

宏观深度报告

2023年中国货币政策展望：信用篇

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号

S1060522100001

ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号

S1060522080003

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



2022年我国“稳信用”整体面临较大挑战，社融增速一波三折。展望2023年，“稳信用”将面临怎样的政策环境？从总量出发，如何判断“稳信用”的趋向？从结构出发，中长期贷款投放有无持续性，房地产贷款的“堵点”能否打通？

平安观点：

- **2022年下半年以来，社会融资规模同比缩量。**主因政府债和企业债融资对社融的支撑趋弱，但表内信贷平稳，表外融资对社融的支撑增强。信贷结构上，企业中长期贷款亮眼，但房贷对居民中长期贷款的拖累依然突出。
- **“稳信用”政策环境展望：一方面，货币宽松有望维持。**2022年12月召开的中央经济工作会议指出，“稳健的货币政策要精准有力”。2023年美联储加息的外溢效应减弱，国内核心CPI维持低位，有利于国内货币政策发力。外需环境越发严峻，经济运行于潜在增速以下，货币政策有必要再加码，助力稳增长、稳就业；**另一方面，结构性再贷款工具或加速投放。**展望2023年，预计交通物流专项再贷款为代表的阶段性工具可能逐步退出，而符合中长期方向的碳减排支持工具额度余量较高、科技创新再贷款工具尚未到期，或进一步延期、优化支持和使用方向，这两项工具有望带动人民币贷款多增6000-7000亿元。
- **“稳信用”结构三问：一问：制造业贷款还有多大潜力？**制造业贷款是金融政策的重点支持方向。其潜力在于，制造业贷款在企业贷款中占比相比制造业增加值在GDP中的占比低近15个百分点。预计2022年四季度至2023年，国内经济复苏带动制造业贷款需求回暖，政策延续强力支持，制造业贷款的中长期潜力还将进一步释放，支撑制造业在企业贷款中的占比进一步提升。**二问：基建贷款投放后劲如何看？**2022年，除地方政府专项债资金的发行和投放外，调增的政策性银行贷款、新设的政策性开发性金融工具也是基建投资发力的重要引擎。**往后看**，基建项目经资本金补充后，具备开工落地条件，其配套融资也将陆续跟进，有望对信贷形成持续的支撑。预计2022年已投放的两批政策性开发性金融工具将拉动配套国内贷款约1.4-2.25万亿，对企业中长期贷款的年均贡献约5000-9000亿元。**三问：房地产相关贷款能否企稳？**房地产企业方面，央行银保监会16条或标志着政策思路转向“支持优质房地产企业稳健发展”，后续房地产企业融资的规模和渠道有望迎来改善。**个人住房贷款方面**，2022年受地产销售下滑、房贷提前偿还的拖累，2023年二季度有望迎来同比意义上的好转；随着政策效果逐步显现，预计2023年的房贷增量与商品房销售的缺口缩窄，弱势恢复至2021年的5成左右。
- **2023年社会融资规模展望：预计新增社融36万亿，年末增速约10.3%**（持平或略高于2022年末）。预计2023年的名义GDP增速持平或略高于2022年，从而社融增速的“稳”并不意味着金融支持实体经济的力度减弱。

正文目录

一、	“稳信用”结构变化	4
二、	“稳信用”政策环境	6
	货币总量宽松能否维持	6
	结构性再贷款如何使用	7
三、	“稳信用”结构三问	9
	一问：制造业贷款还有多大潜力	9
	二问：基建贷款投放后劲如何看	10
	三问：房地产领域融资能否企稳	12
四、	2023 年社会融资规模展望：以稳为主	14

图表目录

图表 1	2022 年前 11 个月及上半年社会融资规模各分项同比增量	4
图表 2	2022 年前 11 个月及上半年人民币贷款各分项同比增量	5
图表 3	2022 年三季度新增企业中长期贷款结构	6
图表 4	2021 年 8 月以来，城镇新增就业人数持续处于偏低位置	6
图表 5	出口增速下行期间，国内流动性易松难紧	7
图表 6	阶段性结构性再贷款工具一览	8
图表 7	截至 2022 年三季度，结构性再贷款工具投放进度（亿元）	8
图表 8	2022 年前三季度建设银行人民币贷款投向	9
图表 9	2022 年前三季度工商银行人民币贷款投向	9
图表 10	企业中长期贷款增速与贷款需求指数趋势接近	10
图表 11	短贷票据增速与货币政策感受指数走势接近	10
图表 12	工业中长期贷款增速与贷款需求的走势接近	10
图表 13	贷款需求指数与 PMI 走势的相关性较高	10
图表 14	政策性、开发性金融工具资金投放情况	11
图表 15	2022 年 8 月以来房地产相关政策	13
图表 16	2023 年社会融资规模分项展望	15

2022年“稳信用”整体面临较大挑战，社融增速一波三折。经济下行压力骤增下，实体经济融资需求不足。尽管金融机构继续加大对实体经济的支持力度，但信贷投放因需求不足而几度呈现“上月冲量、下月回落”的态势。下半年国内经济虽已走出疫情“至暗时刻”，但以社融衡量的信用环境未有实质改善。展望2023年，“稳信用”将面临怎样的政策环境？从总量出发，如何判断“稳信用”的趋向？从结构出发，中长期贷款投放的亮点有无持续性，难点能否得以解决？

本文首先分析2022年“稳信用”的特征，拆分社融及企业中长期信贷的结构变化；其次，从总量货币政策趋向与结构性工具的支持进展出发，探讨“稳信用”政策环境的趋向；而后，研究“稳信用”结构上的亮点与难点，回应市场对于制造业贷款潜力、基建贷款后劲、房地产贷款走向的争议；最后，对2023年的社融增速做前瞻性的研判。

