003

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



2022 年我国“稳信用”整体面临较大挑战，社融增速一波三折。展望 2023 年，“稳信用”将面临怎样的政策环境？从总量出发，如何判断“稳信用”的趋向？从结构出发，中长期贷款投放有无持续性，房地产贷款的“堵点”能否打通？

平安观点：

- **2022 年下半年以来，社会融资规模同比缩量。**主因政府债和企业债融资对社融的支撑趋弱，但表内信贷平稳，表外融资对社融的支撑增强。信贷结构上，企业中长期贷款亮眼，但房贷对居民中长期贷款的拖累依然突出。
- **“稳信用”政策环境展望：一方面，货币宽松有望维持。**2022 年 12 月召开的中央经济工作会议指出，“稳健的货币政策要精准有力”。2023 年美联储加息的外溢效应减弱，国内核心 CPI 维持低位，有利于国内货币政策发力。外需环境越发严峻，经济运行于潜在增速以下，货币政策有必要再加码，助力稳增长、稳就业；**另一方面，结构性再贷款工具或加速投放。**展望 2023 年，预计交通物流专项再贷款为代表的阶段性工具可能逐步退出，而符合中长期方向的碳减排支持工具额度余量较高、科技创新再贷款工具尚未到期，或进一步延期、优化支持和使用方向，这两项工具有望带动人民币贷款多增 6000-7000 亿元。
- **“稳信用”结构三问：一问：制造业贷款还有多大潜力？**制造业贷款是金融政策的重点支持方向。其潜力在于，制造业贷款在企业贷款中占比相比制造业增加值在 GDP 中的占比低近 15 个百分点。预计 2022 年四季度至 2023 年，国内经济复苏带动制造业贷款需求回暖，政策延续强力支持，制造业贷款的中长期潜力还将进一步释放，支撑制造业在企业贷款中的占比进一步提升。**二问：基建贷款投放后劲如何看？**2022 年，除地方政府专项债资金的发行和投放外，调增的政策性银行贷款、新设的政策性开发性金融工具也是基建投资发力的重要引擎。**往后看**，基建项目经资本金补充后，具备开工落地条件，其配套融资也将陆续跟进，有望对信贷形成持续的支撑。预计 2022 年已投放的两批政策性开发性金融工具将拉动配套国内贷款约 1.4-2.25 万亿，对企业中长期贷款的年均贡献约 5000-9000 亿元。**三问：房地产相关贷款能否企稳？**房地产企业方面，央行银保监会 16 条或标志着政策思路转向“支持优质房地产企业稳健发展”，后续房地产企业融资的规模和渠道有望迎来改善。**个人住房贷款方面**，2022 年受地产销售下滑、房贷提前偿还的拖累，2023 年二季度有望迎来同比意义上的好转；随着政策效果逐步显现，预计 2023 年的房贷增量与商品房销售的缺口缩窄，弱势恢复至 2021 年的 5 成左右。
- **2023 年社会融资规模展望：预计新增社融 36 万亿，年末增速约 10.3%（持平或略高于 2022 年末）。**预计 2023 年的名义 GDP 增速持平或略高于 2022 年，从而社融增速的“稳”并不意味着金融支持实体经济力度减弱。

