



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期： 2023年01月12日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

相关报告：

《政策仍需扶持，基建是抓手》

——2022年08月17日

《食品重新主导 CPI 上涨》

——2022年08月11日

《制造业需求不足突出》

——2022年08月02日

社融缓回落 信贷长期化

——2022年12月份中国金融数据点评

■ 主要观点

信贷期限长期化趋势延续

我们先前就指出，信贷期限的长期化趋势不会改变。信贷期限结构基本上也是由经济环境决定的。经济低迷时期新增信贷期限的一个显著特征是长期化——经济低迷时当期融资需求下降，政策激励固定资产投资增长以托底经济，故中长期投资会得到鼓励和发展。无论是基础设施投资，还是企业的固定资产投资，政策性鼓励下发放的银行贷款，最终都会体现在企业部门中长期贷款增长上。因此，2020-2022年的3年疫情期间，信贷期限长期化是基本特征。

信贷新增部门分布仍集中于企业部门

虽然2022年4季度以来，对地产的融资限制不断有实质放松措施出台，但商业银行系统对居民部门的信贷增长仍处低位，表明居民的购房需求仍然处于低位。我们认为，由于城市化进程速率变化、人口结构改变，特别是经济发展给社会收入预期带来的改变，楼市的投资需求短期仍难提升，居住性需求则增长较为缓慢，未来住房消费按揭的信贷需求也会维持现有的低增长态势，在银行信贷部门分类中则显现为家庭部门信贷增长的平缓。

社会融资增速回落，表明融资结构趋改善

2022年中国社会融资环境的一个显著变化，是社融增长的逐渐回落。随着社会融资的规范化，表外日益转表内，无论是委托贷款、信托贷款，还是未贴现银行承兑汇票，其占比均出现了下降趋势，信贷占比和资本市场直接融资比重则上升。融资规范化的发展和社会融资结构改善，意味着资金“脱虚向实”的发展，维持资产泡沫的财务性融资性周转下降，在金融环境上位经济高质量发展创造了条件。

市场融资利率缓升后将趋平

中国融资利率偏高主要是楼市融资需求过于强烈的结果。房地产融资新规出台后，社会融资需求趋于下降，实体经济中的融资利率就受益这种结构变化，趋向下行。2022年Q4楼市融资政策趋放松后，实体经济的市场融资利率又趋紧。从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，继续了趋势性抬升态势。不过，由于房地产融资需求的低迷和开发性融资不会膨胀，实体领域的市场融资利率不会延续抬升，预计将很快转入平稳运行阶段。

降息、降准均在前方

从趋势上看，2023年内国货币仍存在“双降”（降息和降准）的内在需求。按照笔者的货币“二分法”分析框架，当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。虽然海外利率较高，但在双循环背景下，国内经济发展需要在货币环境上仍需要降准、降息的配合。随着疫情影响消退后中国经济运行恢复正常，为保持流动性环境平稳，降准、降息的时机将更趋成熟、条件将更趋完备。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变。中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：12 月份金融数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	4
2.1 信贷平稳、货币回落	4
2.2 信贷期限长期化趋势延续	5
2.3 信贷新增部门分布仍集中于企业部门	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 社会融资增速回落，表明融资结构趋改善	7
3.2 市场融资利率缓升后将趋平	9
4 事件预测：趋势判断	10
4.1 降息、降准均在前方	10
5 风险提示：	10

图

图 1：中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）	5
图 2：中国信贷新增规模的期限变化（月，亿元）	5
图 3：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元）	6
图 4：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元）	7
图 5 中国社会融资和货币、信贷的增长（月，%）	8
图 6 中国社会融资和货币、信贷的增长（月，%）	8
图 7 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利 率：%、日）	9

表

表 1：2022 年 12 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿 元，%）	4
---	---

