

年末信贷恢复多增，债券融资严重拖累社融

——2022 年 12 月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2023 年 1 月 10 日，央行公布数据显示，2022 年 12 月新增人民币贷款 1.4 万亿，高于上月的 1.21 万亿，同比多增 2665 亿；12 月新增社会融资规模 1.31 万亿，不及上月的 1.99 万亿元，同比大幅少增 1.05 万亿。12 月末，广义货币 (M2) 同比增长 11.8%，增速比上月末低 0.6 个百分点；狭义货币 (M1) 同比增长 3.7%，增速比上月末低 0.9 个百分点。

基本观点：整体上看，在政策面加大宽信用力度带动下，12 月信贷恢复同比多增，但受债券融资拖累、特别是在企业债券融资大幅为负影响下，社融同比大幅少增。这表明当前宽信用过程主要由政策面驱动，各类市场主体自主融资需求有待进一步激活。

具体来看，年底银行对重点领域信贷支持力度不减，企业中长期贷款大幅多增，带动 12 月信贷表现超季节性；全年新增信贷较上年多增 1.4 万亿，对扩投资稳增长发挥了重要作用，但信贷投放结构“企业强、居民弱”的特征贯穿全年，凸显房地产低迷和消费疲弱带来的影响。社融方面，在 12 月投向实体经济的贷款保持同比多增的同时，当月企业和政府债券融资明显偏弱，拖累社融同比少增逾万亿；全年新增社融较上年多增约 6600 亿，贷款和非标融资是主要拉动项，企业债券融资和外币贷款则为主要下拉力量。货币供应量方面，12 月理财产品大规模赎回效应缓和，M2 增速高位回落，地产低迷叠加疫情扰动企业经营，M1 增速低位下行；当月 M2-M1 增速差扩大，表明宽信用对实体经济的提振效应有待进一步释放。

展望未来，在宏观政策延续稳增长取向，地方债发行大规模开闸，房地产融资环境大幅改善背景下，加之银行普遍存在贷款“早投放、早收益”的经营传统，2023 年 1 月会迎来信贷、社融数据开门红。全年新增信贷和社融规模有望超过上年，宽信用将成为助力 2023 年经济运行整体好转的一个重要支撑因素。下一步为有效激发实体经济贷款需求，稳定宏观经济运行，引导房地产行业尽快实现软着陆，政策面或将在以下几个方面发力：一是引导 5 年期 LPR 报价下调。这是推动楼市企稳回暖，带动居民中长期贷款修复的关键，我们估计最快有可能在 1 月落地。二是加快专项债发行节奏，引导银行加大基建项目贷款投放，推动一季度基建投资保持两位数高增。这也会在一定程度上对社融数据形成支撑。三是充分挖掘各项结构性货币政策工具潜力，加快相关贷款投放，推动信贷总量稳定增长。

具体来看：

一、年底银行对重点领域信贷支持力度不减，企业中长期贷款大幅多增，带动12月信贷表现超季节性；全年新增信贷较上年多增1.4万亿，对扩投资稳增长发挥了重要作用，但信贷投放结构“企业强、居民弱”的特征贯穿全年，凸显房地产低迷和消费疲弱带来的影响。

12月为季节性信贷小月，但在宽信用政策仍然积极、对重点领域和薄弱环节的信贷投放力度不减背景下，2022年12月信贷环比、同比均实现多增。12月新增人民币贷款1.4万亿，环比超季节性多增1900亿，同比多增2665亿，时隔两个月后再度恢复同比多增。由此，12月末贷款余额增速较上月末反弹0.1个百分点至11.1%。

从结构上看，12月新增企业中长期贷款达1.21万亿，环比多增4743亿，同比大幅多增8717亿，是当月信贷整体超季节性的主要拉动。背后是年底信贷定向支持基建、制造业、小微、绿色等领域的力度不减，以及金融支持房地产16条落地见效、银行加大对房企信贷支持力度。在企业中长期贷款大幅多增的同时，12月企业短贷和票据融资表现偏弱，其中票据融资环比少增403亿，同比少增2941亿，与月底票据利率大幅抬升相印证，反映企业贷款期限结构改善。这一方面是政策引导的效果，另一方面也显示，在各项支持政策下，企业有效贷款需求有所释放。

不过，在企业贷款规模放量、结构改善的同时，12月信贷主体结构继续表现出“企业强、居民弱”的特点。当月居民中长期贷款环比少增238亿，同比少增1693亿，与年末楼市依然低迷相印证；同时，12月居民短贷负增113亿，环比多减638亿，同比多减1693亿，背后则是国内疫情高发对居民消费造成较大扰动。

就2022年全年来看，新增信贷规模达到21.3万亿，较上年多增1.4万亿，“企业强、居民弱”的特征贯穿全年。2022年企业贷款较上年多增5.07万亿，其中企业中长期贷款多增1.83万亿，企业短贷和票据融资多增3.54万亿。这反映出经济下行压力加大背景下，政策层面引导银行加大信贷投放力度，推动银行对企业贷款大幅多增，尤其是对制造业企业和基建领域中长期信贷支持力度较大，为全年扩投资稳增长发挥了重要作用。不过，由于企业有效融资需求和银行风险偏好受经济下行压制，新增贷款结构整体仍偏短期化。另一方面，受房地产市场低迷和疫情反复扰动消费影响，全年居民中长期贷款和短期贷款分别较上年少增3.33万亿和7600亿。这也表明，引导房地产顺利实现软着陆、扩大居民消费需求，将是2023年稳定宏观经济运行、巩固宽信用成果的重中之重。

二、12月企业和政府债券融资大幅少增拖累社融同比少增逾万亿；全年新增社融较上年多增约6600亿，贷款和非标融资是主要拉动项，企业债券融资和外币贷款则为主要下拉力量。