正文目录

一、 “稳信用”结构变化 4

二、 “稳信用”政策环境 6

 货币总量宽松能否维持 6

 结构性再贷款如何使用 7

三、 “稳信用”结构三问 9

 一问：制造业贷款还有多大潜力 9

 二问：基建贷款投放后劲如何看 10

 三问：房地产领域融资能否企稳 12

四、 2023 年社会融资规模展望：以稳为主 14

图表目录

图表 1	2022 年前 11 个月及上半年社会融资规模各分项同比增量	4
图表 2	2022 年前 11 个月及上半年人民币贷款各分项同比增量	5
图表 3	2022 年三季度新增企业中长期贷款结构	6
图表 4	2021 年 8 月以来，城镇新增就业人数持续处于偏低位置	6
图表 5	出口增速下行期间，国内流动性易松难紧	7
图表 6	阶段性结构性再贷款工具一览	8
图表 7	截至 2022 年三季度，结构性再贷款工具投放进度（亿元）	8
图表 8	2022 年前三季度建设银行人民币贷款投向	9
图表 9	2022 年前三季度工商银行人民币贷款投向	9
图表 10	企业中长期贷款增速与贷款需求指数趋势接近	10
图表 11	短贷票据增速与货币政策感受指数走势接近	10
图表 12	工业中长期贷款增速与贷款需求的走势接近	10
图表 13	贷款需求指数与 PMI 走势的相关性较高	10
图表 14	政策性、开发性金融工具资金投放情况	11
图表 15	2022 年 8 月以来房地产相关政策	13
图表 16	2023 年社会融资规模分项展望	15

2022 年“稳信用”整体面临较大挑战，社融增速一波三折。经济下行压力骤增下，实体经济融资需求不足。尽管金融机构继续加大对实体经济的支持力度，但信贷投放因需求不足而几度呈现“上月冲量、下月回落”的态势。下半年国内经济虽已走出疫情“至暗时刻”，但以社融衡量的信用环境未有实质改善。展望 2023 年，“稳信用”将面临怎样的政策环境？从总量出发，如何判断“稳信用”的趋向？从结构出发，中长期贷款投放的亮点有无持续性，难点能否得以解决？

本文首先分析 2022 年“稳信用”的特征，拆分社融及企业中长期信贷的结构变化；其次，从总量货币政策趋向与结构性工具的支持进展出发，探讨“稳信用”政策环境的趋向；而后，研究“稳信用”结构上的亮点与难点，回应市场对于制造业贷款潜力、基建贷款后劲、房地产贷款走向的争议；最后，对 2023 年的社融增速做前瞻性的研判。