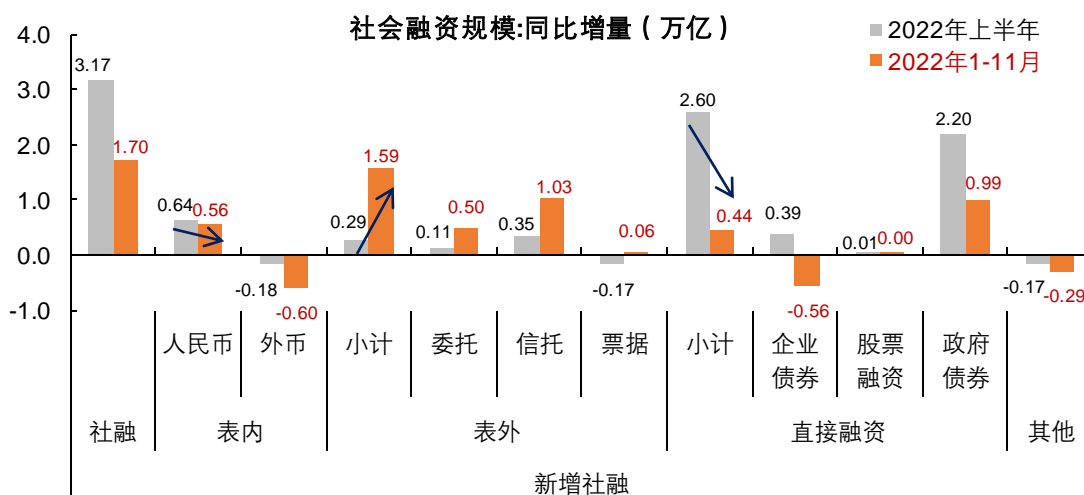
一、“稳信用”结构变化

2022年下半年以来，社会融资规模同比缩量，相比2022年上半年的结构特征也发生一定变化。具体来看：

一是，债券融资下半年同比缩量，对新增社融由支撑转为拖累。一方面，政府债前置发行“透支”。受政府债发行节奏错位的影响，下半年以来政府债净融资规模明显放缓，对新增社融由支撑转为拖累。另一方面，非金融企业的债券净融资下半年明显走弱：一则是，地方政府隐性债务严监管持续，城投债发行明显缩量；二则是，国内需求偏弱，且PPI价格较快下行，令工业企业利润的累计同比增速在三季度转负，中低评级的产业债融资情况亦不容乐观；三则是，11月以来债券市场遭遇赎回冲击，信用利差较快上行，信用债二级抛售压力较大，一级发行也大面积被取消。

二是，表外融资下半年同比进一步多增，对新增社融的支撑增强。2022年前11个月，表外融资的压降幅度显著弱于去年同期，委托贷款、信托贷款、未贴现票据同比分别少减0.5、1.03和0.06万亿。一方面，政策性、开发性金融工具在2022年下半年集中投放，累计金额达7399亿元，其中以股东借款方式投放的资金被计入委托贷款的统计口径。另一方面，在经济下行压力加大、资管新规过渡期基本结束后，金融监管的力度边际趋缓：一则是，据上海证券报9月16日报道¹，监管部门信托业务分类座谈会透露，未来融资类信托业务有望继续保留一定比例，而不是彻底退出；二则是，中国信托业协会党委书记11月7日表示²，当前融资类信托业务已经逐步规范，行业高风险业务的风险暴露得到了明显的控制；三则是，央行及银保监会发布的《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》提出“信托支持房地产合理融资”，进一步体现了监管态度的松动，对表外信托融资形成较强的利好。

图表1 2022年前11个月及上半年社会融资规模各分项同比增量



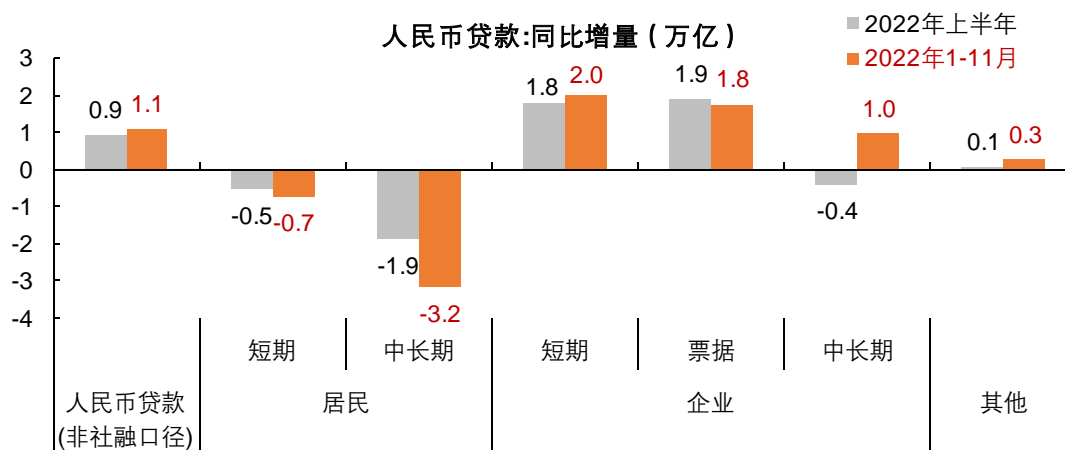
资料来源: wind, 平安证券研究所

¹ https://www.cs.com.cn/yh/06/202209/t20220916_6298238.html

² 《中国金融》| 漆明明: 促进信托业高质量转型发展 <https://finance.sina.cn/am/2022-11-07/detail-imqqsmp5220757.d.html>

三是，人民币信贷投放不强，结构性问题依然突出。一方面，2022年以来表内信贷的“稳”很大程度上源于银行大量投放企业短期贷款和票据融资。因8月前后监管对“票贷比”进行窗口指导，下半年票据融资规模相比去年同期缩量；但银行对企业短期贷款的投放依然较多，前11个月累计同比增量达2万亿。另一方面，2022年以来中长期贷款投放整体缩量，主要受居民中长期贷款投放的拖累；企业中长期贷款下半年以来表现偏强，同比由拖累转为支撑。据央行金融机构贷款投向统计报告，2022年前三季度居民中长期贷款同比少增2.43万亿元，其中个人住房贷款余额同比少增约2.34万亿元，除房贷外的居民中长期消费贷款同比少增近1800亿元，居民中长期经营贷款同比多增超900亿元³。

图2 2022年前11个月及上半年人民币贷款各分项同比增量



资料来源: wind, 平安证券研究所

进一步地，企业中长期贷款边际回暖，2022年三季度单季度的同比增量达0.69万亿。结构上呈现三个特征：

一是，绿色领域，尤其是剔除基建的绿色领域（制造业相关部分）是中长期贷款投放最重要的支撑所在。2022年以来，绿色贷款高速增长的势头延续，三季度进一步提速至41.4%。绿色贷款的投放期限通常偏长，多数会被记入企业中长期贷款，估算对三季度企业中长期贷款同比增量贡献在70%左右。拆分来看，截至2022年三季度，绿色贷款中基建相关部分的余额同比增速为21.1%，较2021年末提升1.3个百分点；剔除基建后的绿色领域贷款表现更强，2022年三季度末同比增速为66%，较2021年末提升13.3个百分点，是中长期贷款投放的重要支撑。

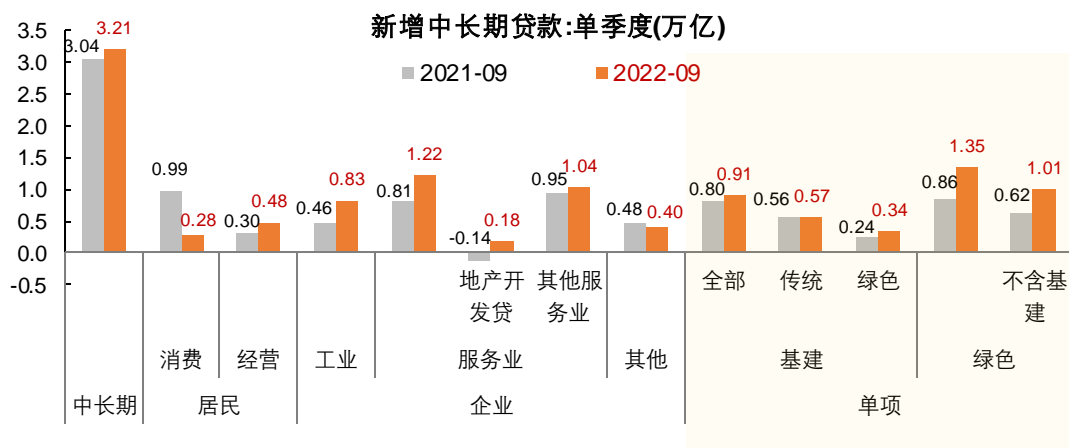
二是，基建领域的中长期贷款投放力度增强。2022年三季度基建领域的中长期贷款投放较去年同期多增约1066亿元，而2022年上半年基建领域中长期贷款同比缩量约3419亿元。基建贷款投放力度增强的背后是“稳增长”政策加码，对基建托底的诉求提升：一方面，2022年5月下旬的国常会调增政策性银行贷款额度8000亿元；另一方面，6月29日和8月24日的国常会部署两批共6000亿元以上的政策性开发性金融工具，在补充基建项目资本金方面发挥了较强的支持作用。拆分来看，2022年三季度单季度，绿色基建贷款同比增量约1000亿元，传统基建相关贷款同比略有增量；2022年三季度末，传统基建贷款余额的增速约9.1%，较绿色基建贷款21.1%的同比增速低12个百分点。