1 事件：12 月份金融数据公布

广义货币增长 11.8%。2022 年 12 月末，广义货币(M2)余额 266.43 万亿元，同比增长 11.8%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 2.8 个百分点；狭义货币(M1)余额 67.17 万亿元，同比增长 3.7%，增速比上月末低 0.9 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点；流通中货币(M0)余额 10.47 万亿元，同比增长 15.3%。全年净投放现金 1.39 万亿元。

人民币各项贷款增长 11.1%。2022 年 12 月末，人民币贷款余额 213.99 万亿元，同比增长 11.1%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 0.5 个百分点。全年人民币贷款增加 21.31 万亿元，同比多增 1.36 万亿元。分部门看，住户贷款增加 3.83 万亿元，其中，短期贷款增加 1.08 万亿元，中长期贷款增加 2.75 万亿元；企（事）业单位贷款增加 17.09 万亿元，其中，短期贷款增加 3.03 万亿元，中长期贷款增加 11.06 万亿元，票据融资增加 2.96 万亿元；非银行业金融机构贷款增加 1254 亿元。12 月份，人民币贷款增加 1.4 万亿元，同比多增 2665 亿元。

人民币各项存款增长 11.3%。2022 年 12 月末，人民币存款余额 258.5 万亿元，同比增长 11.3%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2 个百分点。全年人民币存款增加 26.26 万亿元，同比多增 6.59 万亿元。其中，住户存款增加 17.84 万亿元，非金融企业存款增加 5.09 万亿元，财政性存款减少 586 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.38 万亿元。12 月份，人民币存款增加 7242 亿元，同比少增 4403 亿元。

2022 年全年社会融资规模增量为 32.01 万亿元，比上年同期多 6689 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 20.91 万亿元，同比多增 9746 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 5254 亿元，同比多减 6969 亿元；委托贷款增加 3579 亿元，同比多增 5275 亿元；信托贷款减少 6003 亿元，同比少减 1.41 万亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 3411 亿元，同比少减 1505 亿元；企业债券净融资 2.05 万亿元，同比少 1.24 万亿元；政府债券净融资 7.12 万亿元，同比多 1074 亿元；非金融企业境内股票融资 1.18 万亿元，同比少 376 亿元。12 月份，社会融资规模增量为 1.31 万亿元，比上年同期少 1.05 万亿元。

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 信贷平稳、货币回落

我们一直认为信贷、货币增速的平稳趋势不变，货币内生体系下信贷和货币增长基本上取决于社会经营主体的行为，即经济平稳决定了信贷和货币增长的平稳。另一方面，从货币政策的角度，中性稳健货币政策亦为政策偏好，并为货币当局多次明示。由于经济

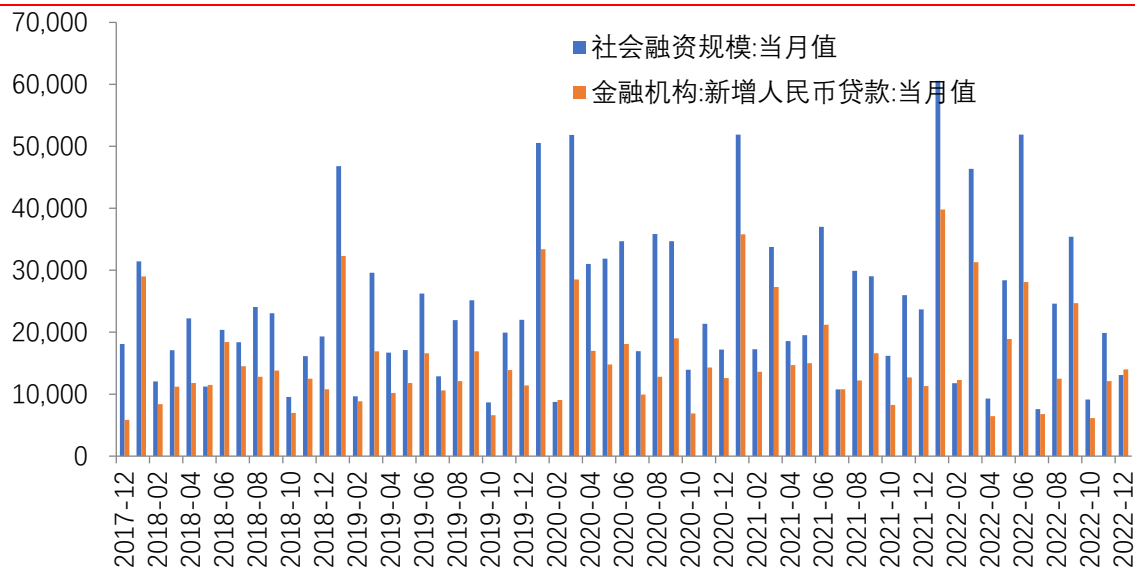
信贷和货币增长因具有政策风向标指示作用，维持增长平稳更为宏观部门所偏好；2022 年 11 月份货币增速的反弹，我们认为不会持续，12 月份货币增速的回落，印证了我们的判断，也符合市场预期。12 月份新增信贷 14000 亿，超出市场预期，但余额同比增速基本符合市场预期；信贷增长整体维持了平稳态势。从市场预期的分布看，机构间分歧比较大，无论货币增速还是信贷新增规模、增速，均是如此；表明当前市场对货币环境看法存在一定分歧。

