

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理  
联系电话: +86 13682411569  
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 居民房贷的拖累问题仍未解决

2023年1月11日

- **人民币贷款年末冲高，企业中长贷大幅多增。**12月人民币贷款延续季末冲高特征，同比多增2700亿元，超市场预期。分项上，居民预期转弱，消费与购房意愿客观上受到感染高峰抑制，居民房贷与短期贷款均延续少增局面。企业中长贷同比多增8717亿元，创下有数据统计以来最高单月增幅。1月10日央行联合银保监会召开信贷座谈会，多项政策工具有望在2023年延续使用，继续为企业中长贷回升增添助力。票据融资同比少增2941亿元，11月颁布的“票据新规”影响已开始体现。
- **社融增速首次低于10%，政府和企业债融资拖累最大。**12月新增社融1.31万亿元，不及人民币贷款单项增幅，存量增速降至9.6%，历史上首次低于10%。分项上，国债净融资额少增与地方债发行节奏错位下，政府债融资同比少增8893亿元，为最大拖累项。企业债融资受理财、债基赎回，发行利率上升等影响，同比少增4876亿元。表外融资呈现为正向贡献，其中委托贷款连续第2月减少，与PSL表现同步，与政策性开发性金融工具投放完毕有关。外币贷款受汇率影响表现为同比多减。
- **居民储蓄率高企，M2增速维持高位。**12月M2增速下降0.6个百分点至11.8%，仍居高位，M1增速降至3.7%，反映出实体经济的资金活跃度依然偏低。分项上，居民存款贡献存款增长的特征明显。企业存款同比少增幅度较大，或与今年春节时点靠前，“存款搬家”现象有关。非银存款同比多减，或与理财、债基赎回有关。财政存款持续放量。
- **居民预期有待扭转，关注政策加码空间。**2022年以来，新增居民贷款持续弱于往年，其中居民房贷的拖累最为明显。从央行调查问卷结果来看，2022Q4居民房价预期较为悲观，居民预期转弱、需求收缩的压力仍然比较大。从2023年经济工作扩大内需的角度出发，居民需求复苏是未来经济修复的关键一环。关注未来有关政策的加码空间，包括可能出现的降息、LPR下调，主要城市限购限贷政策的进一步放松等。
- **风险因素：**防疫政策调整早期感染率上升，国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。

目录

一、人民币贷款年末冲高，企业中长贷大幅多增 .....	3
二、社融增速首次低于10%，政府和企业债融资拖累最大 .....	5
三、居民储蓄率高企，M2 增速维持高位 .....	7
四、居民预期有待扭转，关注政策加码空间 .....	8
风险因素 .....	9

图目录

图 1: 12 月新增人民币贷款超预期多增 .....	3
图 2: 2022 年新增信贷季末冲高、季初回落的季节性特征尤其明显 .....	3
图 3: 2022 年四季度居民收入预期转弱 .....	4
图 4: 2022 年四季度居民储蓄意愿上升，投资意愿下降，消费意愿持平 .....	4
图 5: 12 月企业中长贷延续回升趋势 .....	5
图 6: 12 月新增社融同比少增 1.06 万亿元 .....	6
图 7: 2022 年 11-12 月债市和货币市场利率明显上行 .....	6
图 8: 委托贷款、PSL 与政策性开发性金融工具息息相关 .....	7
图 9: 12 月 M2、M1 增速剪刀差扩大 .....	7
图 10: 12 月新增人民币存款分项表现 .....	8
图 11: 2019-2022 年新增居民贷款季节性表现 .....	8
图 12: 2022 年四季度居民房价预期进一步转弱 .....	9