三是，房地产企业中长期贷款有所恢复，未进一步拖累。2022年以来，房地产企业中长期贷款持续处于收缩区间，一季度至三季度末的同比增速分别-1.5%、-1.4%和-1.1%。边际上看，在“保交楼”诉求之下，三季度房地产企业贷款边际企稳，房地产开发贷款单季度新增1800亿元，同比2021年三季度多增3200亿元，环比2022年二季度多增2500亿元。

³ 据金融机构贷款投向报告，2022年三季度末，个人住房贷款余额38.91万亿，占居民中长期消费贷款的84%，占居民中长期贷款的69%。

⁴ 绿色贷款公布的分项中，分行业看，与基建贷款投放重合的是交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水生产和供应业两个行业；分领域看，基建相关的是基础设施绿色升级方向。因基础设施绿色升级口径的绿色贷款余额2020年公布以来始终低于交通运输、水电燃两个行业的绿色贷款余额加总，我们主要采用口径较宽的两个基建相关行业贷款余额的加总来观察绿色基建的变化情况。

图表3 2022年三季度新增企业中长期贷款结构



资料来源: wind,平安证券研究所

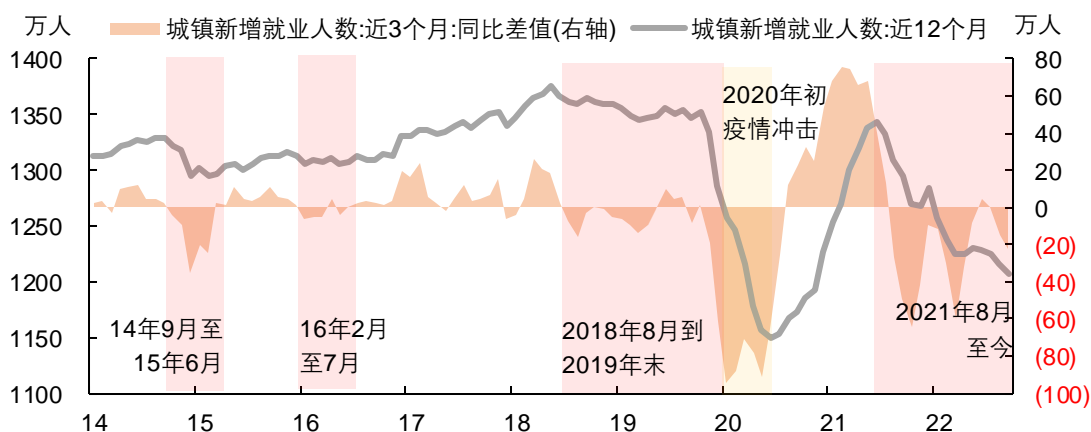
二、“稳信用”政策环境

2.1 货币总量宽松能否维持

预计 2023 年美联储加息的外溢效应减弱，国内核心 CPI 维持低位，有利于国内货币政策发力。外部环境方面，随着海外经济衰退风险逐渐加大，海外通胀可能加速回落，美联储加息终点渐进，这意味着中国货币政策的自主性正进一步增强。国内物价方面，核心 CPI 有望维持低位，预计 2023 年距离 2% 的敏感水平尚远。历史上，社融存量同比增速往往领先我国核心 CPI 约 3-4 个季度。尽管本轮社融增速自 2021 年四季度起震荡回升，但其斜率偏弱，对核心 CPI 的牵引力不够。同时，CPI 租赁房租项目受房地产周期的影响较大，2023 年房地产市场调整过程仍然存在不确定性，对核心 CPI 拖累或将持续。

未来一段时间，货币政策有必要维持宽松的流动性环境，进一步支持“稳信用”。一方面，货币政策助力稳增长、稳就业的诉求依然较强。尽管中国经济已经走出 2022 年二季度的“至暗时刻”，但三季度的 GDP 增速运行于潜在增速以下，四季度去年高基数叠加疫情散发影响，进一步回落压力显现。另一方面，货币政策有必要加码刺激内需，以对冲外需下行压力。外需环境越发严峻，2022 年 10 月以美元计价的出口增速已经转负，11 月更是大幅负增长，意味着中国经济复苏过程可能更为曲折，修复的斜率可能偏弱。

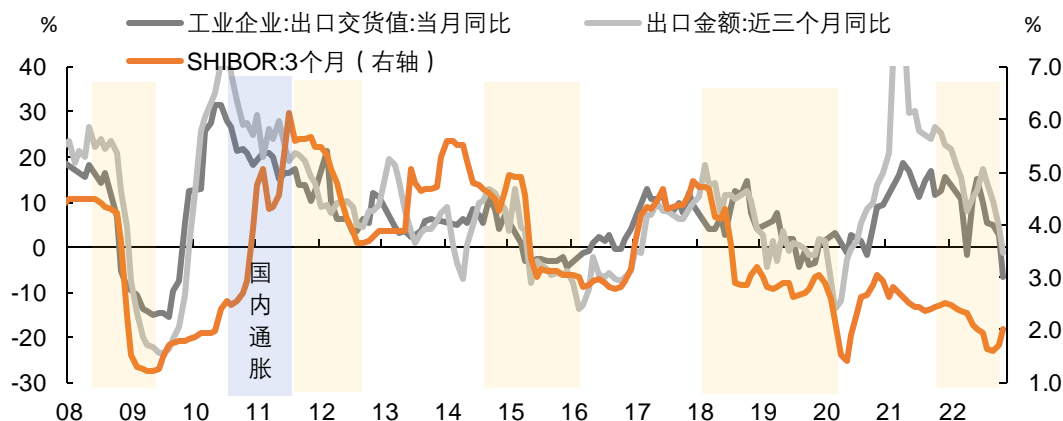
图表4 2021年8月以来，城镇新增就业人数持续处于偏低位置



资料来源: wind,平安证券研究所

2022年12月召开的中央经济工作会议对2023年货币政策的定调仍较积极。会议指出“稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。”其中，“保持流动性合理充裕”的表述，在历史上对应于2016年、2019年、2020年和2022年，皆是货币政策相对宽松的年份。但货币政策发力的方向或更加聚焦，正如会议中提到，“小微企业”、“科技创新”、“绿色发展”将是货币政策“精准”支持的重点所在。就中央经济工作会议提出的货币政策要求，央行副行长刘国强表示，“总量要够，明年货币政策的力度不能小于今年。需要的话，还要进一步加力，除非经济增长和通货膨胀超出预期”。

