



# 融资需求持续萎缩，流动性充裕但空转淤积

——邵宇佳

点评报告

A0205-20221213

2022年11月	M2同比 (%)	新增人民币贷款 (亿元)
人民银行	12.4	12100
北大国民经济研究中心预测	12	14500
wind 市场预测均值	11.7	13183.3
2021年同期值	8.5	12700

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

陈丽娜

黄昱程

邵宇佳

杨盈竹

联系人：杨盈竹

联系方式：

010-62767607

[gmjjyj@pku.edu.cn](mailto:gmjjyj@pku.edu.cn)



扫描二维码或发邮件订阅  
第一时间阅读本中心报告

## 要点

- 社融同比大幅少增，信贷、企业债和政府债是

主要拖累

- 信贷规模同比少增，部门结构分化仍待改善

- 存款活期化显著下降，资金流动性仍显充裕

- 展望未来：防疫政策逐步放开，信贷规模或将

改善，M2 维持宽松不变



## 内容提要

2022年11月，社会融资规模19900亿元，较去年同期少增6083亿元，低于市场预期；新增人民币贷款12100亿元，同比少增600亿元。尽管近期多项稳增长政策持续落地生效拉升企事业单位的中长期信贷规模，改善企事业单位的信贷结构，但是居民户的信贷依旧受制于疫情影响表现萎靡，拖累整体信贷规模。

2022年11月末，狭义货币（M1）余额66.7万亿元，同比增长4.6%，较上期下降1.2个百分点；广义货币（M2）余额264.7万亿元，同比增长12.4%，较上期提高0.6个百分点。由于疫情对经济的不确定性影响仍然存在，导致预防性储蓄和融资需求低迷现象并未有效改善，所以在偏宽松的货币政策环境下，存款活期化和资金利用率持续恶化，造成流动性在金融市场淤积，难以走向实体经济，但后续随着防疫的政策逐步放开，将会有所好转。

## 正文

### 社融同比大幅少增，信贷、企业债和政府债是主要拖累

2022年11月社会融资规模19900亿元，较去年同期少增6083亿元，大幅低于市场预期。其中，人民币贷款11400亿元，同比少增1621亿元；政府债券6520亿元，同比少增1638亿元；企业债券融资596亿元，同比少增3410亿元，共同构成本月社融规模大幅少增的主要分项。



图1 新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

关于11月人民币贷款同比少增，按照今年以来人民币贷款的季节性波动特征，11月人民币贷款得到一定的支撑，但仍出现同比少增，显示出11月信贷需求较为疲弱，这主要还



是因为疫情的影响，拖累整个宏观经济运行的动能，11月全国各地依旧存在疫情散发多发的情况，经济活动受到较大影响，导致信贷需求偏弱。

关于11月企业债券融资同比大幅少增，可能是因为随着国内防疫政策开始出现松动，加之稳增长政策对房地产的大力支持，市场对经济的基本面预期相对于之前开始出现转好，例如11月股市较上月出现了上涨，由此对债券市场收益率造成了调整。

关于11月政府债券同比少增，主要是因为今年财政前置和去年财政后置的错位所致，而且今年大量的政府专项债以及结存的5000多亿元专项债限额在10月底已经发行完毕。

### 信贷规模同比少增，部门结构分化仍待改善

2022年11月新增人民币贷款12100亿元，同比少增600亿元。其中，短期贷款284亿元，同比少增1643亿元；票据融资1549亿元，同比少增56亿元；中长期贷款9470亿元，同比多增232亿元。可见，短期贷款大幅减少对本月信贷规模形成拖累。进一步分部门看，11月居民户贷款2627亿元，同比少增4710亿元，企事业单位贷款8837亿元，同比多增3158亿元，显示企事业单位信贷规模继续改善，对本月信贷规模形成支撑，而居民户信贷规模大幅少增，对本月信贷规模构成拖累。我们预测11月新增人民币贷款14500亿元，高于实际2400亿元，主要高估了季节性效应，通常11月是第四季度新增信贷规模较大的月份。

