

## 宏观点评 20230110

### 5 条金融线索：回顾 2022，展望 2023

2023 年 01 月 10 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

■ **2022 年对信贷扩张来说注定是历史上极其不平凡的一年。**疫情起伏和地产承压下，2022 年信贷的扩张充满了坎坷，尽管货币和财政政策齐发力，但是政策传导效果并不好。随着 12 月数据的公布，2022 年新增信贷定格在 21.3 万亿元，同比多增 1.36 万亿元，新增社融 32 万亿元，同比仅多增 6689 亿元。意料之中的是企业信贷再创新高，而居民部门则“袖手旁观”；略显意料之外的是，社融中同比跌幅最大的竟然是企业债融资。辞旧迎新，我们认为可以从以下 5 条线索复盘 2022 年，展望 2023 年（图 1 和 2）：

■ **线索一：“上蹿下跳”，一波三折。**回顾 2022 年，信贷扩张整体节奏最大的特点就是“上蹿下跳”：“开门红”之后，4 月疫情反弹、上海封控导致信贷跌入冰点，5 月和 8 月“稳增长大礼包+信贷形势分析座谈会”的强力组合，都一度使得其后一两个月内新增信贷规模创下历史同期最高，但事不过三，第三个月往往会出现透支后再次陷入冰点的情境（图 3）。

■ 究其原因，在 2022 年大部分时间内，防疫和地产是堵塞宽信用渠道的主要因素，即使能够阶段性通过窗口指导透支但难以持续。**这一点在 2023 年会出现改善**，2022 年中央经济工作会议明确提出“加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合”，防疫迅速优化和地产政策持续发力正是题中之义。

■ **线索二：居民爱存钱，不爱借钱。**你可以说 2022 年居民资产负债表受损，也可以说居民对未来的信心下挫，无恒产就无恒心，结果就是 2022 年居民部门中长期贷款全年低位徘徊，年内两度转负，而这一现象即使在 2008 年金融危机时期也不曾出现（图 4）。

■ 不爱借钱背后，体现了居民部门不愿加杠杆，不愿借钱买房，而导致的一个直接结果是存款尤其是定期存款的大幅上涨。2023 年随着经济复苏的前景逐步明朗，我们有理由相信这一部分存款会有所下降，居民借钱的意愿会逐步上升，从存款转化的路径来看，房子相关支出将是主要方向，其他消费则次之（图 5 和 6）。

■ **线索三：M2 和社融增速剪刀差，流动性堰塞湖。**居民爱存钱、不爱借钱的另一个结果就是导致 M2（包含各类主要存款）的增速少见地超过社融增速，资金淤积在银行负债端，无法有效传导到实体经济，导致银行间市场利率（DR001，DR007）在 2022 年下半年长时间处于较低水平（图 7）。

■ **这一点同样在 2023 年会出现变化**，2022 年 12 月的数据已经有所体现（M2 同比增速由 12.4% 回落至 11.8%），**我们预计 M2 的增速会逐步回落至社融增速下方**，而这也意味着 2022 年对股债友好的超额流动性宽松的环境将在 2023 年出现一定的逆转。

■ **线索四：企业开始扮演“逆周期”的角色。**虽然居民端不加杠杆，但 2022 年信贷和社融整体仍是扩张的，这背后很重要的因素是**企业逆势借钱**——在经济压力大的时候反而借的更多，12 月再创同期历史新高，这一点有点反直觉，也和历史经验相悖，企业贷款竟然开始发挥逆周期、托底经济的作用，我们认为主要有两方面的原因：一方面是 2022 年央行推出众多低息的结构性政策工具支持企业融资；另一方面则是政府重大项目投资加速落地，制造业投资和基建投资的界限模糊化了（图 8 和 9）。

■ **2023 年我们预计企业贷款的逆周期性会继续发挥作用，不过可能变成一定程度的拖累。**一方面，经济反弹下，逆周期投融资的力度可能会下降，另一方面值得注意的是 2022 年企业杠杆率大幅反弹，已经接近 2020 年第二季度 165% 的历史高位。