图5 我国出口增速下行期间，国内流动性易松难紧



资料来源：wind, 平安证券研究所

2.2 结构性再贷款如何使用

2021年四季度至今，央行共创设碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款、设备更新改造专项再贷款等6项结构性再贷款工具，合计额度达1.64万亿。

当前看，结构性再贷款工具的使用进展相比于央行曾提及的2022年目标存在一定差距。2022年4月18日，央行及外管局联合出台23条举措，全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务，其中指出“加大再贷款等结构性货币政策工具的支持力度……预计带动金融机构贷款投放多增1万亿元”。目前，支农再贷款、支小再贷款、再贴现3项长期结构性工具投放情况尚可，但央行近一年新设的6项阶段性再贷款工具投放并不理想。总体看，9项结构性再贷款工具在2022年前三季度分别新增2231亿元、1396亿元和1123亿元；考虑再贷款、再贴现资金支持比例后，对人民币信贷的直接带动作用分别为2585亿元、1690亿元和2084亿元。如需实现央行全年带动人民币信贷多增1万亿的目标，2022年四季度需再带动人民币信贷多增3641亿元。预计2022年四季度再贷款会加快投放，助力全年信贷目标的实现。

央行在《区域金融运行报告（2022）》中指出碳减排工具投放面临的困难在于：一是，目前针对碳减排贷款的财政贴息、奖励等配套政策措施不足，财政货币政策的协同支持力度有待提高；二是，碳核算、环境信息披露等工作专业性较强，增加了银行人力、管理、系统开发、购买第三方服务等成本，且银行基层绿色领域人才不足，对一线信贷人员的专业能力提出挑战；三是，碳信息共享机制有待健全，因其分散于发展改革、生态环境、统计等多个部门，信息孤岛下金融机构获取碳信息存在一定困难。

此外，值得关注的是，结构性再贷款工具部分为阶段性的支持，未来将“有进有退”。结构性再贷款工具大量推出之际，银行业金融机构对此也有一定分歧。原因在于，结构性工具的使用虽有助于“精准滴灌”，但其大规模的推出对银行贷款结构和资金成本的影响增强，反而可能在一定程度上“扭曲”信贷资源的配置，降低金融支持实体经济发展的效率。在此背景下，2022年二季度货币政策执行报告首次指出，结构性工具将“聚焦重点、合理适度、有进有退”。央行随后公布结构性货币政策工具情况介绍，又进一步区分了长期和阶段性的结构性再贷款工具。

展望 2023 年，结合各类工具的支持方向及使用情况，我们预计交通物流专项再贷款为代表的阶段性工具可能逐步退出，而符合中长期方向的碳减排支持工具额度余量较高、科技创新再贷款尚未到期，或进一步延期、优化支持和使用方向。以近一年的投放节奏看，预计 2023 年碳减排支持工具、科技创新再贷款合计投放规模可达 3600-4200 亿元，有望带动人民币贷款多增 6000-7000 亿元。

图表6 阶段性结构性再贷款工具一览

名称	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	普惠养老专项再贷款	交通物流专项再贷款	设备更新改造专项再贷款
设立时间	2021 年 11 月	2021 年 11 月	2022 年 4 月	2022 年 4 月	2022 年 4 月	2022 年 9 月
当前额度	8000 亿元	3000 亿元	2000 亿元	400 亿元	1000 亿元	2000 亿元以上
1 年期利率	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
资金支持比例	60%	100%	60%	100%	100%	100%
阶段性实施期	目前为 2021 年到 2022 年末	目前为 2021 年到 2022 年末	未提及	暂定两年	2022 年	2022 年四季度
展期规定	期限 1 年 可展期 2 次	期限 1 年 可展期 2 次	期限 1 年 可展期 2 次	期限 1 年 可展期 2 次	期限 1 年 可展期 1 次	期限 1 年 可展期 2 次
银行贷款利率	与同期限档次贷款市场报价利率 (LPR) 大致持平	与同期限档次贷款市场报价利率 (LPR) 大致持平	按照市场化原则发放	与同期限档次贷款市场报价利率 (LPR) 大致持平	鼓励银行按照市场化原则降低贷款利率	不高于 3.2%
发放对象	21 家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	21 家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	工农中建交、邮储、农发行	21 家全国性金融机构
支持领域	清洁能源、节能减排、碳减排技术	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	科技创新企业	浙江、江苏、河南、河北、江西普惠养老试点项目	道路货物运输经营者和中小微物流快递企业	制造业、服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造

资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 截至 2022 年三季度，结构性再贷款工具投放进度 (亿元)

工具名称	额度	余额	使用进度	单季变化:				
				21年 Q4	22年 Q1	22年 Q2	22年 Q3	
结构性工具: 前期	支农再贷款	7600	5587	73.5%	220	194	243	183
	支小再贷款	16400	13863	84.5%	2414	964	682	-134
	再贴现	7050	5449	77.3%	61	344	-102	-696
21年四季度以来新设	碳减排支持工具	8000	2469	30.9%	855	531	441	642
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	578	19.3%	27	198	132	221
	科技创新再贷款	2000	800	40%	-	-	-	800
	普惠养老专项再贷款	400	4	1%	-	-	-	4
	交通物流专项再贷款	1000	103	10.3%	-	-	-	103
	设备更新改造专项再贷款	2000	0	0%	-	-	-	-
	对人民币信贷的直接贡献				4147	2585	1690	2084

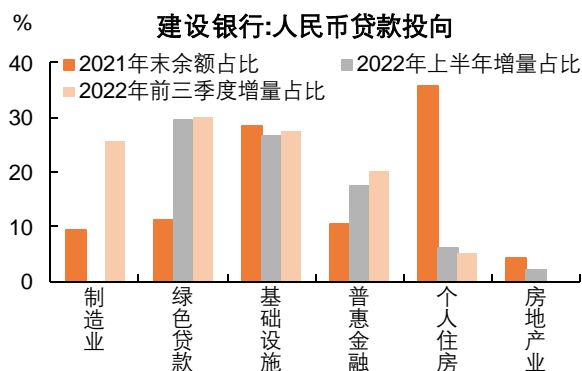
资料来源: wind, 平安证券研究所; 注: 额度、余额及使用进度均截至 2022 年 9 月

