

2023 年金融条件展望：超额流动性退潮

2022 年 12 月 07 日

2022 年中国经历了一系列特殊现象，居民资产负债表收缩，私人部门风险偏好降温，政府大力度加杠杆，资金利率维持在低水平。

这一“当时只道是寻常”的历史罕见金融条件，我们称之为“超额流动性”，并影响 2022 年资产定价。展望 2023 年金融条件，绕不开的一个问题，超额流动性何去何从，资产定价因此会有怎样的变化？

➤ 超额流动性，衍生自 2022 年地产和财政的异常表现

2022 年货币流动性受财政牵引。可以说今年资金面表现跟随财政投放节奏和力度，亦步亦趋。上半年财政支出靠国库，下半年靠银行体系，这样的财政节奏主导今年流动性先松后紧。

2022 年信用条件受地产牵引。2022 年政府部门持续加杠杆，先是债券融资，后是政策性金融工具和表内信贷，支撑全年社融扩张。反观私人部门，地产和疫情压制之下，居民信贷大力度收缩。

➤ 超额流动性对 2022 年资产定价的影响，或被市场低估

今年地产和疫情压制居民风险偏好，国家资产负债表面临收缩压力。政府加杠杆来延缓国家资产负债表衰退。

居民缩表而政府扩表，这种罕见组合，最终催化出 2022 年“超额流动性”。

私人部门承接财政支出，本应将这部分资金转化为有效投资。然因私人部门风险偏好急剧收缩，居民资产配置选择风险极低的现金存款，最终流动性淤积于金融市场，表现为高于社融增速的“超额流动性”。

超额流动性加剧市场对低风险资产的渴求，同时也带来低利率低波动的资金面环境。这一金融货币条件便是今年二、三季度资本市场定价的重要变量。

➤ 超额流动性退潮，2023 年货币市场流动性退潮

2023 年超额流动性退潮，首先意味着资金面持续低利率低波动的状态被打破。

2023 年财政预计依然扩张，我们初步估测政府债券发行规模约 10 万亿，政策性金融工具也将继续推进。然而 2023 年或不再有类似 2022 年的增值税留抵退税操作，类似今年 6-8 月国库投放引导资金面极松的情景，很难在 2023 年复刻。

2023 年央行操作预计更加灵活，客观上资金面的利率波动或较 2022 年抬升。

➤ 超额流动性消退，2023 年私人部门信用扩张且风险偏好回升

地产和疫情，二者相呼交织，共同压制居民的风险偏好。2023 年疫情政策持续优化，地产政策持续推进，**居民资产负债表终将走出收缩状态，进入企稳甚至温和扩张状态。这意味着蜷缩在银行间的资金，将走向风险资产。**两个关键变化：第一，私人部门信用扩张，驱动社融，同时信贷结构明显优化。第二，一旦地产销售好转，居民资产负债表停止缩表，债券将会迎来最后一跌。

➤ 预计 2023 年社融增速在 10.3%，高点或在二季度出现

2023 年主导社融节奏的关键是居民部门风险偏好何时企稳，关键的观察变量是地产销售何时企稳。我们预计地产销售大概率在二季度开始回升。

悲观、中性、乐观三种情形下，全年社融增速分别为 9.7%、10.3%、11.0%。

受益于低基数等因素，社融高点或落在二季度。

➤ 风险提示：疫情发展超预期，海外通胀超预期，出口下滑超预期



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1. 2023 年宏观经济及资产配置展望 (四)：2023 年财政基建展望：中央加杠杆，地方缓投资-2022/12/04

2. 2023 年宏观经济及资产配置展望 (三)：2023 年出口：逃不开的全球经贸周期下行-2022/12/04

3. 全球大类资产跟踪周报：人民币汇率强势反弹-2022/12/04

4. 2023 年宏观经济及资产展望 (二)：2023 年海外：大转折前的流动性风暴-2022/12/02

5. 宏观事件点评：地产、超额流动性和债市走向-2022/11/30

目录

1 2022 年货币信用回顾：大财政格局下，流动性剩余	3
1.1 财政收支主导狭义流动性演绎	3
1.2 货币端重在“熨平”流动性波动	4
1.3 政府加杠杆是广义流动性的核心线索	5
1.4 信贷投放结构对狭义流动性产生扰动	7
2 2023 年货币信用展望：超额流动性逐步消退	9
2.1 大财政格局下，流动性波动加大	9
2.2 货币调控框架转型	10
2.3 狭义流动性仍会保持偏宽松	11
2.4 广义流动性的线索由政府部门向私人部门切换	12
3 2023 年社融主要分项预测	13
3.1 居民信贷	13
3.2 政府债券	14
3.3 社融预测	14
4 总结：“超额流动性”演绎的核心仍在地产	16
5 风险提示	18
插图目录	19