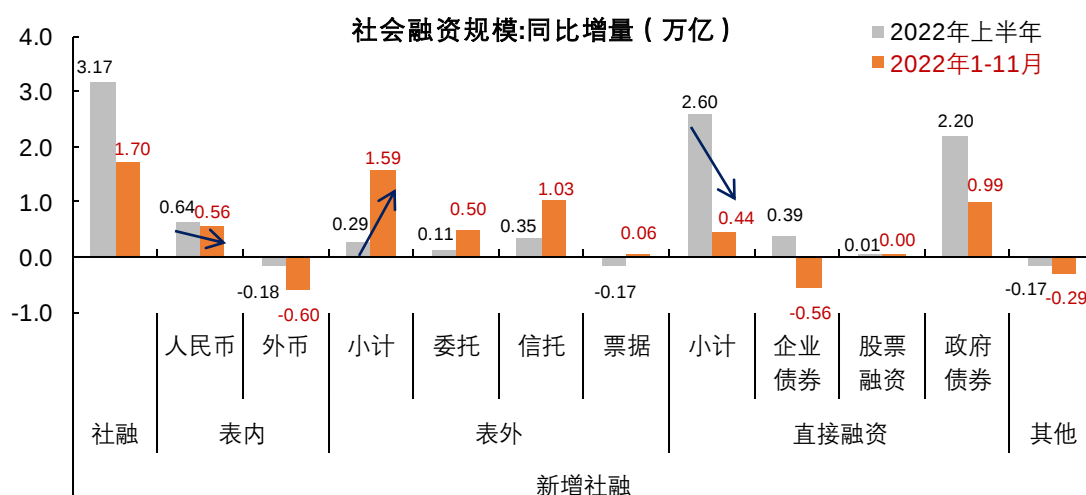
一、“稳信用”结构变化

2022 年下半年以来，社会融资规模同比缩量，相比 2022 年上半年的结构特征也发生一定变化。具体来看：

一是，债券融资下半年同比缩量，对新增社融由支撑转为拖累。一方面，政府债前置发行“透支”。受政府债发行节奏错位的影响，下半年以来政府债净融资规模明显放缓，对新增社融由支撑转为拖累。另一方面，非金融企业的债券净融资下半年明显走弱：一则，地方政府隐性债务严监管持续，城投债发行明显缩量；二则，国内需求偏弱，且 PPI 价格较快下行，令工业企业利润的累计同比增速在三季度转负，中低评级的产业债融资情况亦不容乐观；三则，11 月以来债券市场遭遇赎回冲击，信用利差较快上行，信用债二级抛售压力较大，一级发行也大面积被取消。

二是，表外融资下半年同比进一步多增，对新增社融的支撑增强。2022 年前 11 个月，表外融资的压降幅度显著弱于去年同期，委托贷款、信托贷款、未贴现票据同比分别少减 0.5、1.03 和 0.06 万亿。一方面，政策性、开发性金融工具在 2022 年下半年集中投放，累计金额达 7399 亿元，其中以股东借款方式投放的资金被计入委托贷款的统计口径。另一方面，在经济下行压力加大、资管新规过渡期基本结束后，金融监管的力度边际趋缓：一则，据上海证券报 9 月 16 日报道¹，监管部门信托业务分类座谈会透露，未来融资类信托业务有望继续保留一定比例，而不是彻底退出；二则，中国信托业协会党委书记 11 月 7 日表示²，当前融资类信托业务已经逐步规范，行业高风险业务的风险暴露得到了明显的控制；三则，央行及银保监会发布的《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》提出“信托支持房地产合理融资”，进一步体现了监管态度的松动，对表外信托融资形成较强的利好。

图表1 2022 年前 11 个月及上半年社会融资规模各分项同比增量



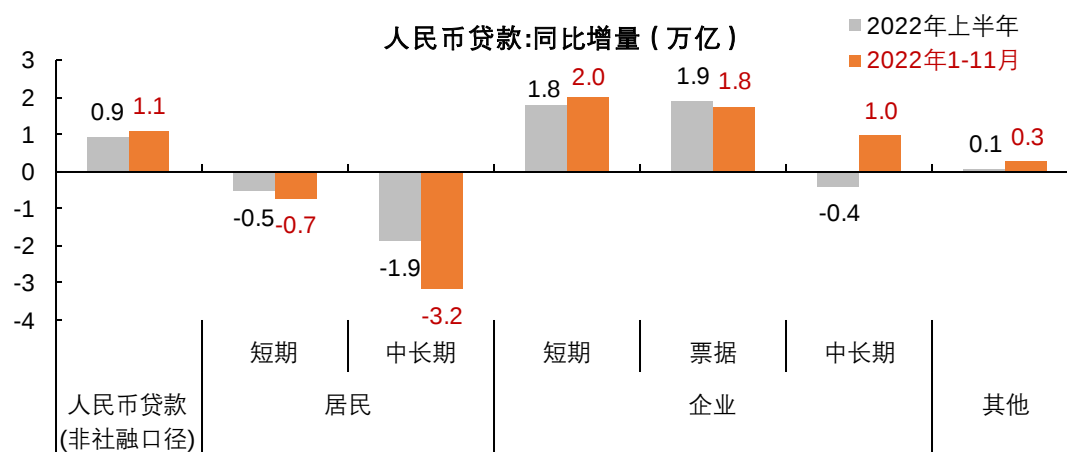
资料来源：wind, 平安证券研究所

¹ https://www.cs.com.cn/yh/06/202209/t20220916_6298238.html

² 《中国金融》| 漆明明：促进信托业高质量转型发展 <https://finance.sina.cn/am/2022-11-07/detail-imqqsmrp5220757.d.html>