三、“稳信用”结构三问

一问：制造业贷款还有多大潜力

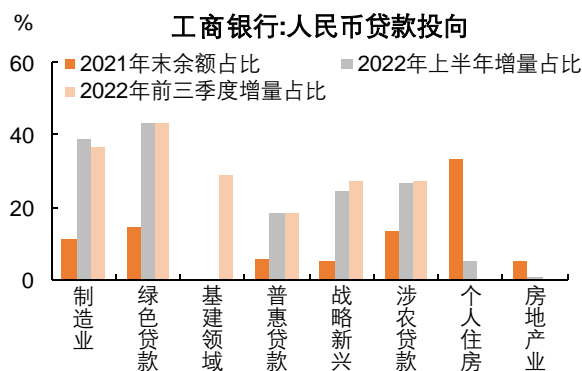
2022年以来，多家大型商业银行加大制造业中长期贷款的投放力度。截至2022年三季度末，工商银行制造业贷款余额比上年末增加超过8100亿元，增幅37.5%；建设银行投向制造业贷款余额2.2万亿元，较上年末增加5400亿元，增幅32%；农业银行制造业贷款余额2.28万亿元，较上年末增加5320亿元，增长30%。中国银行绿色信贷较年初增长约36%、境内制造业贷款增长约18%，高于全行客户贷款10.78%的增长。交通银行制造业中长期贷款较年初增加1323亿元，增幅达50.65%。国家开发银行制造业贷款1-8月较去年底增长15.8%，增速显著高于全行贷款平均增速。

图表8 2022年前三季度建设银行人民币贷款投向



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表9 2022年前三季度工商银行人民币贷款投向



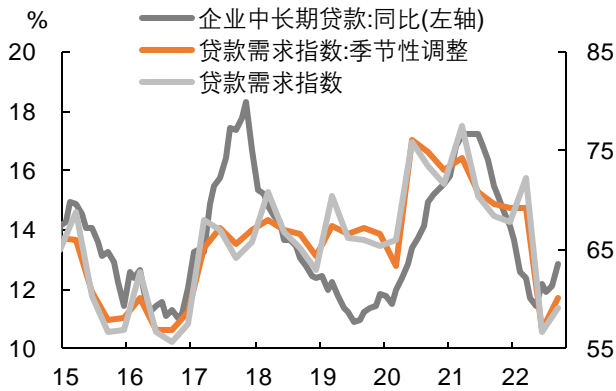
资料来源:Wind,平安证券研究所

制造业领域中长期贷款是金融政策的重点支持方向。央行2022年第三季度货币政策委员会例会强调，“引导金融机构增加制造业中长期贷款”。当前，金融政策对制造业中长期贷款的支持包括三个方面：一是MPA考核。央行在2019年第一季度MPA的评估，将制造业中长期贷款和信用贷款纳入考核。二是结构性再贷款。央行于2022年5月推出2000亿元科技创新再贷款，支持“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技企业，截至今年三季度末已投放800亿元。三是窗口指导。据证券时报报道，2022年9月下旬，监管鼓励21家全国性银行在1-7月新增1.7万亿元左右制造业中长期贷款的基础上，8-12月再新增1万亿-1.5万亿元制造业中长期贷款，各家银行制造业中长期贷款增速原则上不低于30%。

2022年四季度制造业中长期贷款的增量在于，央行新设的2000亿元以上设备更新改造专项再贷款有望较快落地。对企业而言，设备更新改造专项再贷款规定的贷款投放利率为不高于3.2%，且其中部分可享受2.5%的中央财政贴息支持，融资成本最低可降至0.7%。对银行而言，设备更新改造专项再贷款可享受央行1.75%利率的等额本金支持，利率成本低于支农支小再贷款的2%，资金支持比例高于科技创新再贷款、碳减排支持工具的60%，同样具备一定吸引力。在项目来源方面，贷款实行名单制管理，协调推进力度较大。由国家发展改革委依托推进有效投资重大项目协调机制，会同各地方、中央有关部门和中央企业形成分领域备选项目清单。

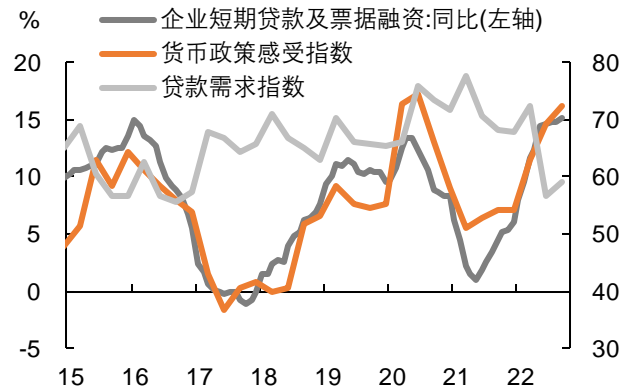
短周期看，以制造业为代表的企业中长期贷款内生需求往往随经济复苏而渐进回升。央行发布的季度银行家调查问卷中，贷款需求指数与企业中长期贷款同比增速的走势较为接近，而货币政策感受指数与企业短期贷款及票据融资相关。更具体地，制造业贷款需求指数与工业中长期贷款（以制造业为主体）的同比增速相关性更强。而贷款需求指数与表征经济基本面的PMI指数，在趋势和重要拐点上基本一致。由此看，企业中长期贷款需求往往会随经济的修复而提升，可以近似地用它衡量中长期信贷的内生需求。2022年二季度国内疫情强冲击下，贷款需求指数与企业中长期贷款增速共同下行，三季度贷款需求指数随国内经济的边际修复而提升。尽管近期冬季疫情病例增加、海外需求下降等不利因素对中国经济复苏之路造成一定阻碍，但防疫政策松动后的国内消费有望渐进复苏、地产托底政策力度不断增强，2023年国内经济和贷款内生需求有望进一步回升。

图表10 企业中长期贷款增速与贷款需求指数趋势接近



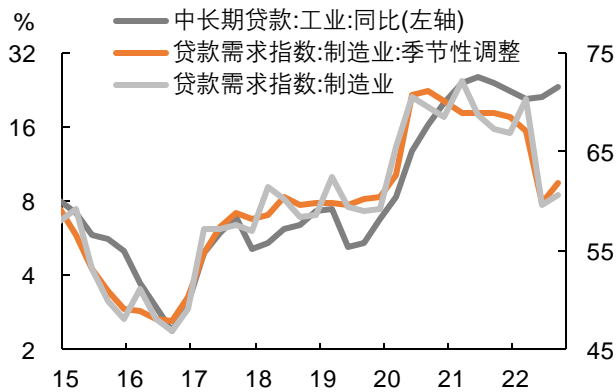
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表11 短贷票据增速与货币政策感受指数走势接近



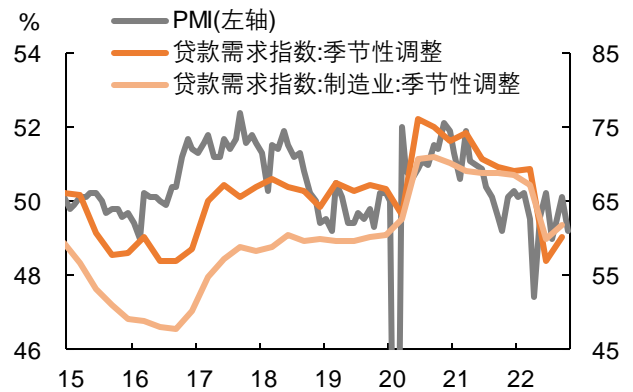
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表12 工业中长期贷款增速与贷款需求的走势接近