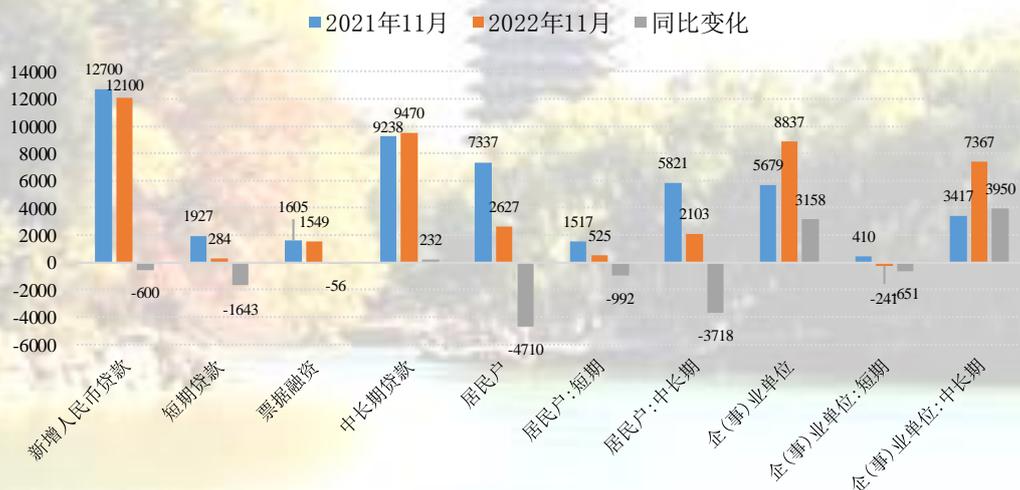


图2 金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

居民户贷款方面，11月居民户短期贷款2627亿元，同比少增4710亿元，居民户中长期贷款2103亿元，同比少增3718亿元，表明居民户短期贷款和中长期贷款依旧双偏弱，尤其是中长期贷款，主要原因一方面在于近期疫情形势出现加剧趋势，疫情影响持续导致居民



户消费意愿下降，尤其是诸如汽车和住房等购买意愿推迟，以及不确定性增强引致储蓄意愿上升，另一方面在于疫情导致外出受限、房地产企业信用风险影响居民购房预期，共同造成信贷规模大幅少增。

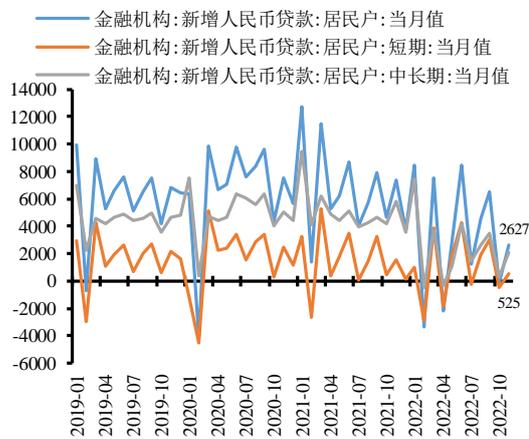


图3 金融机构：新增人民币贷款：居民户：当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

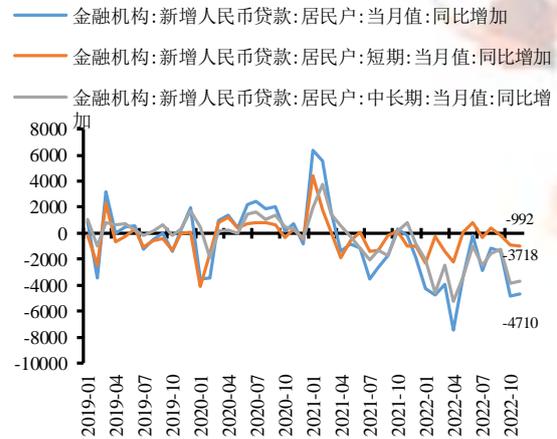


图4 金融机构：新增人民币贷款：居民户：同比增加（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

企事业单位贷款方面，11月企事业单位短期贷款-241亿元，同比少增651亿元，企事业单位中长期贷款7367亿元，同比多增3950亿元，表明企事业单位信贷结构持续改善，这主要得益于一揽子稳经济政策陆续落地生效，制造业和基建发挥了重要的作用，包括6000亿元的政策性开发性金融工具、5000多亿元专项债结存限额、2000亿元设备更新改造专项贷款、3000亿元农业农村基建投资、保交楼专项资金、金融支持房地产等各类政策，有力支持企事业单位的中长期贷款。