三是，人民币信贷投放不强，结构性问题依然突出。一方面，2022年以来表内信贷的“稳”很大程度上源于银行大量投放企业短期贷款和票据融资。因8月前后监管对“票贷比”进行窗口指导，下半年票据融资规模相比去年同期缩量；但银行对企业短期贷款的投放依然较多，前11个月累计同比增量达2万亿。另一方面，2022年以来中长期贷款投放整体缩量，主要受居民中长期贷款投放的拖累；企业中长期贷款下半年以来表现偏强，同比由拖累转为支撑。据央行金融机构贷款投向统计报告，2022年前三季度居民中长期贷款同比少增2.43万亿元，其中个人住房贷款余额同比少增约2.34万亿元，除房贷外的居民中长期消费贷款同比少增近1800亿元，居民中长期经营贷款同比多增超900亿元³。

图2 2022年前11个月及上半年人民币贷款各分项同比增量



资料来源: wind, 平安证券研究所

进一步地，企业中长期贷款边际回暖，2022年三季度单季度的同比增量达0.69万亿。结构上呈现三个特征：

一是，绿色领域，尤其是剔除基建的绿色领域（制造业相关部分）是企业中长期贷款投放最重要的支撑所在。2022年以来，绿色贷款高速增长的势头延续，三季度进一步提速至41.4%。绿色贷款的投放期限通常偏长，多数会被记入企业中长期贷款，估算对三季度企业中长期贷款同比增量贡献在70%左右。拆分来看，截至2022年三季度，绿色贷款中基建相关⁴部分的余额同比增速为21.1%，较2021年末提升1.3个百分点；剔除基建后的绿色领域贷款表现更强，2022年三季度末同比增速为66%，较2021年末提升13.3个百分点，是企业中长期贷款投放的重要支撑。

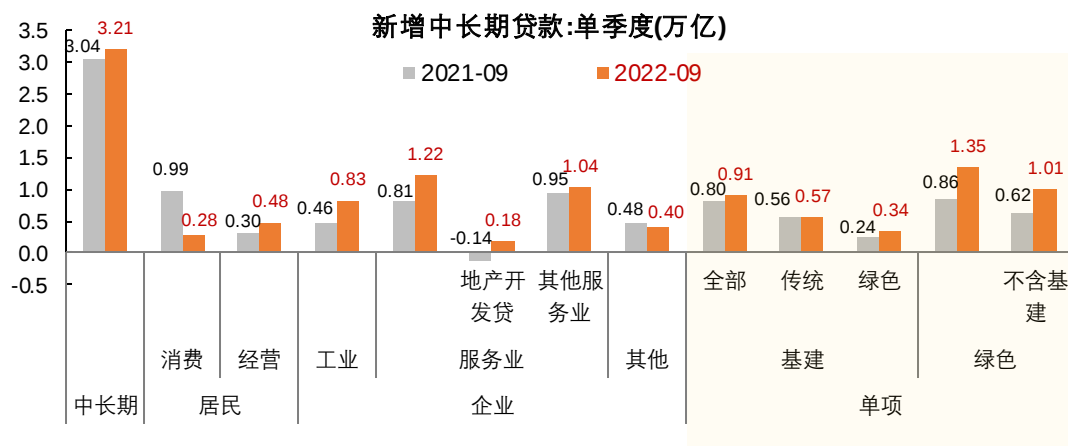
二是，基建领域的中长期贷款投放力度增强。2022年三季度基建领域的中长期贷款投放较去年同期多增约1066亿元，而2022年上半年基建领域中长期贷款同比缩量约3419亿元。基建贷款投放力度增强的背后是“稳增长”政策加码，对基建托底的诉求提升：一方面，2022年5月下旬的国常会调增政策性银行贷款额度8000亿元；另一方面，6月29日和8月24日的国常会部署两批共6000亿元以上的政策性开发性金融工具，在补充基建项目资本金方面发挥了较强的支持作用。拆分来看，2022年三季度单季度，绿色基建贷款同比增量约1000亿元，传统基建相关贷款同比略有增量；2022年三季度末，传统基建贷款余额的增速约9.1%，较绿色基建贷款21.1%的同比增速低12个百分点。