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表13 贷款需求指数与PMI走势的相关性较高



资料来源:Wind,平安证券研究所

中长期视角下，挖掘制造业潜在贷款需求有必要亦有空间。党的二十大提出“推进新型工业化，加快建设制造强国”，而十四五规划也明确要求“保持制造业占比基本稳定”。然而，当前制造业贷款在全部贷款中的占比，仍远低于其增加值在国民经济中的比重，加快建设制造强国离不开金融的大力支持。央行在2022年二季度货币政策执行报告中的专栏表示，“制造业贷款比重从2010年17%趋势性下行至2020年9%的势头得到遏制，2022年6月末回升至9.4%……有力支持了制造业增加值占GDP比重筑底企稳，由2020年低点的26.3%回升至2022年6月末的29%。”由此推算，2022年上半年，制造业贷款在企业贷款中的比重为14.5%，较其在GDP中的占比低14.5个百分点，是制造业贷款有待挖掘的潜在需求来源。

2022年12月召开的中央经济工作会议强调产业政策要“发展和安全并举”，并将“加快建设现代化产业体系”列为2023年的重要工作。我们预计，2023年国内经济复苏将带动制造业贷款需求回暖，结构性金融政策的强力支持也有望延续，制造业贷款的中长期潜力还将进一步释放，支撑制造业在企业贷款中的占比进一步提升。

二问：基建贷款投放后劲如何看

2022年以来，基建投资积极发力，成为稳定宏观经济大盘的重要力量。除地方政府专项债资金的发行和投放外，政策性开发性金融工具也是基建投资发力的重要引擎。6月29日的国常会部署运用3000亿元政策性开发性金融工具，补充包

括新型基础设施在内的重大项目资本金，或为专项债项目资本金搭桥；8月24日的国常会在前期基础上再增加3000亿元以上额度。

就政策性开发性金融工具对基建项目的带动作用而言，从目前政策性银行的公告看，农发基础设施基金涉及项目投资的杠杆在12倍左右（2.31万亿/1900亿元），进银基础设施基金涉及项目投资的杠杆在14倍左右（1万亿/684亿元），或因其优先支持了前期资本金不足的项目。**截至2022年10月末，政策性开发性金融工具已投放近7400亿元，预计2022年两批政策性开发性金融工具所能拉动的基建项目总投资可达7-9万亿。**

就其时间分布而言，政策性开发性金融工具的投向以传统基建为主，而交通、水利等重大项目施工周期在3年左右。

图表14 政策性开发性金融工具资金投放情况

	资金投放	配套融资
农业 发展 银行	9月16日，农发基础设施基金两期共投放1900亿元，支持项目1282个， 涉及项目总投资2.31万亿元，投贷联动拟支持投放贷款3000亿元。 10月12日，农发基础设施基金完成三批次2459亿元的集中投放，支持基础设施领域项目1677个， 涉及项目总投资近3万亿元⁵。	强化 投贷联动 ……提前谋划基金和信贷支持重大基础设施建设的一体推进工作……截至目前，已审批、正在办贷流程中和已达成贷款融资意向的项目共600多个，总金额超过5000亿元。
进出口 银行	9月28日，进银基础设施基金完成500亿元资金投放任务，共支持了106个重大项目。 10月12日，进银基础设施基金完成684亿元基金投放任务，支持114个重大项目， 带动项目总投资近万亿元⁶。	扎实做好基金投后管理工作，以投贷联动、同业联动等方式做好已投放项目的 配套资金 落实，促进项目建设尽快形成实物工作量。
国家开 发银行	截至9月20日，国开基础设施投资基金已投放资本金3600亿元，支持项目超800个。	聚焦资金投放、实际支用、 配套融资 三大环节，扎实做好基金运营、投后管理各项工作，推动尽快形成实物工作量 ⁷ 。

资料来源：wind,平安证券研究所

项目配套融资需求或随项目资金的消耗、建筑施工的展开而逐步放量，对后续基建中长期贷款形成持续支撑。央行最新发布的《2022年第三季度货币政策执行报告》中，下一阶段主要政策思路中提出“多措并举推进政策性开发性金融工具支持重大项目加快建设和资金支付，支持项目配套融资，扎实推动形成更多实物工作量”，相比此前的“依法依规用好”，支持态度更强。报告专栏介绍，目前各银行为金融工具支持的项目累计授信额度已超3.5万亿元；第一批3000亿元金融工具支持的项目在今年第三季度已实现全部开工建设，第二批金融工具支持的项目也将按计划在今年第四季度分批实现开工建设，力争在年内形成更多实物工作量。

假设政策性开发性金融工具所能拉动的基建项目总投资达7-9万亿、20%-25%的项目资金源于国内贷款⁸，**预计2022年两批政策性开发性金融工具拉动的配套国内贷款增量约1.4-2.25万亿；若配套融资与项目进度较为同步，而所投项目的平均施工时间为3年，2023年“稳增长”下加快施工速度（1.2倍），对企业中长期贷款贡献可达5000-9000亿元。**

⁵ <http://www.adbc.com.cn/n5/n15/c45791/content.html>

⁶ http://www.eximbank.gov.cn/info/news/202210/t20221013_43806.html

⁷ http://www.cdb.com.cn/xwzx/khdt/202208/t20220830_10191.html

⁸ 2022年前三季度，本外币基础设施中长期贷款增加3.06万亿元，约占到同期基建投资规模的20.5%；考虑到央行统计口径不含三大行业外的城投相关项目公司贷款，国内贷款在基建投资项目总投资中的实际占比可能更高。

三问：房地产领域融资能否企稳

1、房企融资

房地产企业融资相关政策思路迎来转变。2022年7月因事件冲击，商品房销售复苏势头中断，房地产投资降幅扩大，这对上游以黑色产业链为代表的原材料行业，下游以家具家电、建筑装潢为代表的消费品零售均产生较强拖累，政策端“保交楼”诉求凸显。为推动房地产行业平稳健康发展，地产销售和房企融资端迎来一系列政策。

- **第一阶段（7月初至8月中旬）：政策思路或以“保项目不保主体”为主。**然而，地方政府压实交付责任与房企“要生存”的目标可能产生冲突，房屋竣工面积虽有好转，房地产企业的信用风险却进一步蔓延，商品房销售依然疲弱。
- **第二阶段（8月下旬至10月）：房地产销售端政策再加码，在房企融资方面也有支持。**房地产销售方面，央行8月22日调降5年期MLF利率15bp；9月末，阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限，并下调首套个人住房公积金贷款利率15bp；财政部发文对改善型住房予以个人所得税的退税优惠。10月以来，多地进一步松绑房地产销售政策，部分地区的首套房贷款利率降至“4”以下。**房地产企业融资方面**，8月23日首单全额担保民营房企债券落地——龙湖发行规模15亿元中期票据，中债信用增进公司为头部民营房企发债提供全额无条件不可撤销连带责任担保支持；10月20日，证监会相关人士表示，在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许存在少量涉房地产业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资。
- **第三阶段（11月以来）：房地产企业融资相关的金融政策更加积极，政策思路或已过渡至“支持优质房地产企业稳健发展”。**11月8日，交易商协会称将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。11月9日，中债信用增进公司称，为进一步推动民营企业债券融资支持工具工作，加大对民营房地产企业增信服务力度，现在开始公开受理增信项目（5月和8月为“名单制”）。11月14日，银保监会、住建部、央行联合发布通知，指导商业银行向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。**11月23日，央行及银保监会正式发布《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》，**对相关金融政策进一步细化、落实。《通知》提出“鼓励金融机构重点支持治理完善、聚焦主业、资质良好的房地产企业稳健发展”，在稳定房地产开发贷款投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资基本稳定，保持信托等资管产品融资稳定，积极配合做好受困房地产企业风险处置等方面，对金融机构提出具体要求。**11月28日，**证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，并自即日起施行，房企融资“第三支箭”正式出台。