1 2022 年货币信用回顾：大财政格局下，流动性剩 余

1.1 财政收支主导狭义流动性演绎

与历史经验有所不同的是，2022 年流动性演绎最核心变量在于财政，财政融资与支出节奏对流动性的影响贯穿全年，财政融资和支出的节奏影响了流动性的演绎。

第一段是流动性正常时期：即 1-3 月。

财政融资力度大，资金利率难下行。尽管央行在去年年底到今年年初开启了一轮降准降息，但资金面并未间明显放松，DR007 始终在政策利率之上。

第二段是流动性偏宽时期：4-6 月。

财政支出开始大幅发力，资金利率走低。最为典型的是央行上缴利润，以配合大规模的财政减税降费，大量流动性由财政被动投放，资金面利率走低。

第三段是流动性极宽时期：7-8 月。

财政支出仍然保持强势，但财政融资节奏放缓，导致资金利率进一步下降，DR001 一度降至 1% 附近，流动性转为极宽。

第四段是流动性由宽转紧时期：即 9 月开始之后。

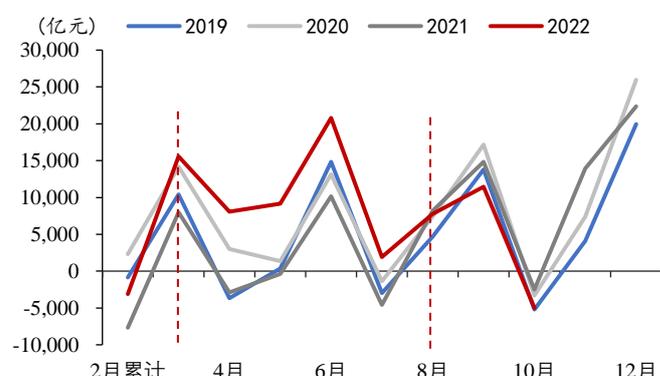
财政融资重新发力，主要通过政策性金融工具以及政策性银行投放信贷融资，同时财政赤字开售收缩，财政对流动性的虹吸作用逐步显现，资金利率开始逐步回升，最为典型的是同业存单利率从 8 月一路上行，10 月以来多数时间保持在 2% 以上。再加上政策、监管等多层面的因素扰动，导致 11 月债券市场出现较大回调。

图1：资金利率走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：广义财政赤字



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 货币端重在“熨平”流动性波动

今年以来货币端主动投放并不强，更多是起到熨平流动性波动的作用。

首先，货币端主动投放在年内出现明显“缩量”特征。

随着资金面在二季度开始转松，财政大规模支出持续，资金面转为极宽后，央行主动投放力度明显减弱，逆回购每个交易日投放量由 100 亿缩减到 20 亿的规模。

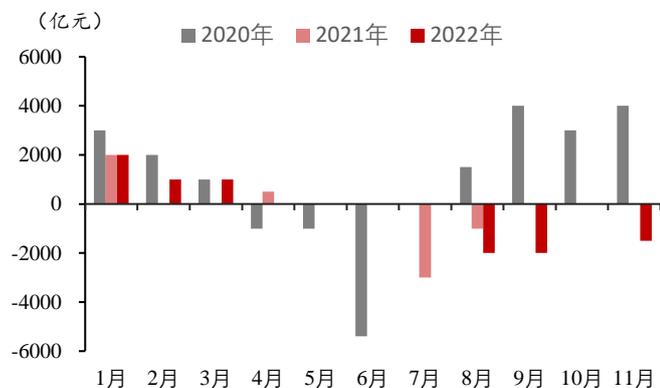
MLF 续作也在年内出现“缩量”特征，一季度各月 MLF 均超量续作，二季度择时等量续作，进入下半年，多数月份 MLF 则是缩量续作。

当时市场担忧是否意味着央行收紧流动性，但从实际结果出发，投放缩量可能是为了对冲财政投放，以避免导致流动性过度投放，造成流动性过松的局面。

其次，年内央行两次降准都与流动性调节关系不大。

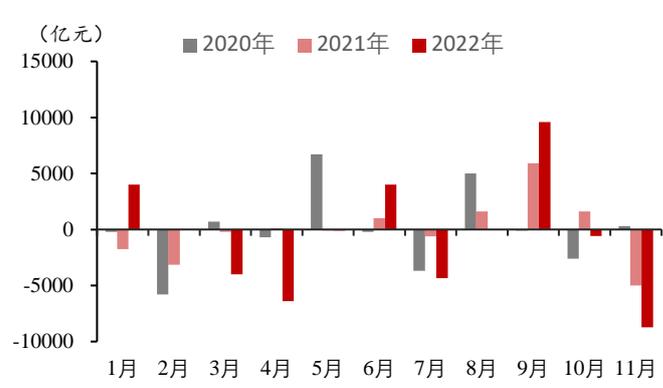
央行年内降准两次，一次在 4 月、一次在 11 月；但即使算上降准释放的资金，央行仍然是在净回笼资金，而之前几次降准都没有出现过类似的情况。以 11 月降准为例，实际上降准是在 MLF 到期续作之后才宣布，而此时流动性相当宽松，隔夜利率甚至在 1% 左右，所以降准不仅仅只是释放流动性的考量，更多是为宽信用。