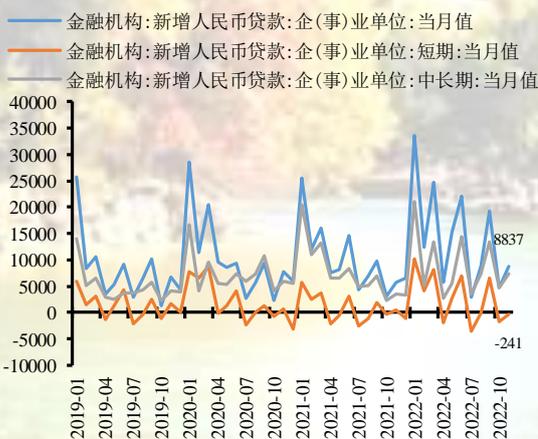


图5 金融机构：新增人民币贷款：企事业单位：当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

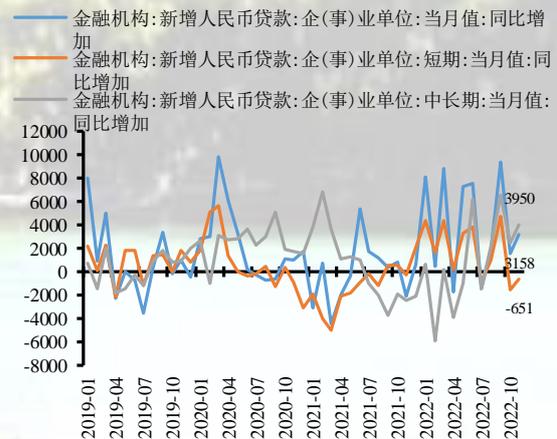


图6 金融机构：新增人民币贷款：企事业单位：同比增加（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

存款活期化显著下降，资金流动性仍显充裕



2022年11月末，狭义货币（M1）余额66.7万亿元，同比增长4.6%，较上期下降1.2个百分点；广义货币（M2）余额264.7万亿元，同比增长12.4%，较上期提高0.6个百分点。11月M2同比增速创六年半新高，继续维持在高位，可见今年以来国内货币政策环境长期保持适度宽松，面对疫情的持续扰动，金融政策助企纾困、维持经济增长持续发挥着重要的作用。我们预测11月末M2同比增长12%，低于实际值0.4个百分点，但高于市场预期均值，主要是低估了货币政策在11月持续发力稳经济的力度。

从M2-M1增速来看，11月末M2-M1的同比增速为7.8%，增速剪刀差较上期提高1.8个百分点，表明11月末货币存款活期化较上期继续下降，且本月下降幅度较大。这种现象的背后显示出疫情导致的预防性储蓄在持续增加，不仅包括居民的储蓄，也包括企业的定期存款。此外，今年以来房地产销售的持续低迷以及疫情防控引致的微观个体参与经济活动的频率下降也一定程度造成M1同比增速与M2同比增速的背离。

从社融-M2增速来看，11月末社融-M2的同比增速为-2.4%，较上期下降0.9个百分点，显示自今年4月以来社融扩张速度持续弱于货币扩张速度，且增速差在持续扩大，预示着资金流动性持续充裕，在疫情等不确定性增强的背景下只存不贷、融资需求低迷现象较为显著。在偏宽松的货币政策基调下，信贷需求和货币宽松的错配现象较为严重，金融市场的资金在持续空转。