三是，房地产企业中长期贷款有所恢复，未进一步拖累。2022年以来，房地产企业中长期贷款持续处于收缩区间，一季度至三季度末的同比增速分别-1.5%、-1.4%和-1.1%。边际上看，在“保交楼”诉求之下，三季度房地产企业贷款边际企稳，房地产开发贷款单季度新增1800亿元，同比2021年三季度多增3200亿元，环比2022年二季度多增2500亿元。

³ 据金融机构贷款投向报告，2022年三季度末，个人住房贷款余额38.91万亿，占居民中长期消费贷款的84%，占居民中长期贷款的69%。

⁴ 绿色贷款公布的分项中，分行业看，与基建贷款投放重合的是交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水生产和供应业两个行业；分领域看，基建相关的是基础设施绿色升级方向。因基础设施绿色升级口径的绿色贷款余额2020年公布以来始终低于交运物流、水电燃两个行业的绿色贷款余额加总，我们主要采用口径较宽的两个基建相关行业贷款余额的加总来观察绿色基建的变化情况。

图表3 2022年三季度新增企业中长期贷款结构



资料来源: wind, 平安证券研究所

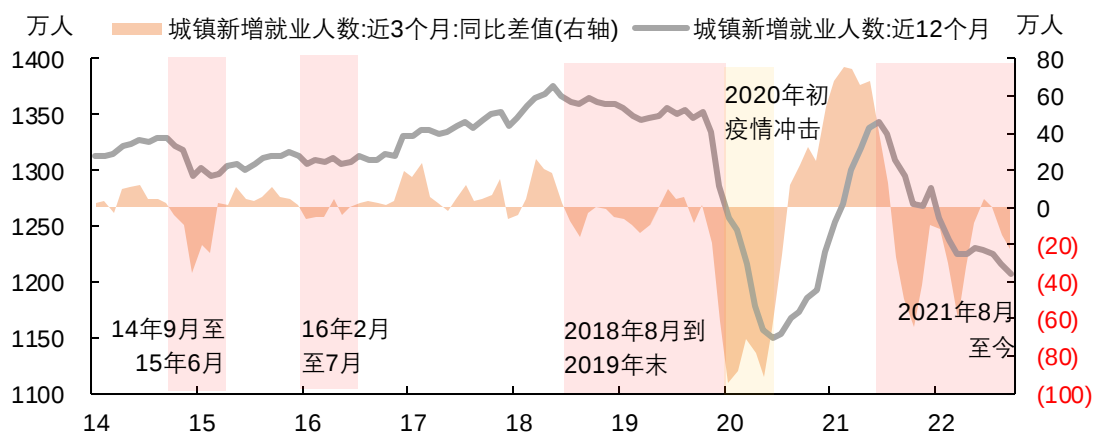
二、“稳信用”政策环境

2.1 货币总量宽松能否维持

预计 2023 年美联储加息的外溢效应减弱, 国内核心 CPI 维持低位, 有利于国内货币政策发力。外部环境方面, 随着海外经济衰退风险逐渐加大, 海外通胀可能加速回落, 美联储加息终点渐进, 这意味着中国货币政策的自主性正进一步增强。国内物价方面, 核心 CPI 有望维持低位, 预计 2023 年距离 2% 的敏感水平尚远。历史上, 社融存量同比增速往往领先我国核心 CPI 约 3-4 个季度。尽管本轮社融增速自 2021 年四季度起震荡回升, 但其斜率偏弱, 对核心 CPI 的牵引力不够。同时, CPI 租赁房租项目受房地产周期的影响较大, 2023 年房地产市场调整过程仍然存在不确定性, 对核心 CPI 拖累或将持续。