图3：MLF 净投放规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：OMO 净投放规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2020 年以来降准当月央行投放情况（单位：亿元）

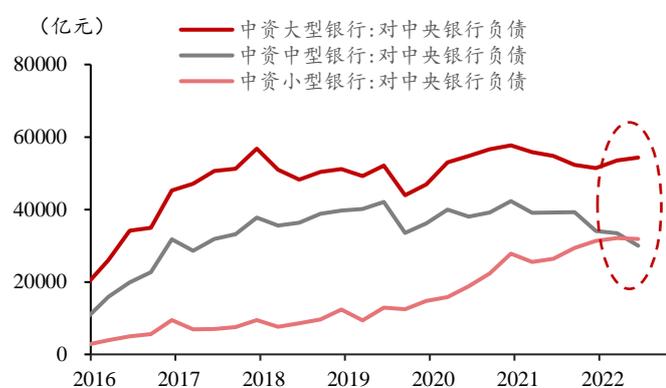
2022年以来降准当月央行投放对比	下调幅度	降准释放资金规模	OMO净投放	MLF净投放量	净投放量
2020年3月	定向降准50-100BP	5500	700	1000	7200
2020年4月	定向降准100BP	4000	-700	-1000	2300
2021年7月	全面降准50BP	10000	-600	-3000	6400
2021年12月	全面降准50BP	12000	2000	-4500	9500
2022年4月	全面降准25BP	5300	-6400	0	-1100
2022年11月	全面降准25BP	5000	-8740	-1500	-5240

资料来源：wind，民生证券研究院

另外，央行增加结构性货币政策工具如再贷款再贴现、PSL 等工具使用力度，这些工具对流动性的影响正在增大。

截至 2022 年 10 月末，其他存款类金融机构对中央银行负债规模约为 12 万亿。其中，11 月末数据显示，MLF 最新余额为 4.4 万亿，PSL 最新余额 3.2 万亿；截至 9 月末，支农再贷款、支小再贷款和再贴现余额合计 2.5 万亿。尤其是今年央行创设了多个领域的结构性货币政策工具，9 月开始后 PSL 重新开始新增，这些工具也带来基础货币投放，也会对流动性产生较大影响，尤其是对特定领域信贷投放压力较大的银行，具有较好的定向补充流动性作用。

图6：各类型银行对中央银行负债规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：MLF、PSL、再贷款再贴现余额



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 政府加杠杆是广义流动性的核心线索

今年以来信用端的核心主线是：政府部门加杠杆，私人部门信用持续偏弱。

上半年政府部门加杠杆的形式是发债，尤其是地方政府专项债，基本在上半年发行完毕。

2022 年上半年社融同比多增约 3.2 万亿，其中政府债券一项贡献了约 2.2 万亿，地方政府专项债在上半年集中发行支撑社融增速。

下半年政府部门加杠杆的形式是政策性金融工具和政策性银行信贷。

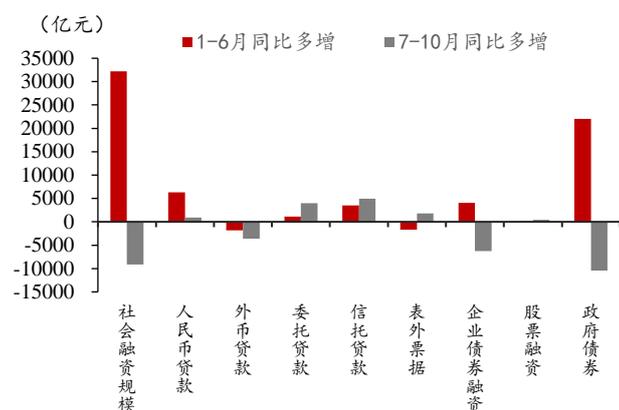
下半年政府债券发行退坡，2022 年 7-10 月，社融合计同比少增 0.9 万亿，其中政府债券拖累了约 1 万亿，政府部门加杠杆的方式切换为政策性金融工具和政策性银行信贷投放。

6 月 1 日和 6 月 29 日国常会分别提出调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，以及运用政策性、开发性金融工具发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充投资

包括新型基础设施在内的重大项目资本金，明确了下半年财政将通过政策性银行渠道弥补财政收支缺口，支持基建。

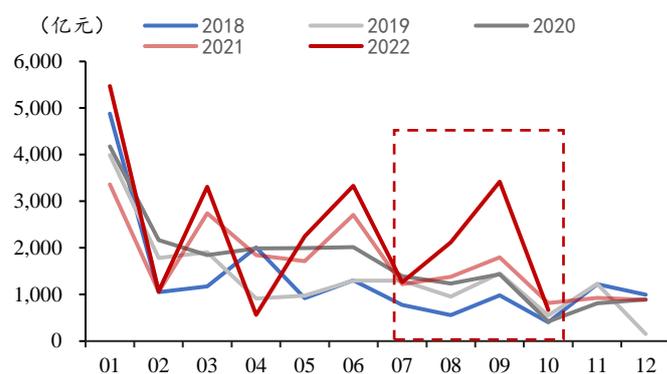
从7月开始至11月底，政策性开发性金融工具合计共投放7400亿资金，而这部分资金作为基建项目的资本金，并没有被纳入到社融统计口径当中。而这部分基建项目的信贷配套融资，同步企业信用扩张，主要是企业中长贷明显增加，而这部分新增信贷多由政策性银行投放。