表 1：2022 年 12 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	12250	12.2	8.9
Average	12444	12.0	10.24
High	13500	12.8	11.1
Low	11000	11.5	6.75
No of Forecasts	9	15	7
SHSC	10000	11.8	11.0

资料来源：wind，上海证券研究所

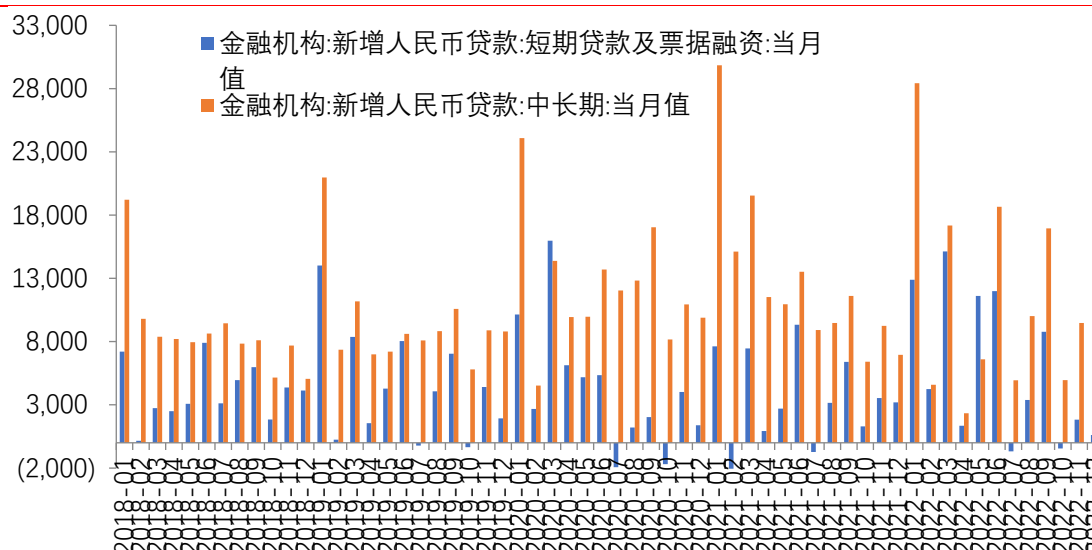
按照货币增速和名义经济增速相适应的基准（初略计约为消除基数效应后的实际 GDP 增速+CPI，或者名义 GDP 增速），适宜的货币增速应该在 6-9 之间，由于经济运行实际上偏弱，因此货币当局实际上倾向于让货币增长位于区间上半部。即使考虑到物价形势，当前货币环境实际上处于较为宽松状态，社会的流动性环境并没有出现收紧迹象。保持流动性环境平稳，并在平稳中改变流动性结构分布，一直为货币当局的政策导向和意图偏好。