未来一段时间, 货币政策有必要维持宽松的流动性环境, 进一步支持“稳信用”。一方面, 货币政策助力稳增长、稳就业的诉求依然较强。尽管中国经济已经走出 2022 年二季度的“至暗时刻”, 但三季度的 GDP 增速运行于潜在增速以下, 四季度去年高基数叠加疫情散发影响, 进一步回落压力显现。另一方面, 货币政策有必要加码刺激内需, 以对冲外需下行压力。外需环境越发严峻, 2022 年 10 月以美元计价的出口增速已经转负, 11 月更是大幅负增长, 意味着中国经济复苏过程可能更为曲折, 修复的斜率可能偏弱。

图表4 2021年8月以来, 城镇新增就业人数持续处于偏低位置

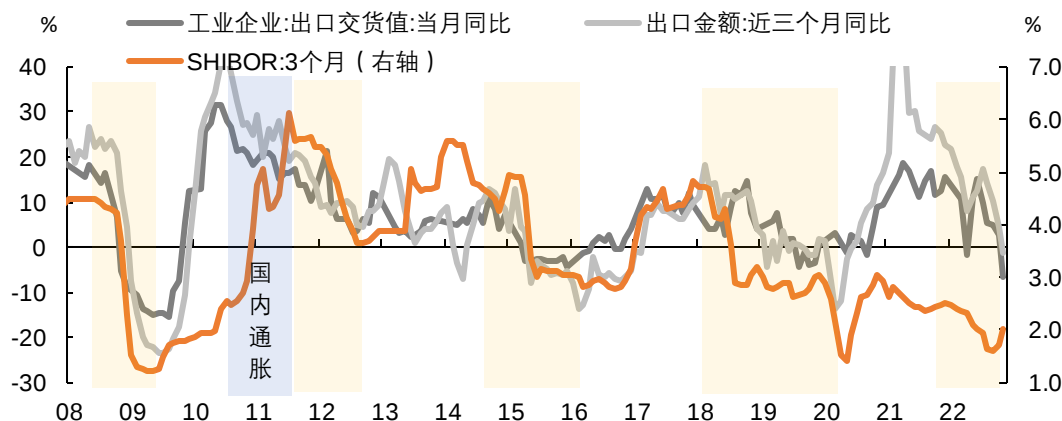


资料来源: wind, 平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2022 年 12 月召开的中央经济工作会议对 2023 年货币政策的定调仍较积极。会议指出“稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。”其中，“保持流动性合理充裕”的表述，在历史上对应于 2016 年、2019 年、2020 年和 2022 年，皆是货币政策相对宽松的年份。但货币政策发力的方向或更加聚焦，正如会议中提到，“小微企业”、“科技创新”、“绿色发展”将是货币政策“精准”支持的重点所在。就中央经济工作会议提出的货币政策要求，央行副行长刘国强表示，“总量要够，明年货币政策的力度不能小于今年。需要的话，还要进一步加力，除非经济增长和通货膨胀超出预期”。

图表5 我国出口增速下行期间，国内流动性易松难紧



资料来源：wind, 平安证券研究所

2.2 结构性再贷款如何使用

2021 年四季度至今，央行共创设碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款、设备更新改造专项再贷款等 6 项结构性再贷款工具，合计额度达 1.64 万亿。

当前看，结构性再贷款工具的使用进展相比于央行曾提及的 2022 年目标存在一定差距。2022 年 4 月 18 日，央行及外管局联合出台 23 条举措，全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务，其中指出“加大再贷款等结构性货币政策工具的支持力度……预计带动金融机构贷款投放多增 1 万亿元”。目前，支农再贷款、支小再贷款、再贴现 3 项长期结构性工具投放情况尚可，但央行近一年新设的 6 项阶段性再贷款工具投放并不理想。总体看，9 项结构性再贷款工具在 2022 年前三季度分别新增 2231 亿元、1396 亿元和 1123 亿元；考虑再贷款、再贴现资金支持比例后，对人民币信贷的直接带动作用分别为 2585 亿元、1690 亿元和 2084 亿元。如需实现央行全年带动人民币信贷多增 1 万亿的目标，2022 年四季度需再带动人民币信贷多增 3641 亿元。预计 2022 年四季度再贷款会加快投放，助力全年信贷目标的实现。