图8：社融同比多增规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：国开行、交行、邮储三家银行当月新增贷款



资料来源：wind，民生证券研究院

私人部门今年信用低迷，尤其是居民部门，地产销售持续不景气，居民信贷新增规模创近年来新低。

上半年居民出现了罕见的“去杠杆”的现象。2022年2月，居民中长期贷款当月新增录得负值，这是自有数据统计以来的第一次，即使是2020年2月，也没有出现过这种情况。而随受疫情影响，4月居民中长贷再一次录得负值。短期内连续出现历史极端低值，反映了上半年居民融资需求一度落到冰点。

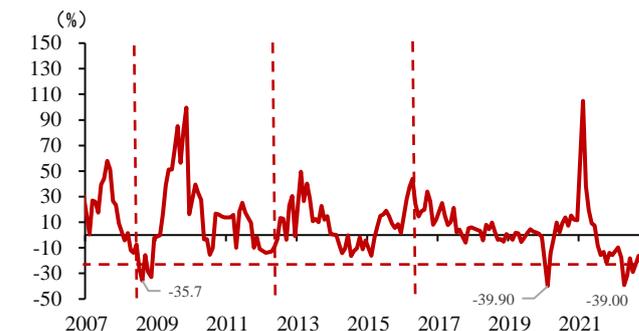
而下半年地产销售仍未出现改善，新增居民信贷仍偏弱。2022年1-10月新增居民信贷3.39万亿，不及为2021年同期的一半，创近5年以来的最低值，地产部门不景气导致居民信贷低迷。

图10：近年1-10月居民信贷累计新增规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：商品房销售面积当月同比



资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 信贷投放结构对狭义流动性产生扰动

在私人部门信用扩张不畅的情况下，今年信贷投放的增量较大主要集中在政策导向强的领域。

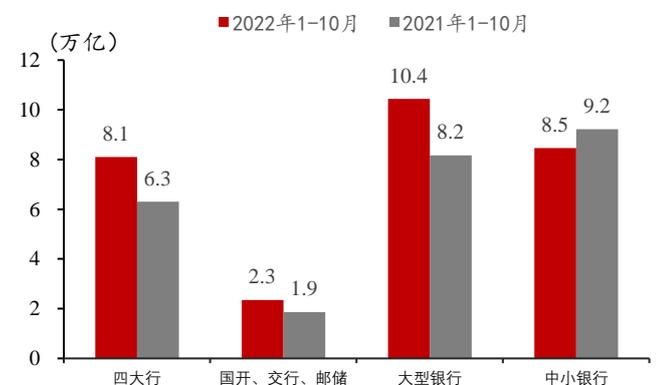
其一，基建、制造业等领域信贷增速较好，制造业和工业部门中长期贷款增速在二季度开始回升，基建相关信贷在政策性金融工具的支持下也有较好的表现。

其二，结构性工具支持的领域信贷都有大幅提升。无论是绿色贷款、涉农贷款以及普惠金融领域贷款都相较于 2021 年同期有大幅提升。

与之对应，今年贷款投放另一大特征，国有大行的信贷投放较强，而中小银行贷款投放偏弱。

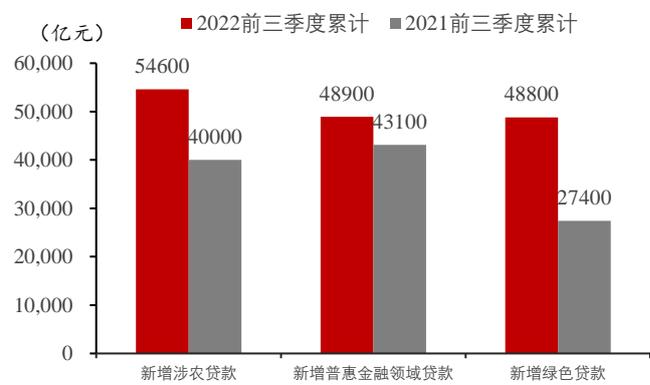
截至今年 10 月，全国中资大型银行的新增贷款规模同比多增约 2.2 万亿。其中，四大行同比多增 1.8 万亿，国开行、交通银行和邮储银行三家合同比多增约 0.4 万亿。中资中小型银行贷款规模同比少增约 0.7 万亿，外资和农村金融机构等同比均录得小幅少增。

图12：各类银行 1-10 月信贷投放规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：信贷投向领域对比