“支持优质房地产企业稳健发展”的政策意图逐渐明了，有助于改善民营房企的融资环境，间接有助于稳定购房者信心、释放购房刚需和改善型需求，以推动房地产行业走向良性循环，更好实现“稳经济”、“稳就业”、“稳信用”的宏观目标。

随着金融政策的加码支持落地生效，2023年房地产企业融资的规模和渠道有望迎来改善。目前政策执行进展较快：

- **“第一支箭”（信贷融资）**截至2022年12月1日，工农中建中邮储六大行，以及中信银行、上海银行、恒丰银行、浙商银行、广发银行、兴业银行、广西北部湾银行、上海农商银行、宁波银行、浦发银行，共16家银行公开宣布与房企签署战略合作协议，涉及房企达57家，意向性授信额度累计27,596亿元。
- **“第二支箭”（债券融资）**截至2022年11月29日，已有龙湖集团、美的置业、新城控股、万科集团、金地集团、绿城中国等6家房企通过交易商协会（拟）申请增信发债，储架式注册发行规模合计1040亿元。
- **“第三支箭”（股权融资）**，截至2022年12月1日，已有8家房企相继公布股权融资计划，其中碧桂园、雅居乐宣布配股融资，福星股份、北新路桥、世茂股份等先后发布筹划非公开发行股票融资公告。

2022年12月召开的中央经济工作会议对房地产相关的表述更为积极有力。会议表示“确保房地产市场平稳发展”，明显强于2022年7月政治局会议的“稳定房地产市场”。对房地产企业，会议支持要“满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企的风险，改善资产负债状况”，明确了对优质头部房企的支持，直指其“资产负债状况”，“保主体”的信号更加明显。而后，央行副行长刘国强表示，“房地产既是当前重点领域也是薄弱环节，理应加大金融支持”；中财办解读中央经济工作会议对于房地产的部署，表示“近期密集出台的政策措施将逐步见效，各项政策措施还将继续完善”。

图表15 2022年8月以来房地产相关政策

	时间	内容
房 地 产 销 售 端	8月22日	LPR 报价利率非对称下调，5年期 LPR 利率下调 15bp；
	9月29日	中国人民银行、银保监会阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限；
	9月30日	中国人民银行下调首套个人住房公积金贷款利率 15bp。贝壳研究院的数据显示，其监测的 103 个重点城市 2022 年 10 月首套主流利率平均为 4.12%，较 2021 年高点已回落 1.62%；
	9月30日	财政部、国家税务总局联合发布公告，宣布 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在 1 年内买新房的购房者，予以个人所得税的退税优惠；
	10月以来	多个城市在首付比例、首套房认定标准、购房门槛、限售要求、公积金贷款上限等方面松绑，如目前至少有 30 余个城市首套房的首付比例降至两成。
房 企 融 资 端	8月	政策性银行设立 2000 亿元保交楼专项借款，央行重启 PSL 或与此有关；
	8月以来	郑州、南宁等地陆续设立房地产纾困基金。
	8月23日以来	中债信用增进公司为头部民营房企发债提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保支持，助力市场恢复对头部民营房企融资的信心；
	10月20日	证监会允许自身及控股子公司涉房的企业中，最近一年房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过 10%的企业可在 A 股市场融资，参股子公司涉房但最近一年房地产业务产生的投资收益占企业当期利润比例不超过 10%的企业也可在 A 股市场融资；
	10月25日	中国人民银行、外汇局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25，房企境外融资余额的上限提高 25%；
	10月27日	央行副行长潘功胜赴中债信用增进投资公司开展专题调研，并召开座谈会。指出加大对民营房企债券融资的支持力度，落实好服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革各项工作任务。
	11月8日	交易商协会称将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续视情况进一步扩容。
	11月9日	中债信用增进公司称，为进一步推动民营企业债券融资支持工具工作，加大对民营房地产企业增信服务力度，现在开始公开受理增信项目（5月和8月为“名单制”）。
	11月14日	银保监会、住房和城乡建设部、人民银行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，指导商业银行向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。
	11月21日	人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会。会议透露，央行拟在 2023 年 3 月 31 日前，向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。
11月28日	证监会支持实施改善优质房企资产负债表计划，加大权益补充力度，决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，并自即日起施行。房企融资“第三支箭”正式出台。	
12月2日	国有四大行（包括中国银行、中国建设银行、中国工商银行及中国农业银行）将在 12 月 10 日前为房企提供以国内资产作为抵押品的境外贷款，以帮助房企偿还海外债务。	
金融 政策	11月23日，央行及银保监会发布《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》。	一是保持房地产融资平稳有序。稳定房地产开发贷款投放；支持个人住房贷款合理需求；稳定建筑企业信贷投放；支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；保持债券融资基本稳定；保持信托等资管产品融资稳定。二是积极做好“保交楼”金融服务。支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款；鼓励金融机构提供配套融资支持。三是积极配合做好受困房地产企业风险处置。做好房地产项目并购金融支持；积极探索市场化支持方式。四是依法保障住房金融消费者合法权益。鼓励依法自主协商延期还本付息；切实保护延期贷款的个人征信权益。五是阶段性调整部分金融管理政策。延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排；阶段性优化房地产项目并购融资政策。六是加大住房租赁金融支持力度。优化住房租赁信贷服务；拓宽住房租赁市场多元化融资渠道。

资料来源：Wind,平安证券研究所

2、按揭贷款

2022 年以来居民个人住房贷款投放偏弱。2022 年前三季度个人住房贷款增量 5900 亿元，较 2021 年前三季度 2.93 万亿元的增量下滑八成。**直接地，房贷投放受到住宅销售额下滑的影响**，前三季度国家统计局口径商品住宅销售额同比收缩 28.6%，远低于个人住房贷款的下滑幅度。

同时，多地放宽公积金贷款政策，对商业贷款也有一定挤出效应。2022 年以来，多地“因城施策”，提升公积金贷款的最高限额、降低公积金贷款门槛、支持公积金“一人购房全家帮”、允许“商转公”（洛阳、青岛）等相关政策出台。因公积金贷款的利率明显低于商业贷款，对商业贷款存在一定挤出效应。不过，考虑到公积金贷款的体量远低于商贷（我们估算，截止 2021 年末公积金贷款在居民购房贷款中的渗透率约 15%⁹），即便假设公积金贷款的渗透率提升 1/3，对个人住房贷款的挤出效应也仅有 5 个百分点。

更重要的是，房贷早偿情形或在更多出现。中国货币网发布的个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）条件早偿率指数能在一定程度上反映居民房贷的提前偿还情况。该指数自 2021 年末的 0.0757 升至 2022 年 8 月下旬的 0.1336，2022 年 11 月仍处于偏高位置。以此看，2022 年居民个人住房贷款投放较地产销售更弱，深层次原因或是在疫情封控反复、不确定性较高的情景下，居民预期转弱，出现自发“缩表”行为。