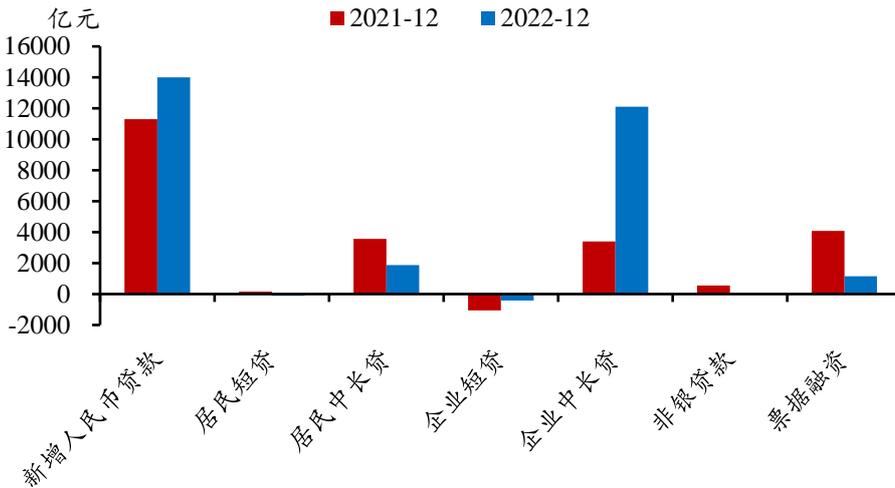
## 事件：

2023年1月10日，央行公布2022年12月金融数据：新增人民币贷款1.4万亿元，预期1.24万亿元，前值1.21万亿元。新增社会融资规模1.31万亿元，前值1.99万亿元。M2同比增长11.80%，预期12.02%，前值12.40%。

## 一、人民币贷款年末冲高，企业中长贷大幅多增

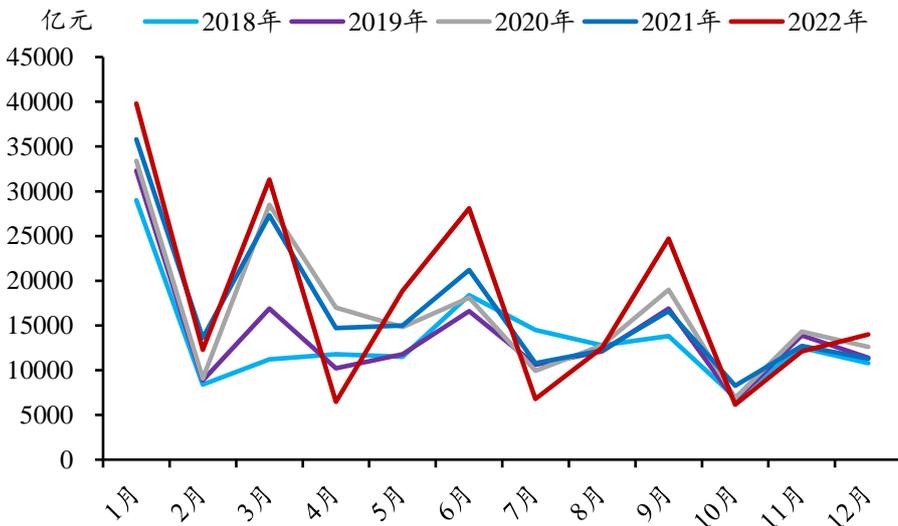
人民币贷款延续季末冲高特征，12月增量超市场预期。四季度以来，监管部门进一步加强了对于银行信贷投放的要求，包括鼓励加大制造业中长期贷款和房地产贷款投放力度等。在政策性开发性金融工具、新增专项债、设备更新改造再贷款等多项再贷款工具的支持下，银行有较为充足的年末项目储备，12月新增人民币贷款1.4万亿元，同比多增2700亿元。

图 1：12月新增人民币贷款超预期多增



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：2022年新增信贷季末冲高、季初回落的季节性特征尤其明显