资料来源：wind，民生证券研究院

私人部门信用不畅，导致流动性淤积的现象持续，并对商业银行体系产生结构性的影响。

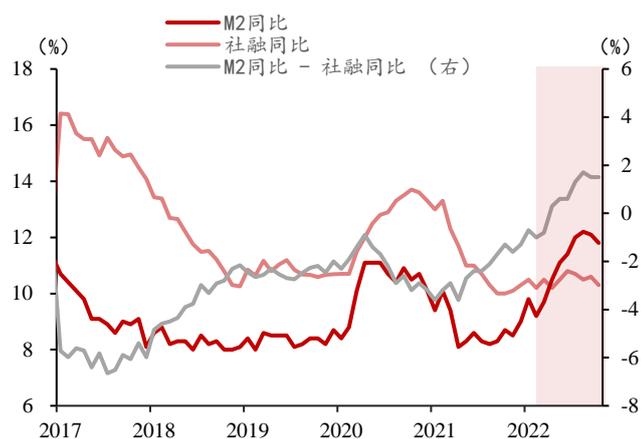
年初以来，实体融资需求持续不强，导致信贷投放出来，淤积于金融体系之内。M2 增速居高不下，持续增速高于社融增速，这是自 2017 年以来首次出现的现象。究其原因，大规模的减税降费导致居民和企业留存大量的现金，而实体活动受限，企业和居民资金使用活跃度下降，导致 M2 连续上升，并高于社融增速。

同时，由于部分信贷投放政策性导向较强，并且信贷是由大行来投放，同时政策性金融工具等使得银行存贷缺口拉大，大行需要去发行更多的同业存单以弥补负债端压力。这也就是今年大行同业存单发行占比偏高的原因。同时大行净息差承

压，而今年城商行和农商行净息差相对稳定。

为了缓解大行的压力，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，主要大型商业银行在今年4月和9月分别下调存款利率，减轻负债端压力。

图14：社融及 M2 增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2022 年信用利差一度大幅压缩



资料来源：wind，民生证券研究院

2 2023 年货币信用展望：超额流动性逐步消退

2.1 大财政格局下，流动性波动加大

2023 年或依然是财政大年，也就意味着财政仍将影响流动性。但相较于 2022 年，2023 年财政投放的规模和节奏对流动性的影响会有所不同。

其一，央行上缴利润的力度可能大幅缩减，财政被动投放流动性的作用可能会削减。

今年央行上缴利润 1.2 万亿，实际投放基础货币规模堪比一次 50BP 的降准。对应央行的资产负债表上的其他负债项，从去年年末 1.5 万亿，一度下降至 0.25 万亿，且下降较快阶段是二季度，这也与流动性开始转松相对应。而 2021 年央行上缴利润并不会如此之大，这意味着财政支出可能不会出现类似今年上半年的如此大的基础货币，财政投放被动投放流动性的作用可能会减小。

其二，债券融资的规模可能会比今年更大，财政融资可能会导致流动性被动收紧。

2022 年财政可使用资金的规模实际大于专项债的额度，主要是由两部分资金：一部分是去年已经发行的专项债，但留到今年才使用的资金，这部分资金规模 1.2 万亿。另一部分是往年结存的专项债额度，这部分额度约 5000 亿，但却集中在下半年发行。

其三，政策性金融工具、结构性货币政策工具的规模或继续扩大，流动性影响或更加难以估量。

在私人部门信用复苏仍缺位的情况下，政府部门加杠杆或仍将持续一段时间，这也就意味着政策性金融工具仍可能作为财政融资的重要手段。另外，具有较强财政属性的结构性货币政策工具也将逐步扩容，支持特定领域信贷投放，这些工具的使用不仅仅会对流动性产生影响，同时还会催生结构性的转变，金融体系内的流动性分布发生改变，难以估量对整体资金面的影响。

图16：货币当局其他负债规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：结构性货币政策工具

工具名称		额度 (亿元)	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
长期性工具	支农再贷款	7600	5161	5404	5587
	支小再贷款	16400	13315	13997	13863
	再贴现	7000	6247	6145	5449
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	400	44	44	213
	抵押补充贷款	—	27363	26203	26481
	碳减排支持工具	8000	—	1827	2469
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	—	357	578
	科技创新再贷款	2000	—	0	800
	普惠养老专项再贷款	400	—	0	4
	交通物流专项再贷款	1000	—	0	103
设备更新改造专项再贷款	2000以上	—	—	0	

资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 货币调控框架转型

2023 年大财政格局不变，意味着财政收支规模或将高于以往，天然加大资金利率波动。央行调控框架或面临转变，货币端可能更注重熨平流动性的波动。

过去央行调控的空间根源在于出口和地产驱动银行扩表。

2001 年中国加入 WTO 同时开启住房改革，商业银行扩表渠道就此打开。一则出口带来源源不断的外汇占款，在资产端形成国外资产，二则土地信用撬动源源不断的商业信贷，尤其是 PSL 等工具形成了央行对银行的债权。一时间经济迅速扩张，银行也快速扩表。