可以针对房贷早偿情况做一个简单的测算。假设：1）2022 年前三季度，个人按揭贷款共发放 4.2 万亿元（银保监会相关部门负责人表示，1-10 月银行业累计发放按揭贷款 4.84 万亿元）。2）个人按揭贷款本金每年正常偿还的部分占贷款余额的 5% - 10%（隐含的按揭贷款平均年限为 10-20 年）。央行金融机构贷款投向数据表明，2021 年末个人住房贷款余额 38.3 万亿，那么 2022 年前三季度按揭贷款正常偿还金额约 1.4-2.8 万亿元。根据“净增额 = 发放金额 - 正常偿还额 - 提前偿还额”，可测得 2022 年前三季度个人按揭贷款提前偿还的金额约 0.8-2.2 万亿。

近期房地产及防疫相关政策正向积极的方向努力，“保交楼”及调控政策的松动或有助于房地产销售跌幅的收窄，而防疫政策的优化或有助于减轻疫情对居民消费和预期信心的冲击，缓解居民的“缩表”压力。

往后看，个人住房贷款有望在 2023 年二季度迎来同比意义上的好转，随着政策效果逐步显现，预计 2023 年的房贷增量与商品房销售的缺口缩窄，弱势恢复至 2021 年的五成左右（假设 2023 年的住宅销售额较 2021 年下滑 30%，公积金贷款加大力度投放拖累为 5%，房贷早偿的拖累降至 15%）。

四、2023 年社会融资规模展望：以稳为主

预计 2023 年新增社融约 36 万亿元，年末增速约 10.3%（持平或略高于 2022 年末）。主要基于以下假设：

■ 表内信贷：

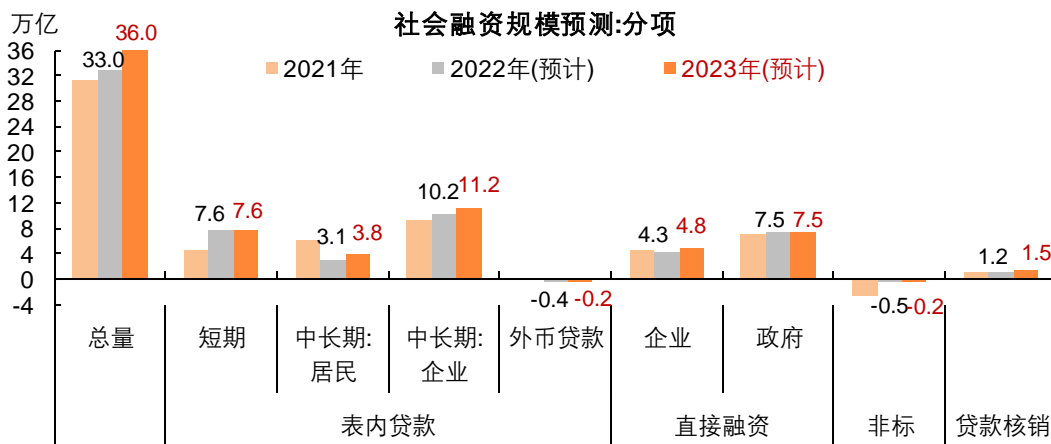
- 1) 短期贷款及票据 2023 年投放 7.6 万亿元，基本持平于 2022 年。货币政策维持宽松态势，助力短端信贷投放。
- 2) 企业中长期贷款 2023 年投放 11.2 万亿元，预计比 2022 年多增 1 万亿元。预计 2023 年制造业中长期贷款投放潜力进一步释放，基建项目配套贷款持续支撑，而房地产企业开发贷款的拖累趋弱。
- 3) 居民中长期贷款 2023 年投放 3.8 万亿元，预计比 2022 年多增 7000 亿元。预计 2023 年房地产政策逐渐见效将助力销售弱势企稳、防疫政策优化将助力居民信心恢复，居民中长期贷款需求增加、提前偿还情况减少。
- 4) 外币贷款 2023 年减少 2000 亿元，预计比 2022 年少减 2000 亿元。随着中美经济基本面态势逆转、货币政策由分化走向收敛，人民币汇率有望企稳甚至回升，但外需下行对出口及外币贷款需求仍有拖累。

⁹ 2021 年年末，全国住房公积金贷款（以表外委托贷款形式发放）余额为 6.89 万亿，而表内的个人住房贷款余额为 38.32 万亿。公积金贷款渗透率 = 公积金贷款 / (公积金贷款 + 个人住房贷款) = 6.89 / (6.89 + 38.32) ≈ 15%。

- **贷款核销**：预计 2023 年贷款核销规模升至 1.5 万亿元。2020 年因疫情影响，银行计提贷款核销达 1.2 万亿元，而 2018、2019 和 2021 年的增量都在 1 万亿左右元。近一年（2021 年四季度至 2022 年三季度）贷款核销规模约 1.16 万亿元，接近于 2020 年的计提力度。2023 年外需偏弱、经济弱复苏环境下，金融行业仍需加力支持实体经济。
- **政府债**：预计 2023 年政府债净融资 7.5 万亿元，持平于 2022 年。
 - 1) **公共财政方面**，预计 2023 年赤字率设定在 3% 左右，对应公共财政赤字约 3.9 万亿元，较 2022 年增加 5200 亿。
 - 2) **地方政府专项债方面**，尽管 2023 年基建稳增长对专项债仍有较高诉求，不过因专项债余额已高达 20.4 万亿元，2023 年新增专项债额度或持平于近两年的 3.65 万亿元。
- **企业直接融资**：预计 2023 年非金融企业境内股权融资、债券融资合计规模为 4.8 万亿元，较 2022 年多增 5000 亿元。2022 年 12 月召开的中央经济工作会议部署的重要工作中，第三点是“切实落实‘两个毫不动摇’”，着力于恢复民营企业信心。展望 2023 年，政策还将发力于畅通民营企业股权、债券融资，将有助于提升企业直接融资规模。
- **表外非标**：预计 2023 年信托贷款、未贴现票据、委托贷款分别减少 4000 亿元、减少 1000 亿元、增加 2000 亿元，三者分别较 2022 年少减 3000 亿元、基本持平、少增 2000 亿元。预计 2023 年金融监管趋松态势延续，融资类信托压降趋缓，但无新增政策性开发性金融工具额度。

2022 年 12 月召开的中央经济工作会议强调，2023 年要“保持社会融资规模与名义 GDP 增速基本匹配”。我们估算，2023 年 GDP 平减指数较 2022 年低 1 到 2 个百分点（从 3% 降至 1% 左右），2023 年实际 GDP 增速较 2022 年提升 2 个百分点（从 3% 到 5% 左右），从而 2023 年的名义 GDP 增速可能持平或略高于 2022 年。从保持社会融资规模与名义 GDP 增速基本匹配的角度出发，货币政策仍需加力支持实体经济，以实现社会融资规模增速的“稳”。

图表 16 2023 年社会融资规模分项展望



资料来源: wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033