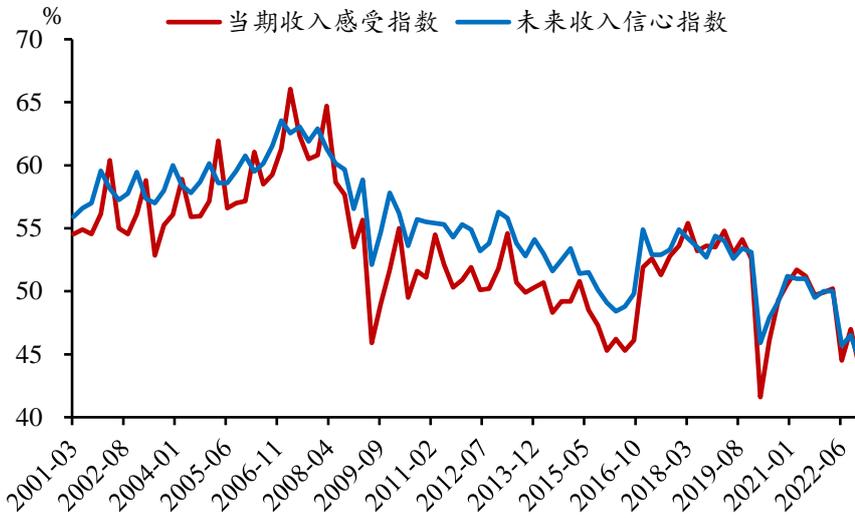
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 从分项上看：

1) 居民预期转弱，贷款延续少增局面。2022年12月末，央行披露了四季度问卷调查结果。最新数据显示，2022年四季度居民当期收入感受指数环比下滑3.2个百分点至43.8%，未来收入信心指数环比下滑2.1个百分点至

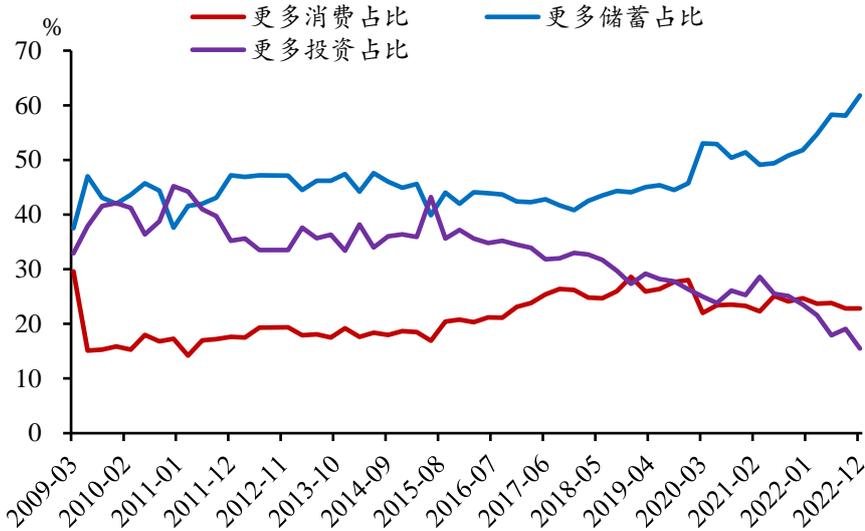
44.4%。叠加 12 月疫情散发、多地迎来首轮感染高峰，居民出行、消费以及购房意愿均受到抑制。四季度更多储蓄占比升至 61.8%，创下历史新高。更多消费占比持平上期，录得 22.8%，更多投资占比环比下降 3.6 个百分点至 15.5%。反映到贷款层面，12 月新增居民中长贷（房贷）1865 亿元，同比少增 1693 亿元，拖累明显。居民短贷减少 113 亿元，同比多减 270 亿元。

图 3：2022 年四季度居民收入预期转弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：2022 年四季度居民储蓄意愿上升，投资意愿下降，消费意愿持平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 企业中长贷创下单月最高增幅。12 月新增企业中长贷 1.21 万亿元，同比多增 8717 亿元，创下有数据统计以来最高单月增幅。企业中长贷余额增速升至 14.7%，较 2022 年 5 月份增速低点回升 3.3 个百分点。

**企业中长贷增速扩张是多项政策工具落地生效的结果。**2023 年 1 月 10 日央行联合银保监会召开主要银行信贷工作座谈会，会议指出各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力。要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。还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。**基于会议内容，多项政策工具有望在 2023 年延续使用，继续为企业中长贷回升增添助力。**