这一时期商业银行的结构特征赋予央行两个货币调控锚——基础货币管理锚定外汇占款，降准降息操作锚定银行信贷扩表。

未来中国出口趋势或下行，土地信用可能也将逐步降温。商业银行扩表的驱动力或将发生变化。以今年为例，居民部门缩表，政府部门取而代之，成为银行扩表的杠杆主力。

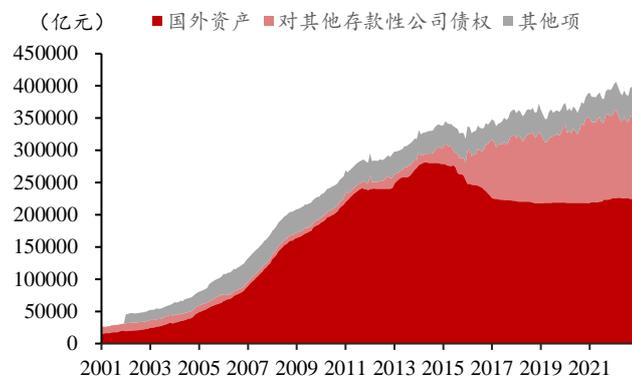
与之对应，央行调控锚也将发生变化。在明年仍可能是政府加杠杆的现实之下，货币调控更受财政节奏扰动。

财政收支两端都将影响货币流动性。财政扩收时，从银行间虹吸流动性；财政支出时，向银行间投放流动性。一收一支，货币市场资金利率因此波动。

我们认为 2023 年流动性演绎的格局会与当下类似，财政融资和支出的节奏将会对流动性产生较大的影响，短期内会造成资金面偏紧或偏松，尤其是类似于今年 9 月之后的流动性阶段性先紧后松的情况可能会持续上演。货币端会注重熨平短期

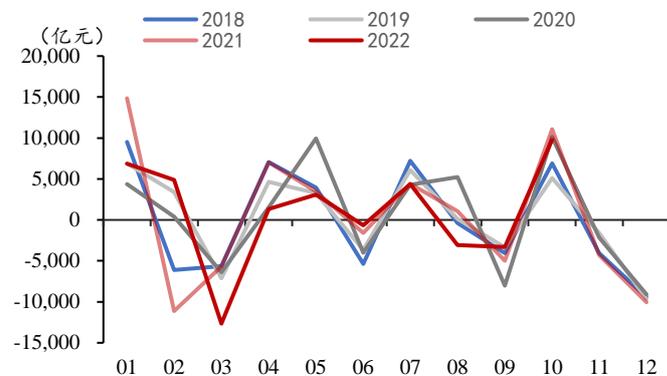
波动，保持资金利率中枢合理适宜。

图18：货币当局资产规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图19：政府存款环比变动



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 狭义流动性仍会保持偏宽松

2023年，宏观经济仍将处于修复进程，当前受制于疫情反复，经济恢复速度缓慢，下半年整体经济增速仍在偏低区间，尤其是地产销售仍在低位。

在地产未系统性修复、私人部门信用回升之前，后续经济仍需政府部门加杠杆。若要保障基建持续发力，明年仍需要通过发行政府债券以及其他政策性金融工具获取资金，而这也将是明年流动性的一个重要基调。

明年上半年流动性边际转松，但不会比今年上半年更宽松。

今年财政前置，上半年大规模支出之后，若要保障基建持续发力，三季度必须通过发债等工具获取后续支出的资金，导致财政端实际上“开源节流”，而这也将是下半年流动性，尤其是9月开始收紧的重要线索。

明年财政端的节奏可能仍是财政前置发力，保证经济稳固回升，这就意味着明年上半年财政支出力度或好于今年下半年。而明年上半年财政支出力度环比增强，财政对流动性的投放作用更强。

但相比于今年上半年，一方面类似央行上缴利润的力度可能大幅缩减，另外一方面债券发行压力也将大于今年，决定了流动性不可能像今年上半年如此宽松。

地产基本面好转，或是流动性拐点的信号。

如果地产基本面好转，或意味着私人部门信用回升，经济托底必要性减弱。信用端可能由政府加杠杆切换为私人部门加杠杆，央行调控空间增大，财政端对流动性的影响减弱，此时流动性的拐点可能出现。

2.4 广义流动性的线索由政府部门向私人部门切换

2022 年社融主要体现政府融资强，预计明年上半年可能仍将保持，明年下半年社融主线将逐步切换至私人部门融资，尤其企业、居民信用回升。

明年上半年，社融增量或主要由政府债券（尤其专项债）和政策性金融工具贡献。下半年随着地产部门逐步修复，经济企稳后，基建投资托底的必要性降低，政府融资需求下降，政府加杠杆的动力减弱。