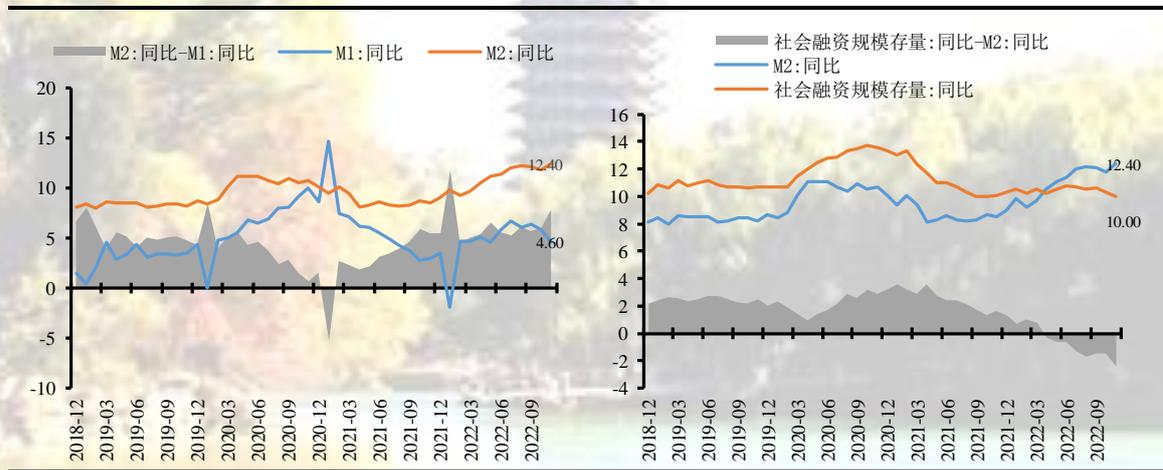


图7 M1、M2和M2-M1同比增速（%）

图8 社融、M2和社融-M2同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**未来展望：防疫政策逐步放开，信贷规模或将改善，M2维持宽松不变**

信贷规模：预计12月及未来的信贷规模有可能走出U型走势。12月尽管防疫政策开始转变，但政策放开初期引发的感染风波仍会在一定程度抑制经济的活力，但随着时间的推移最终会恢复常态，宏观经济运行将会好转，信贷需求将会合理增长。



M2: 预计 12 月及未来的 M2 同比增速仍将维持高位。随着疫情防控政策的逐步放开, 偏宽松的货币政策仍将助力宏观经济稳定恢复, 加之今年上半年基数较低, 未来 M2 同比增速仍将保持高位运行。





## 北京大学国民经济研究中心简介：

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，挂靠在北京大学经济学院。依托北京大学，重点研究领域包括中国经济波动和经济增长、宏观调控理论与实践、经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。同时，本中心密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动和长期增长纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

中心的研究取得了显著的成果，对中国的宏观经济政策产生了较大影响。其中最具有代表性的成果有：（1）推动了中国人口政策的调整。中心主任苏剑教授从 2006 年开始就呼吁中国应该立即彻底放弃计划生育政策，并转而鼓励生育。（2）关于宏观调控体系的研究：中心提出了包括市场化改革、供给管理和需求管理政策的三维宏观调控体系。（3）关于宏观调控力度的研究：2017 年 7 月，本中心指出中国的宏观调控应该严防用力过猛，这一建议得到了国务院主要领导的批示，也与三个月后十九大报告中提出的“宏观调控有度”的观点完全一致。（4）关于中国经济目标增速的成果。2013 年，刘伟、苏剑经过缜密分析和测算，认为中国每年只要有 6.5% 的经济增速就可以确保就业。此后不久，这一增速就成为中国政府经济增长速度的基准目标。最近几年中国经济的实践也证明了他们的这一测算结果的精确性。（5）供给侧研究。刘伟和苏剑教授是国内最早研究供给侧的学者，他们在 2007 年就开始在《经济研究》等杂志上发表关于供给管理的学术论文。（6）新常态研究。刘伟和苏剑合作的论文“新常态下的中国宏观调控”（《经济科学》2014 年第 4 期）是研究中国经济新常态的第一篇学术论文。苏剑和林卫斌还研究了发达国家的新常态。（7）刘伟和苏剑主编的《寻求突破的中国经济》被译成英文、韩文、俄文、日文、印地文 5 种文字出版。（8）北京地铁补贴机制研究。2008 年，本课题组受北京市财政局委托设计了北京市地铁运营的补贴机制。该机制从 2009 年 1 月 1 日开始被使用，直到现在。

中心出版物有：（1）《原富》杂志。《原富》是一个月度电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，目的是以最及时、最专业、最全面的方式呈现本月国内外主要宏观经济大事并对重点事件进行专业解读。（2）《中国经济增长报告》（年度报告）。该报告主要分析中国经济运行中存在的中长期问题，从 2003 年开始已经连续出版 14 期，是相关年度报告中连续出版年限最长的一本，被教育部列入其年度报告资助计划。（3）系列宏观经济运行分析和预测报告。本中心定期发布关于中国宏观经济运行的系列分析和预测报告，尤其是本中心的预测报告在预测精度上在全国处于领先地位。

### 免责声明

北京大学国民经济研究中心属学术机构，本报告仅供学术交流使用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供参考，亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。