尽管 12 月投向实体经济的人民币贷款环比多增 2906 亿，同比多增约 4000 亿，但当月新增社融规模却大幅缩量。12 月新增社融 1.31 万亿，环比少增 6774 亿，同比少增 1.05 万亿，导致月末社融存量增速较上月末大幅下滑 0.4 个百分点至 9.6%，创有历史记录以来最低点。

12 月社融环比、同比大幅少增的主要拖累项是政府债券融资和企业债券融资。其中，受 2022 年政府债券发行前置，以及年末到期量偏大影响，12 月政府债券融资环比少增 3739 亿，同比少增 8893 亿；受前期银行理财大规模赎回，以及发行利率上行等因素影响，12 月企业债券取消发行规模大增，受此影响，当月企业债券融资负增 2709 亿，环比多减 3305 亿，同比多减 4876 亿。

其他分项中，随着两批基础设施建设基金投放完毕，对委托贷款的拉动作用退去，12 月委托贷款延续负增，但同比少减 314 亿；其他两项表外融资也为负增，但较去年同期均明显少减，其中，去年为资管新规过渡期最后一年，年末信托贷款压降力度较大，故 2022 年 12 月信托贷款较去年同期大幅少减 3789 亿。此外，中美利差仍深度倒挂背景下，12 月外币贷款延续负增，同比多减 1016 亿；12 月新增股票融资环比多增 697 亿，但同比少增 590 亿，对社融总量影响不大。

就 2022 年全年来看，新增社融规模为 32.01 万亿，在投向实体经济的人民币贷款较上年多增 9697 亿背景下，新增社融同比仅多增 6591 亿，主要拖累项即为企业债券融资——全年企业债券融资大幅少增 1.24 万亿，主要原因有二：一是严控地方政府隐性债务风险背景下，2022 年城投融资政策偏紧，城投债净融资大幅收缩；二是年末两个月，理财赎回潮剧烈冲击信用债市场，企业债券大规模取消发行，净融资转负。2022 年政府债券表现要强于企业债券，全年国债和地方债发行量合计较上年增加 2.8 万亿，净融资规模也高于上年。整体上看，2022 年债券融资中“政府强、企业弱”特征比较突出。以上数据表明，当前宽信用过程主要由政策面和政府融资驱动，地产低迷、疫情扰动导致各类市场主体自主融资需求受到明显影响。

三、12 月理财产品大规模赎回效应消退，M2 增速高位回落；地产低迷叠加疫情扰动企业经营，M1 增速低位下行；当月 M2-M1 增速差扩大，表明宽信用对实体经济的提振效应有待进一步释放。

12 月末 M2 增速为 11.8%，较上月末放缓 0.6 个百分点。主要原因有三个：一是当月市场利率回落，债市反弹，理财赎回压力缓解。这意味着 11 月大规模理财赎回带动居民存款超季节性大增现象也在随之缓解——12 月居民存款同比多增 10011 亿，多增幅度较上月回落 5181 亿。二是上年同期基数走高，也会压低 12 月 M2 增速。可以看到，2021 年 11 月 M2 同比为 8.5%，12 月升至 9.0%。最后，12 月财政存款下降 10857 亿，比去年同期多减 555 亿，这也会小幅推高 M2 增速。

2022 年在信贷、社融增速略有放缓的背景下，M2 增速明显加快 2.8 个百分点，主要是财政大规模退税和四季度理财产品赎回带来的影响：前者会直接增加企业存款，后者则导致居民存款短期内大增，而这些因素都不会对信贷、社融数据带来直接影响。这也表明，2022 年 M2 高增并非是央行显著增加了货币发行量，也意味着其对 2023 年物价上涨的推升作用有限。

12 月末 M1 同比增速降至 3.7%，除上年同期增速基数略有提高外，主要有两个原因：首先，30 个大中城市高频数据显示，12 月楼市销量延续低迷。这会直接影响房企销售回款，进而对 M1 增速形成下拉效应。历史数据表明，我国 M1 增速走势与楼市关联度较高。其次，12 月疫情高发，不可避免地会对企业经营产生一定不利影响，也会抑制 M1 增速。整体上看，2022 年 M1 增速持续处于低位徘徊局面，主要源于楼市低迷贯穿全年，两轮疫情高峰对企业的经营、投资活动影响显著，企业存款活化程度减弱。

12 月 M2-M1 增速差在偏高的水平上进一步扩大，表明在财政金融政策充分发力，广义货币供应量高增局面下，整体而言，企业、居民手里并不缺钱，但受房地产低迷、疫情波动影响，实体经济活跃度不足，宽信用向稳增长传导并不顺畅。下一步宏观政策的重点将是在疫情影响消退后，着力促消费、扩投资，特别是要尽快推动房地产行业企稳回暖，提升企业经营、投资活跃度，把宽信用效应充分释放出来，在供需两端畅通宏观经济大循环。

整体上看，在政策面加大宽信用力度，企业中长期贷款大规模投放带动下，12 月信贷恢复多增，但受债券融资拖累、特别是企业债券融资为负的影响下，社融同比大幅少增。这表明当前宽信用过程主要由政策面驱动，各类市场主体自主融资需求有待进一步激活。

展望未来，在宏观政策延续稳增长取向，地方债发行大规模开闸，房地产融资环境大幅改善背景下，加之银行普遍存在贷款“早投放、早收益”的经营传统，2023 年 1 月会迎来信贷、社融数据开门红。近期央行强调，2023 年货币政策“总量要够、结构要准”，并明确“明年（2023 年）货币政策的力度不会小于今年（2022 年）”。我们认为，“总量要够”主要是指 2023 年新增信贷规模不会低于 2022 年，预计有

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_51135