明年下半年房地产相关融资将有所修复。

首先，当前企业融资条件已经触底回升，房地产企业的融资已有好转迹象。

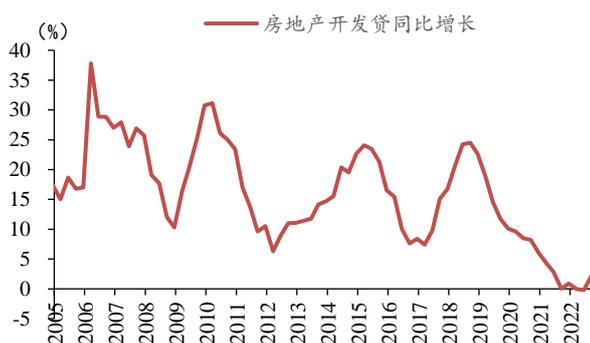
当前地产纾困政策思路也从“保项目”转变为“保项目主体”。

从 11 月 8 日的支持民营房企债券融资的“第二支箭”，到 11 月 11 日发布的地产“十六条”（《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》），再到 11 月 21 日新设立的 2000 亿保交楼免息再贷款，无一例外给前期收紧的地产融资政策松绑，而且明确支持企业主体融资。

当前房企开发贷增速拐点已现，信用债发行规模有望增加。

当前房地产表内信贷受政策支持已经有触底反弹迹象，随着流动性问题得到缓解，加上政策支持房企发债力度加大，未来房企债券融资也将回暖，房企信用有望得以重塑，进而扭转居民购房预期，带动房地产相关融资持续迎来反弹。

图20：房地产开发贷增速拐点已现



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：房地产信用债发行与地产销售增速



资料来源：wind，民生证券研究院

其次，房企信用重塑，居民信贷有望小幅回暖。

明年下半年，疫情对经济的影响逐步消退，房企信用重塑，各地房地产放松政策的效果有望显现，明年下半年地产销售或出现系统性改暖，直接带动居民信贷将有所好转。

3 2023 年社融主要分项预测

3.1 居民信贷

2022 年居民信贷相较于 2021 年几乎减半。一方面是房企信用资质恶化已经传递到居民端，抑制了需求释放。另一方面，经济相对较弱的地区，居民收入受疫情影响较大，由于对未来收入信心的下降，导致居民购房积极性不足。

我们预计随着地产纾困政策加码，房地产企业融资改善，信用风险将逐步缓解，居民购房需求会逐步回暖。

我们基准假设：2022Q4 房地产继续处于磨底阶段，同比增速维持当水平，2023 年房地产销售开始回暖，销售增速高点与 2020 年-2021 年高点持平：

(1) 基准情形：从二季度开始摆脱磨底阶段，居民购房积极性回升，销售将逐步回暖，销售单季同比最高在四季度，在四季度与 2020 年-2021 年地产增速高点持平。**全年房地产销售面积同比 0.8%，地产投资增速为 1.5%，对应的居民信贷为 5.4 万亿。**

(2) 乐观情形：从一季度开始摆脱当前磨底阶段，居民购房积极性回升，地产销售转正，销售单季同比最高在四季度，与 20 年-21 年地产高点持平。**全年房地产销售面积同比 7.8%，地产投资增速为 5.1%，对应的居民信贷为 6.2 万亿。**

(3) 悲观情形：从三季度开始摆脱当前磨底阶段，下半年地产销售与今年相当，四季度增速达到最高点，**全年房地产销售面积同比-4.2%，地产投资增速为-3.6%，对应的居民信贷为 4.7 万亿。**

图22：2023 年地产销售预测



资料来源：wind，民生证券研究院预测

图23：2023 年地产投资增速预测



资料来源：wind，民生证券研究院预测

3.2 政府债券

明年财政预算内收入可能进一步下滑，更加依赖对非预算内收入，尤其是政府债券。

我们给明年做出三种假设：

(1) 中性情况下，地方政府专项债与今年实际使用规模略少于今年，即政府债券合计同比多增 1.2 万亿。

(2) 乐观情况下，国债，地方政府一般债、地方政府专项，政府债券与今年持平，即政府债券同比多增 1.5 万亿。

(3) 悲观情况下，地方政府专项债与今年实际使用规模少 5000 亿（即往年结存的额度不再使用），即政府债券同比多增 1.0 万亿。

3.3 社融预测

在假设其他分项如非标、企业债券融资等项目合计同比去年多增 1-2 万亿，尤其是非标融资，中性情况下，预计明年非标继续压降的情况下，其他项同比少增 1 万亿，误差在 1 万亿左右。

基于以上分析，我们给明年的社融做出三种假设：

(1) 中性情况下，社融新增规模 33.8 万亿，新增信贷规模 21.3 万亿，社融同比增速为 10.3%，M2 增速为 9.5%。

(2) 悲观情况下，社融新增规模 33.5 万亿，新增信贷规模 20.1 万亿，社融同比增速为 9.7%，M2 增速为 9.8%。

(3) 乐观情况下，社融新增规模 38.1 万亿，新增信贷规模 22.4 万亿，社融同比增速为 11%，M2 增速为 9.0%。

我们预计实际情况落在中性情形的概率较大，其中社融增速的高点出现在二季度。

我们认为明年社融新增规模和增速与今年相仿，明年面临最大的不确定性是地产将有多大程度的复苏。但至少从实际情况上看，即使地产维持 2022 年现状，在政府加杠杆的情况下，我们认为今年全年社融总量持平或略好于 2022 年比较合理。