■ **线索五：理财、城投两座大山下，企业债融资如履薄冰。**第四季度疫情加速优化冲击市场预期，也使得市场出现动荡，其中利率大幅波动下导

#### 相关研究

《又见股汇“开门红”，这次有何不同？》

2023-01-08

《优等生 vs. 差等生：放开下的全球消费复苏》

2023-01-04

致的“理财赎回——加速抛售”的恶性循环，使得信用债利率飙升，除此之外经过 2022 年的透支，地方政府财政的压力在城投平台上率先释放，根据 wind 的数据，2022 年 12 月城投债净融资跌至-1042 亿元。两座大山的压力下，11 月和 12 月的企业债融资累计同比萎缩 8286 亿元，全年萎缩 1.24 万亿元（图 10 至 12）。

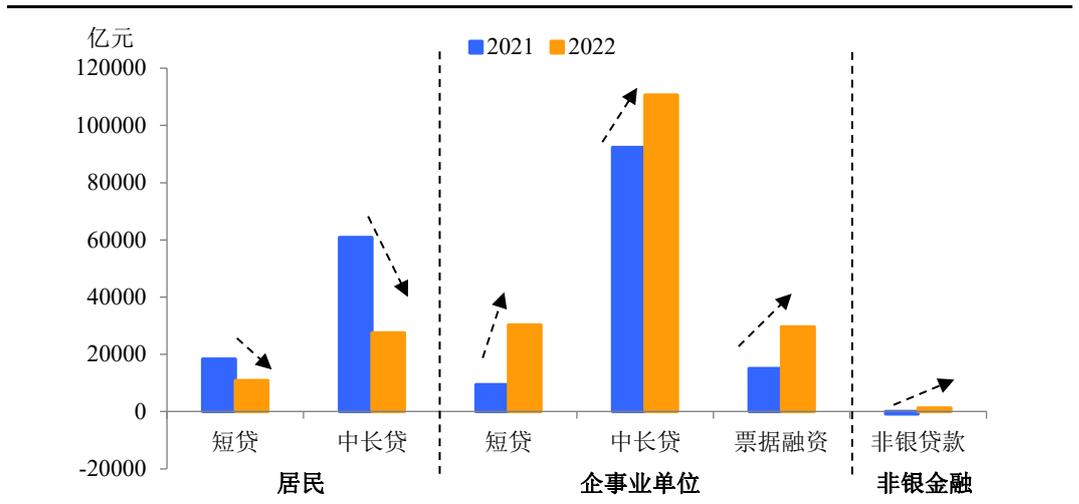
- **我们认为这一压力在 2023 年仍会延续。**利率方面，2023 年第一季度末至第二季度很可能因为经济的加速复苏导致利率出现阶段性的超调，这对于理财市场仍存在一定的威胁，而我国也没有形成类似海外发达经济体那种救助市场流动性冲击的成熟模式；地方城投方面，2023 年依旧是财政大年，地方财政的压力依旧不小，城投平台的风险会继续施压企业债融资。
- **展望 2023 年，开门红依旧有诉求，宏观杠杆率明显上涨，新增社融 35 至 36 万亿。**金融数据公布当天央行便召开了信贷工作座谈会，强调“要适度靠前发力”，足见政策对于稳增长和信贷“开门红”的诉求，如果参考 2022 年的经验，2023 年 1 月至 2 月新增信贷预计至少和 2022 年持平（5.2 万亿元）。
- 从发力方向上看，内需是主导，**企业融资、制造业投资依旧被摆在首位**，其次是对房企供给端的支持，而对于地产需求的支持则被放在第三位，目前来看依旧是“因城施策”为主，我们认为这对于有效撬动内需、使得信用可持续性扩张是不够的，我们预计后续依旧会有支持居民端加杠杆的政策出台，例如更大范围和力度的降低房贷利率等。
- **2023 年宽信用的关键仍是居民和企业加杠杆**，我们预计在 2023 年宏观杠杆率会上升到 280%以上，中性条件下我们预计新增社融规模在 34 万亿左右（图 13）。
- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