企业短贷方面，受疫情、出口增速持续回落等因素的影响，12 月企业短贷减少 416 亿元，同比少减 638 亿元，

同样呈现为正向贡献。

**3) 票据融资同比少增 2941 亿元。**一方面 2021 年 12 月同样受疫情影响面临较大经济下行压力，彼时银行依靠做多票据融资补足信贷规模的迹象更加明显，造成基数较高。另一方面，2022 年 11 月央行、银保监会正式发布修订后的《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》，于 2023 年 1 月 1 日起施行。新规从缩短票据期限、新设两项上限指标、强调交易真实性、完善违规操作罚则等方面进一步加强票据市场管理。随着业务整改落地，2023 年起票据开具规模或趋于下降，12 月新增票据融资同比少增幅度较大，可能已开始体现新规的影响。

图 5：12 月企业中长贷延续回升趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、社融增速首次低于 10%，政府和企业债融资拖累最大

12 月新增社融规模 1.31 万亿元，不及新增人民币贷款单项增幅，当月同比少增 1.06 万亿元。社融存量同比增速降至 9.6%，较上月下降 0.4 个百分点，为历史上首次增速低于 10%。分项上看：

**1) 国债净融资额少增与地方债发行节奏错位下，政府债融资同比少增 8893 亿元。**国债净融资额同比少增是最主要的原因，WIND 数据显示，2022 年 12 月国债发行规模同比多增 7112 亿元，但同时到期量同比多增 1.17 万亿元，导致当月净融资额同比少增 4585 亿元，对政府债融资形成拖累。地方政府债的错位发行是另外一大原因，2021 年下半年地方政府债提速发行，12 月发行规模达 3179 亿元。2022 年地方政府债发行节奏前置，其中新增专项债限额基本于上半年发行完毕，12 月地方政府债发行规模不足 1000 亿元。

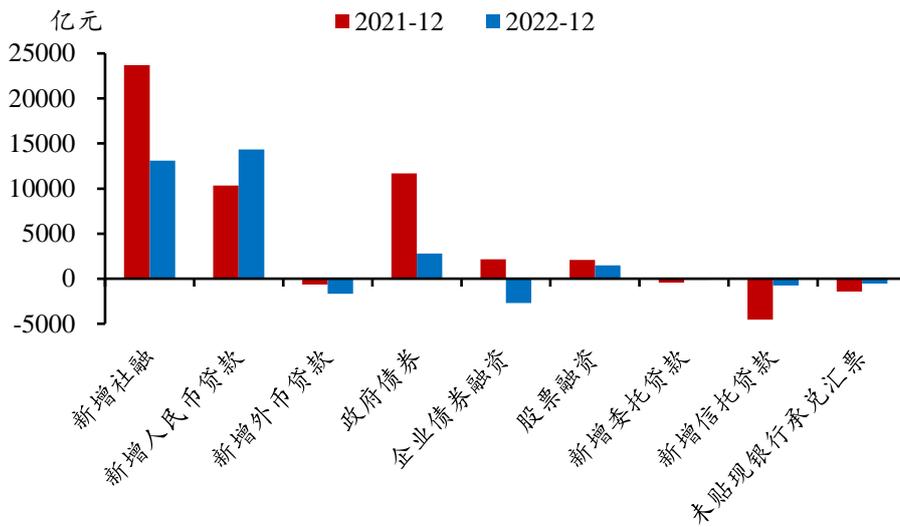
**2) 取消发行潮影响下，企业债融资同比少增 4876 亿元。**Wind 数据显示，2022 年 12 月份，合计有 190 只信用债取消发行，涉及债券发行规模达到 1179.98 亿元，数量和规模创年内新高。受此影响，当月企业债融资同比少增幅度较大，对新增社融形成明显拖累。究其原因，主要是 2022 年 11-12 月债市陷入大幅调整，银行理财和债基大规模赎回，传导至一级市场导致发行利率上行、企业债发行难度加大所致。

**3) 表外融资呈现为正向贡献，合计同比少减 4970 亿元。**其中，新增信托贷款同比少减 3789 亿元，新增未贴现银票同比少减 867 亿元。主要由于 2021 年处于资管新规过渡期内，金融机构持续压缩表外融资，从而基数较低。需要注意的是，12 月委托贷款减少 102 亿元、同比少减 314 亿元，与 PSL 表现同步（12 月减少 171 亿元）。PSL 是 7400 亿政策性开发性金融工具的重要资金来源，工具在投放过程中又部分以委托贷款形式落地，这就造成了 2022 年三、四季度以来 PSL 和委托贷款增多的情况。随着政策工具的投放完毕，两项指标的回落属于正常现象。