央行在《区域金融运行报告（2022）》中指出碳减排工具投放面临的困难在于：一是，目前针对碳减排贷款的财政贴息、奖励等配套政策措施不足，财政货币政策的协同支持力度有待提高；二是，碳核算、环境信息披露等工作专业性较强，增加了银行人力、管理、系统开发、购买第三方服务等成本，且银行基层绿色领域人才不足，对一线信贷人员的专业能力提出挑战；三是，碳信息共享机制有待健全，因其分散于发展改革、生态环境、统计等多个部门，信息孤岛下金融机构获取碳信息存在一定困难。

此外，值得关注的是，结构性再贷款工具部分为阶段性的支持，未来将“有进有退”。结构性再贷款工具大量推出之际，银行业金融机构对此也有一定分歧。原因在于，结构性工具的使用虽有助于“精准滴灌”，但其大规模的推出对银行贷款结构和资金成本的影响增强，反而可能在一定程度上“扭曲”信贷资源的配置，降低金融支持实体经济发展的效率。在此背景下，2022 年二季度货币政策执行报告首次指出，结构性工具将“聚焦重点、合理适度、有进有退”。央行随后公布结构性货币政策工具情况介绍，又进一步区分了长期和阶段性的结构性再贷款工具。

展望 2023 年，结合各类工具的支持方向及使用情况，我们预计交通物流专项再贷款为代表的阶段性工具可能逐步退出，而符合中长期方向的碳减排支持工具额度余量较高、科技创新再贷款尚未到期，或进一步延期、优化支持和使用方向。以近一年的投放节奏看，预计 2023 年碳减排支持工具、科技创新再贷款合计投放规模可达 3600-4200 亿元，有望带动人民币贷款多增 6000-7000 亿元。

图表6 阶段性结构性再贷款工具一览

名称	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	普惠养老专项再贷款	交通物流专项再贷款	设备更新改造专项再贷款
设立时间	2021 年 11 月	2021 年 11 月	2022 年 4 月	2022 年 4 月	2022 年 4 月	2022 年 9 月
当前额度	8000 亿元	3000 亿元	2000 亿元	400 亿元	1000 亿元	2000 亿元以上
1 年期利率	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
资金支持比例	60%	100%	60%	100%	100%	100%
阶段性实施期	目前为 2021 年到 2022 年末	目前为 2021 年到 2022 年末	未提及	暂定两年	2022 年	2022 年四季度
展期规定	期限 1 年 可展期 2 次	期限 1 年 可展期 2 次	期限 1 年 可展期 2 次	期限 1 年 可展期 2 次	期限 1 年 可展期 1 次	期限 1 年 可展期 2 次
银行贷款利率	与同期限档次贷款市场报价利率 (LPR) 大致持平	与同期限档次贷款市场报价利率 (LPR) 大致持平	按照市场化原则发放	与同期限档次贷款市场报价利率 (LPR) 大致持平	鼓励银行按照市场化原则降低贷款利率	不高于 3.2%
发放对象	21 家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	21 家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	工农中建交、邮储、农发行	21 家全国性金融机构
支持领域	清洁能源、节能减排、碳减排技术	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	科技创新企业	浙江、江苏、河南、河北、江西普惠养老试点项目	道路货物运输经营者和中小微物流快递企业	制造业、服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造

资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 截至 2022 年三季度，结构性再贷款工具投放进度（亿元）

工具名称	额度	余额	使用进度	单季变化: 21年 Q4	单季变化: 22年 Q1	单季变化: 22年 Q2	单季变化: 22年 Q3
支农再贷款	7000	5587	79.8%	320	104	343	103

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_50437