表 1: 5 条线索: 回顾 2022 年, 展望 2023 年

线索	主要内容	2022年	2023年	对信贷、社融的影响
①	信贷节奏“上蹿下跳”	防疫、地产妨碍信用扩张	防疫优化、地产发力	↑
②	居民爱存钱、不爱借钱	居民不愿加杠杆, 增持定期存款	加杠杆意愿回升, 部分储蓄转化为支出	↑
③	M2增速高于社融	资金传导实体不畅	宽信用渠道改善	↑
④	企业贷款“逆周期”	经济越差, 企业借钱越多	经济转好; 企业杠杆率偏高	↓
⑤	理财、城投两座大山	理财赎回, 城投暴雷, 拖累企业债融资	利率超调风险, 地方财力压力依旧较大	↓

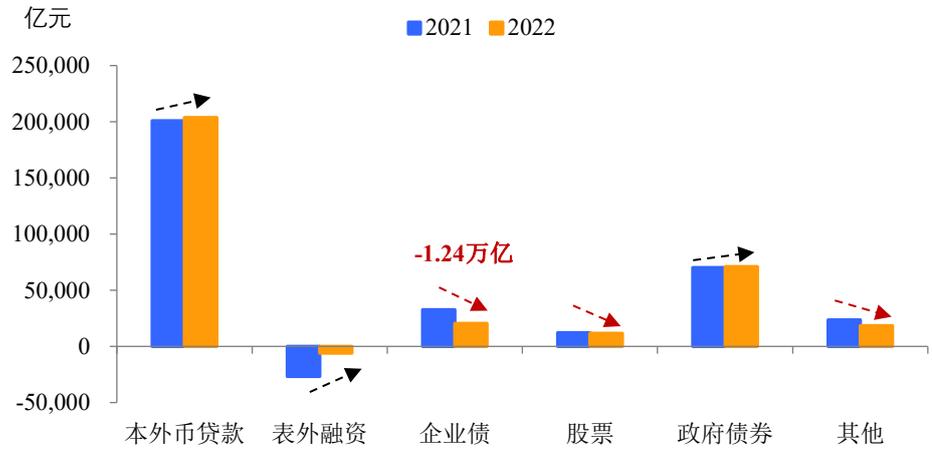
数据来源: 东吴证券研究所整理

图 1: 2022 年信贷: 全年新增 21.3 万亿元, 进击的企业, 保守的居民



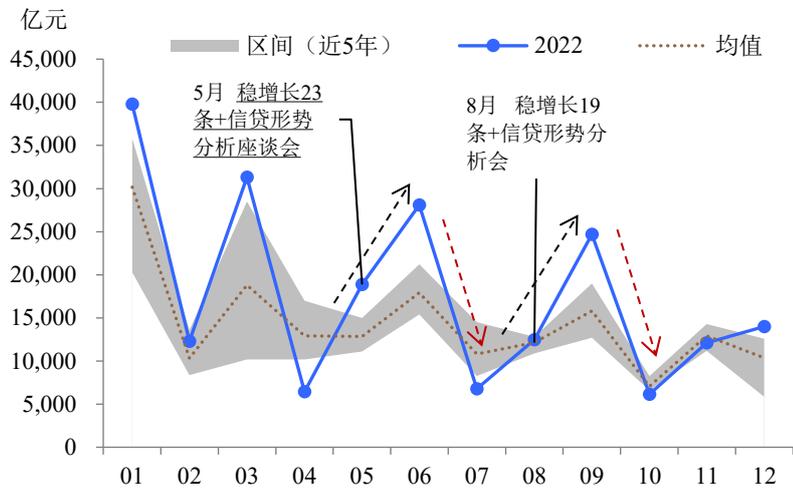
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022年社融: 全年新增32万亿元, 同比跌幅最大的是企业债



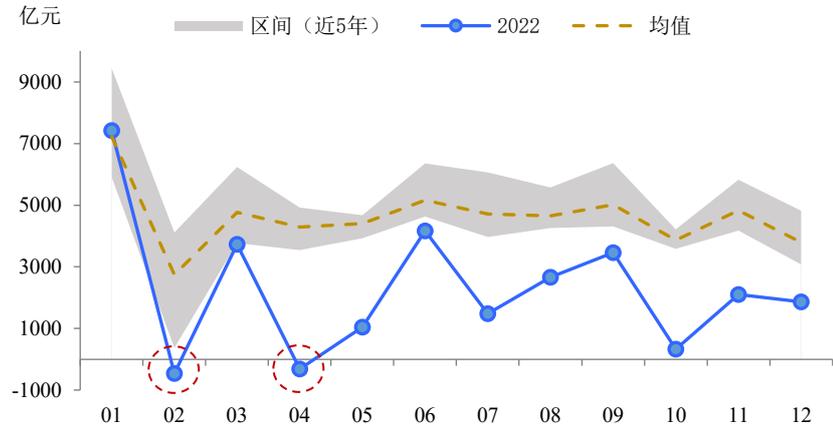
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022年信贷投放节奏“上蹿下跳”