图24：2023 年社融增速预测



资料来源: wind, 民生证券研究院预测

4 总结：“超额流动性”演绎的核心仍在地产

穿透底层，今明两年货币信用端的核心演绎逻辑是：“超额流动性”从何而来，又将流向何方。展望 2023 年，超额流动性红利消退或金融市场定价核心。

其一，居民去杠杆是产生“超额流动性”的主因。

今年货币供给的扩张周期和过往有显著不同，政府加杠杆是今年以来信用扩张的主导，而私人部门尤其是居民信用偏弱。

居民部门负债和资产收缩，同时资产结构大幅向存款倾斜。这种资产负债行为清晰地描述了今年居民部门的选择——少购房，少认贷，降杠杆，多存款。正是这种不为常见的居民资产负债行为，银行负债端囤积大量资金，然而信贷又难以扩张，客观上带来宽货币和紧信用的流动性格局，导致今年 M2 与社融增速差扩大，产生了“超额流动性”。

其二，货币端的节奏实质上是被财政牵引。

财政融资与支出节奏对流动性的影响贯穿全年：财政支出大幅前置，尤其是大规模减税降费等措施，导致居民存款快速上行，在实体需求不足，私人部门加杠杆动力不强的情况下，流动性淤积在金融体系之内，导致资金面大幅转宽；后续财政支出降速，融资压力回升，尽管实体需求仍不强，但财政被动吸收流动性的作用增强，导致流动性边际转紧。

其三，信用端的高度由地产决定，也是决定超额流动性红利的核心因素。

地产对信用的影响，不仅仅只是居民信贷，更重要的是影响国家资产负债表，最终影响资金流向和金融体系的风险偏好。一旦居民信用回暖，意味着全社会风险偏好反转，实体需求的回归，将带动社融增速回升。

决定信用扩张高度的是地产，利率锚定地产。利率锚定 GDP 增速或者通胀，这种锚定关系描述的是利率跟随经济呈现周期性波动，而地产周期往往与经济周期节奏一致。

随着地产企业融资政策逐步放开，地产信用反弹资本市场掀起波澜，“稳地产”的政策诉求呼之欲出，市场实则对政策预期起反应，但值得注意的是，地产真实数据仍在磨底。

明年地产数据企稳回温，居民资产负债表将会重塑，届时超额流动性或将消退，流动性将从银行间走向实体，资产定价的风险偏好也将逐步打开。

同时 10 年国债或将面临“最后一跌”。本轮地产及疫情面临的复杂度空前，地产企稳之路未必一帆风顺，明年信用端的高度仍被地产决定。

图25：10 年国债与地产投资增速



资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

1) 疫情发展超预期。若本轮疫情影响范围和时间继续超过预期，会导致使得年内经济下行压力进一步加大，同时房地产销售会受制于疫情迟迟无法恢复，进一步挫伤地产部门修复，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

2) 海外通胀超预期。若海外通胀持续或进一步加剧，引发全球金融市场进一步动荡，当前对人民币汇率的冲击压力或更大，从而制约央行货币政策。

3) 出口下滑大幅超预期。若海外需求大幅回落，导致出口下滑增速超预期，一方面可能会导致汇率波动加剧，另一方面有可能导致经济压力加大，从而对央行的货币政策产生更大的扰动。

插图目录

图 1: 资金利率走势.....	3
图 2: 广义财政赤字.....	3
图 3: MLF 净投放规模.....	4
图 4: OMO 净投放规模.....	4
图 5: 2020 年以来降准当月央行投放情况 (单位: 亿元)	4
图 6: 各类型银行对中央银行负债规模.....	5
图 7: MLF、PSL、再贷款再贴现余额.....	5
图 8: 社融同比多增规模.....	6
图 9: 国开行、交行、邮储三家银行当月新增贷款.....	6
图 10: 近年 1-10 月居民信贷累计新增规模.....	6
图 11: 商品房销售面积当月同比.....	6
图 12: 各类银行 1-10 月信贷投放规模	7
图 13: 信贷投向领域对比.....	7
图 14: 社融及 M2 增速.....	8
图 15: 2022 年信用利差一度大幅压缩.....	8
图 16: 货币当局其他负债规模.....	10
图 17: 结构性货币政策工具.....	10
图 18: 货币当局资产规模.....	11
图 19: 政府存款环比变动.....	11
图 20: 房地产开发贷增速拐点已现	12
图 21: 房地产信用债发行与地产销售增速.....	12
图 22: 2023 年地产销售预测	13
图 23: 2023 年地产投资增速预测	13
图 24: 2023 年社融增速预测	15
图 25: 10 年国债与地方投资增速.....	17

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026