**其他分项上，**新增外币贷款同比多减 1016 亿元，与 12 月美元兑人民币汇率中枢仍位于 6.98 的相对低位有关，企业外汇兑付成本较高，从而外币贷款需求收缩。股票融资同比少增 590 亿元，社融口径下新增人民币贷款同比

多增 4004 亿元，是贡献最高的分项。

图 6：12 月新增社融同比少增 1.06 万亿元

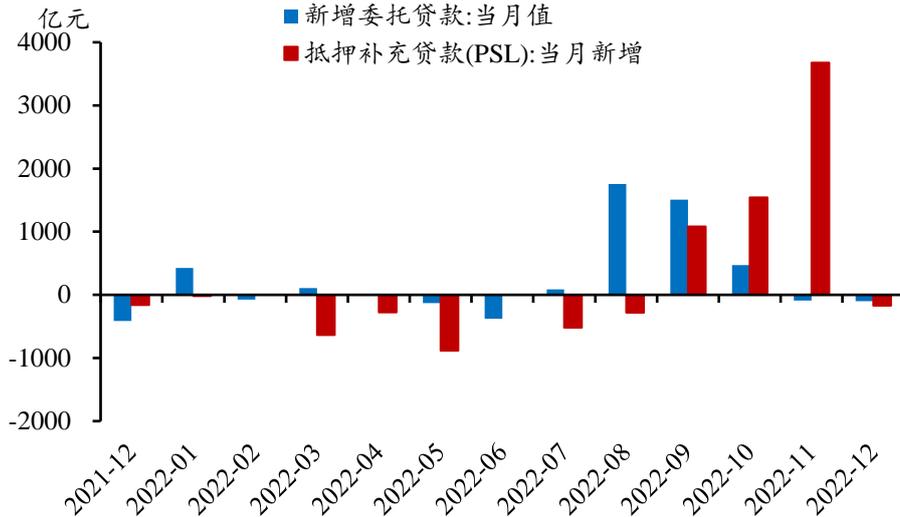


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：2022 年 11-12 月债市和货币市场利率明显上行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

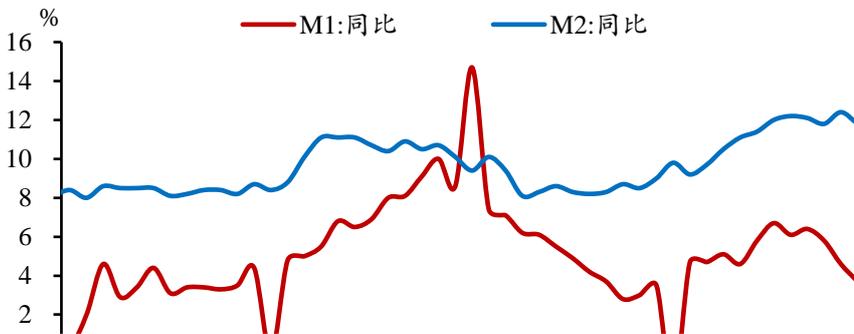
**图 8：委托贷款、PSL 与政策性开发性金融工具息息相关**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、居民储蓄率高企，M2 增速维持高位

12 月 M2 增速下降 0.6 个百分点至 11.8%，仍居高位。M1 增速下降 0.9 个百分点至 3.7%。M2-M1 增速剪刀差扩大，反映出实体经济的资金活跃度依然偏低。

分项上看，居民存款贡献存款增长的特征明显。12 月居民存款同比多增 1 万亿元，反映出居民投资与消费倾向仍受抑制，储蓄率高企，与央行调查问卷结果相一致。其他分项上，企业存款同比少增 1.28 万亿元，或与今年春节时点靠前，“存款搬家”现象有关。非银存款同比多减 1485 亿元，或与银行理财、债基的大规模赎回有关。财政存款持续放量，同比多减 555 亿元。

**图 9：12 月 M2、M1 增速剪刀差扩大**


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\\_51112](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51112)