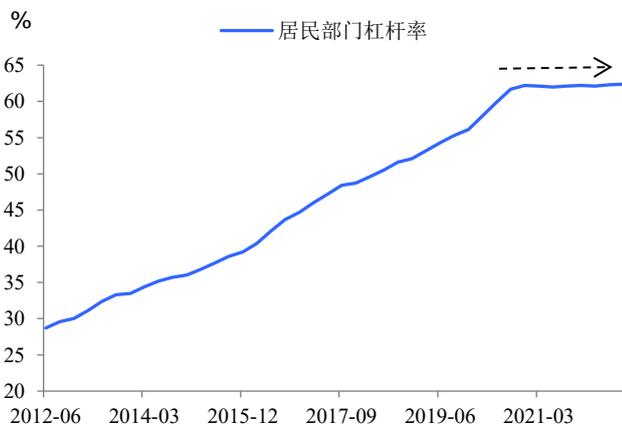
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：2022 年年内居民中长期贷款罕见两度转负



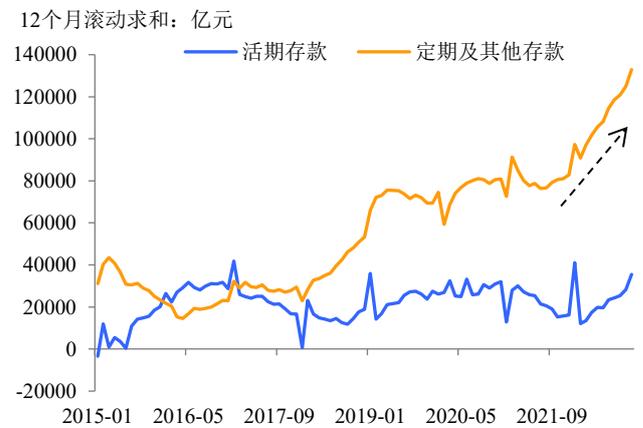
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：居民端杠杆率保持平稳



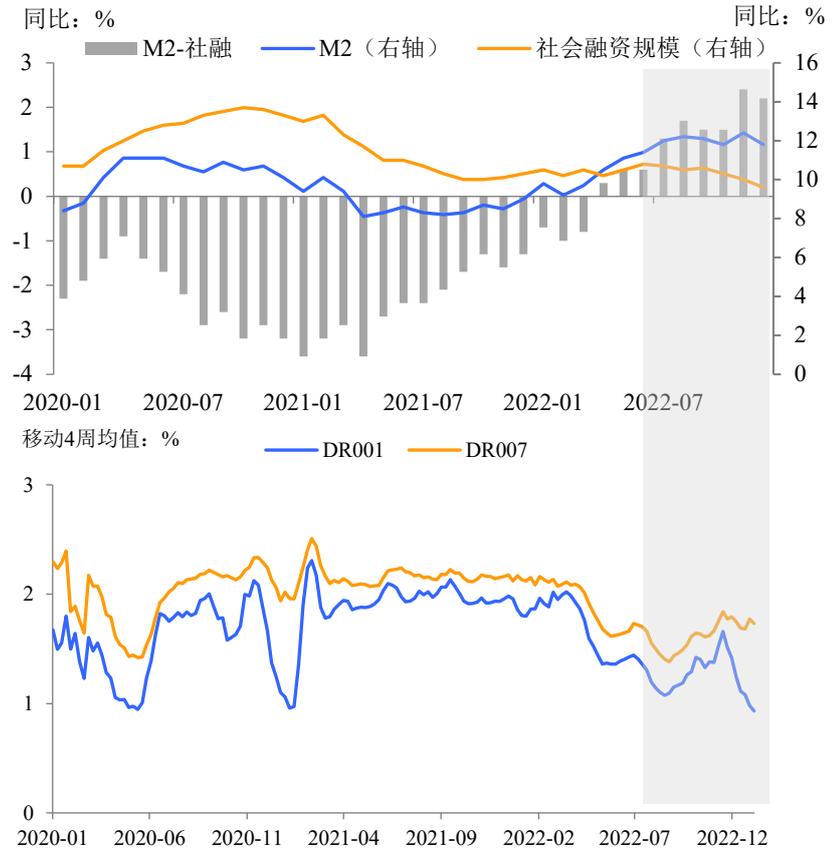
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：居民定期存款大幅飙升