图 1：中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 信贷期限长期化趋势延续

我们先前就指出，信贷期限的长期化趋势不会改变。信贷期限结构基本上也是由经济环境决定的。经济低迷时期新增信贷期限的一个显著特征是长期化——经济低迷时当期融资需求下降，政策激励固定资产投资增长以托底经济，故中长期投资会得到鼓励和发展。无论是基础设施投资，还是企业的固定资产投资，政策性鼓励下发放的银行贷款，最终都会体现在企业部门中长期贷款增长上。因此，2020-2022 年的 3 年疫情期间，信贷期限长期化是基本特征。

图 2：中国信贷新增规模的期限变化（月，亿元）


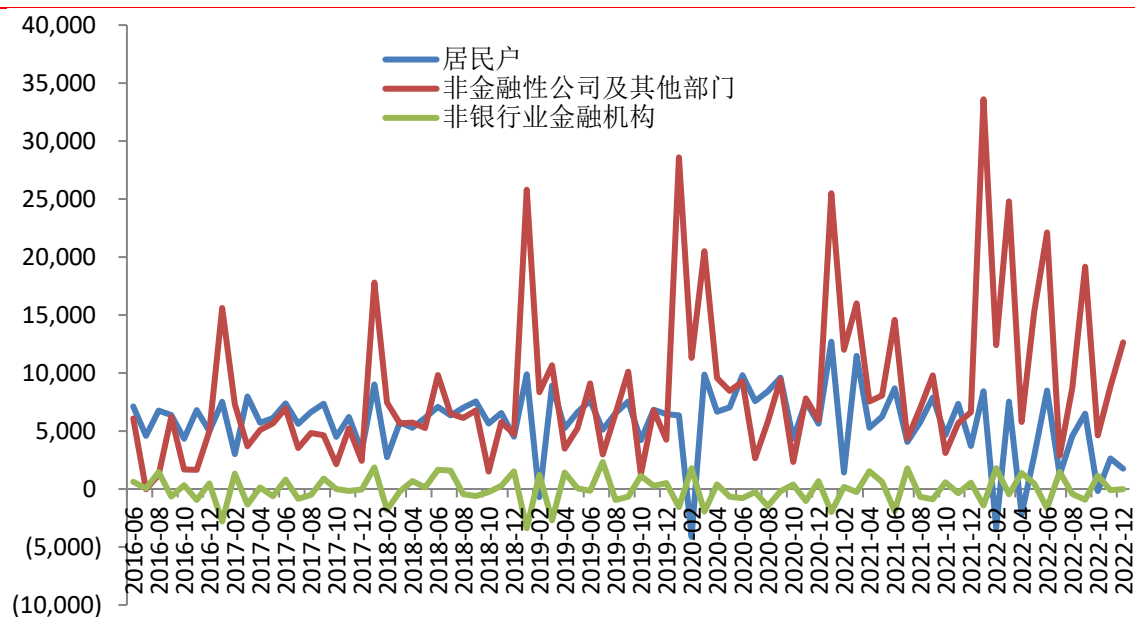
资料来源：Wind，上海证券研究所

2022 全年人民币贷款增加 21.31 万亿元，同比多增 1.36 万亿元。企（事）业单位贷款增加 17.09 万亿元，其中，短期贷款增加 3.03 万亿元，中长期贷款增加 11.06 万亿元，票据融资增加 2.96 万亿元；12 月份，人民币贷款增加 1.4 万亿元，同比多增 2665 亿元，其中中长期贷款增长 13975 亿元，短期贷款和票据融资当月新增规模仅为 617 亿元。