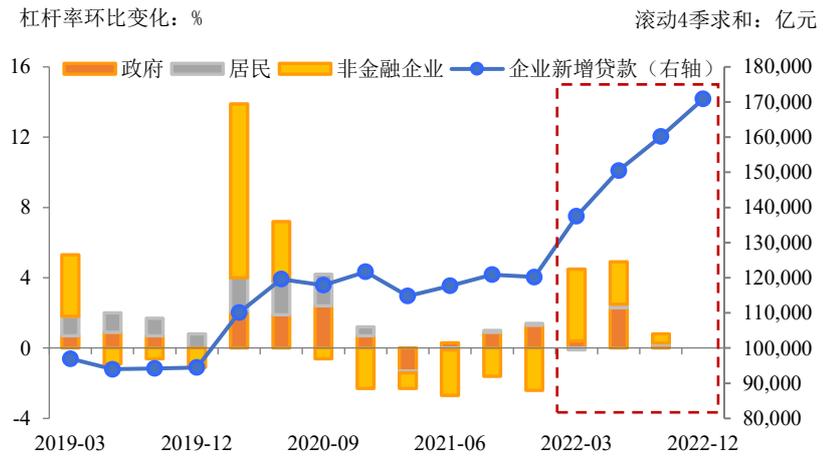
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: M2 增速大涨, 造成流动性“堰塞湖”



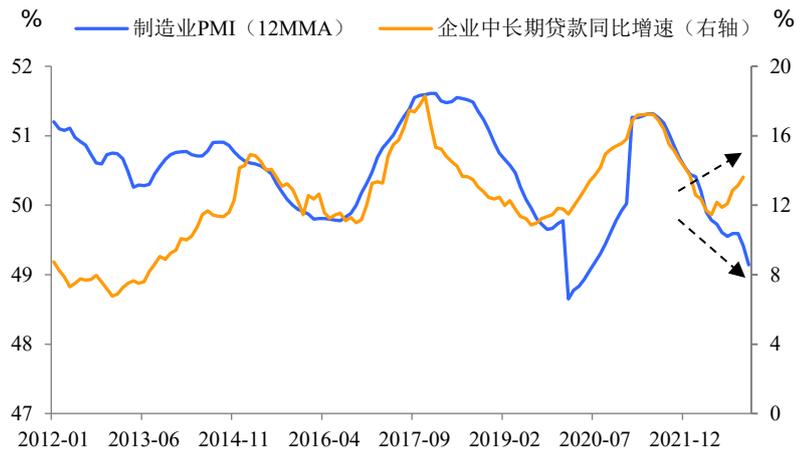
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：2022年企业逆势加杠杆



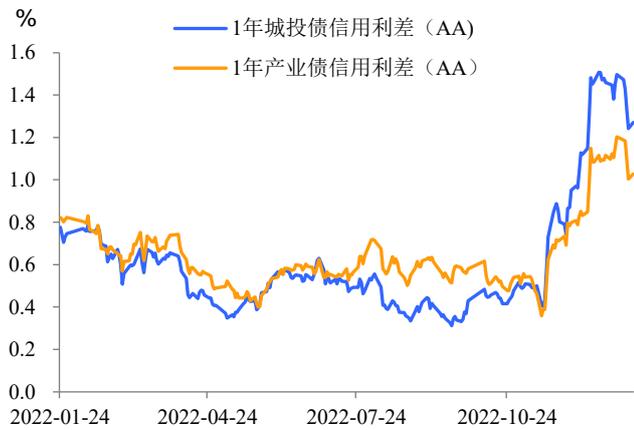
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022年在经济下行压力变大的情况下企业信贷增速反而扩张