2.3 信贷新增部门分布仍集中于企业部门

虽然 2022 年 4 季度以来，对地产的融资限制不断有实质放松措施出台，但商业银行系统对居民部门的信贷增长仍处低位，表明居民的购房需求仍然处于低位。我们认为，由于城市化进程速率变化、人口结构改变，特别是经济发展给社会收入预期带来的改变，楼市的投资需求短期仍难提升，居住性需求则增长较为缓慢，未来住房消费按揭的信贷需求也会维持现有的低增长态势，在银行信贷部门分类中则显现为家庭部门信贷增长的平缓。

图 3：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元）

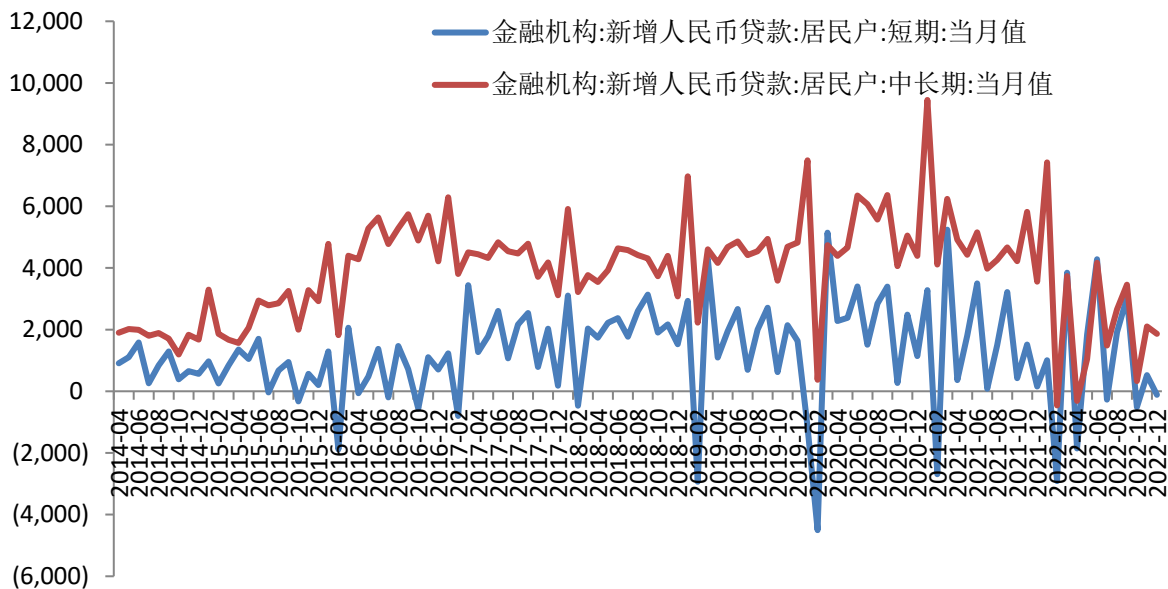


资料来源：Wind，上海证券研究所

全年人民币贷款增加 21.31 万亿元，分部门看，住户贷款增加 3.83 万亿元，企（事）业单位贷款增加 17.09 万亿元，非银行业金融机构贷款增加 1254 亿元。历史看，2022 年居民户的信贷增长和以往比，有明显下移。而居民部门的新增信贷构成，则主要是中长期贷款，实际中主要为楼市按揭贷款。历史变化看，居民户短期贷款增长比较平稳，2022 年居民信贷增长的下移，主要是居民户中

长期信贷增长规模的下降，从当前居民中长期贷款增长规模看，当前增长规模仍有一定的下降空间。

图 4：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 社会融资增速回落，表明融资结构趋改善

2022 年中国社会融资环境的一个显著变化，是社融增长的逐渐回落。但信贷和货币增长相对平稳；因此，社融增速和信贷增速间的差距逐渐扩大。社会融资增长的回落，实际上是延续了 2018 资产新规后融资规范发展的结果，2020 年社融增速的提升，

且信贷增速也相应回落，融资结构趋改善。

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_51191