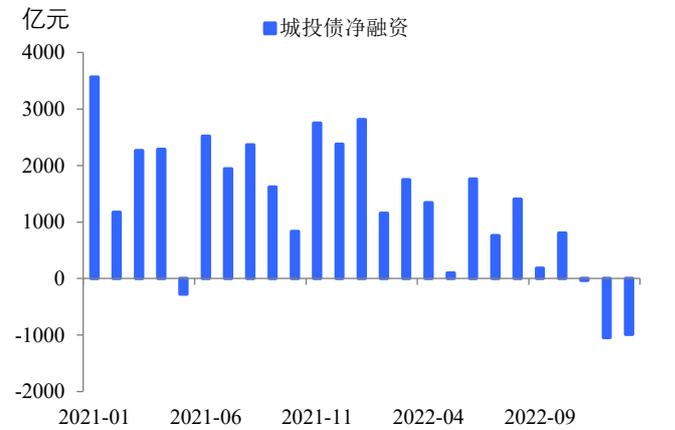
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 2022年11月理财赎回下信用债利差飙升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

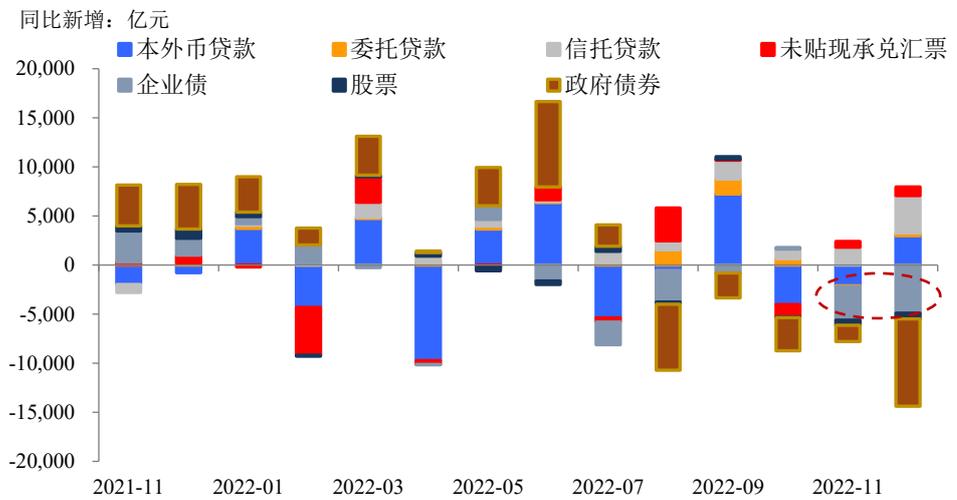
图11: 2022年12月城投融资转负



注: 2023年1月为截至1月10日的的数据

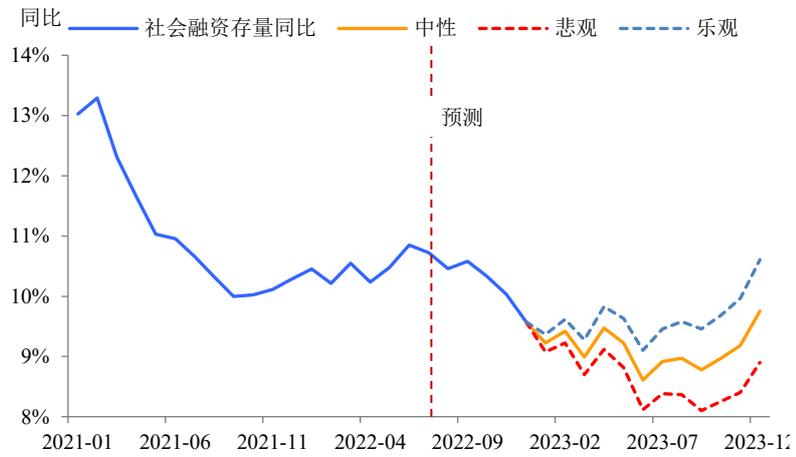
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2022年第四季在理财和城投的压力下企业债融资用比明显萎缩



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 对于 2023 年社融增速的预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

