

## 年末信贷恢复多增，债券融资严重拖累社融

——2022年12月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

**事件：**2023年1月10日，央行公布数据显示，2022年12月新增人民币贷款1.4万亿，高于上月的1.21万亿，同比多增2665亿；12月新增社会融资规模1.31万亿，不及上月的1.99万亿元，同比大幅少增1.05万亿。12月末，广义货币(M2)同比增长11.8%，增速比上月末低0.6个百分点；狭义货币(M1)同比增长3.7%，增速比上月末低0.9个百分点。

**基本观点：**整体上看，在政策面加大宽信用力度带动下，12月信贷恢复同比多增，但受债券融资拖累、特别是在企业债券融资大幅为负影响下，社融同比大幅少增。这表明当前宽信用过程主要由政策面驱动，各类市场主体自主融资需求有待进一步激活。

具体来看，年底银行对重点领域信贷支持力度不减，企业中长期贷款大幅多增，带动12月信贷表现超季节性；全年新增信贷较上年多增1.4万亿，对扩投资稳增长发挥了重要作用，但信贷投放结构“企业强、居民弱”的特征贯穿全年，凸显房地产低迷和消费疲弱带来的影响。社融方面，在12月投向实体经济的贷款保持同比多增的同时，当月企业和政府债券融资明显偏弱，拖累社融同比少增逾万亿；全年新增社融较上年多增约6600亿，贷款和非标融资是主要拉动项，企业债券融资和外币贷款则为主要下拉力量。货币供应量方面，12月理财产品大规模赎回效应缓和，M2增速高位回落，地产低迷叠加疫情扰动企业经营，M1增速低位下行；当月M2-M1增速差扩大，表明宽信用对实体经济的提振效应有待进一步释放。

展望未来，在宏观政策延续稳增长取向，地方债发行大规模开闸，房地产融资环境大幅改善背景下，加之银行普遍存在贷款“早投放、早收益”的经营传统，2023年1月会迎来信贷、社融数据开门红。全年新增信贷和社融规模有望超过上年，宽信用将成为助力2023年经济运行整体好转的一个重要支撑因素。下一步为有效激发实体经济贷款需求，稳定宏观经济运行，引导房地产行业尽快实现软着陆，政策面或将在以下几个方面发力：一是引导5年期LPR报价下调。这是推动楼市企稳回暖，带动居民中长期贷款修复的关键，我们估计最快有可能在1月落地。二是加快专项债发行节奏，引导银行加大基建项目贷款投放，推动一季度基建投资保持两位数高增。这也会在一定程度上对社融数据形成支撑。三是充分挖掘各项结构性货币政策工具潜力，加快相关贷款投放，推动信贷总量稳定增长。

**具体来看：**

一、年底银行对重点领域信贷支持力度不减，企业中长期贷款大幅多增，带动12月信贷表现超季节性；全年新增信贷较上年多增1.4万亿，对扩投资稳增长发挥了重要作用，但信贷投放结构“企业强、居民弱”的特征贯穿全年，凸显房地产低迷和消费疲弱带来的影响。

12月为季节性信贷小月，但在宽信用政策仍然积极、对重点领域和薄弱环节的信贷投放力度不减背景下，2022年12月信贷环比、同比均实现多增。12月新增人民币贷款1.4万亿，环比超季节性多增1900亿，同比多增2665亿，时隔两个月后再度恢复同比多增。由此，12月末贷款余额增速较上月末反弹0.1个百分点至11.1%。

从结构上看，12月新增企业中长期贷款达1.21万亿，环比多增4743亿，同比大幅多增8717亿，是当月信贷整体超季节性的主要拉动。背后是年底信贷定向支持基建、制造业、小微、绿色等领域的力度不减，以及金融支持房地产16条落地见效、银行加大对房企信贷支持力度。在企业中长期贷款大幅多增的同时，12月企业短贷和票据融资表现偏弱，其中票据融资环比少增403亿，同比少增2941亿，与月底票据利率大幅抬升相印证，反映企业贷款期限结构改善。这一方面是政策引导的效果，另一方面也显示，在各项支持政策下，企业有效贷款需求有所释放。

不过，在企业贷款规模放量、结构改善的同时，12月信贷主体结构继续表现出“企业强、居民弱”的特点。当月居民中长期贷款环比少增238亿，同比少增1693亿，与年末楼市依然低迷相印证；同时，12月居民短贷负增113亿，环比多减638亿，同比多减1693亿，背后则是国内疫情高发对居民消费造成较大扰动。

就2022年全年来看，新增信贷规模达到21.3万亿，较上年多增1.4万亿，“企业强、居民弱”的特征贯穿全年。2022年企业贷款较上年多增5.07万亿，其中企业中长期贷款多增1.83万亿，企业短贷和票据融资多增3.54万亿。这反映出经济下行压力加大背景下，政策层面引导银行加大信贷投放力度，推动银行对企业贷款大幅多增，尤其是对制造业企业和基建领域中长期信贷支持力度较大，为全年扩投资稳增长发挥了重要作用。不过，由于企业有效融资需求和银行风险偏好受经济下行压制，新增贷款结构整体仍偏短期化。另一方面，受房地产市场低迷和疫情反复扰动消费影响，全年居民中长期贷款和短期贷款分别较上年少增3.33万亿和7600亿。这也表明，引导房地产顺利实现软着陆、扩大居民消费需求，将是2023年稳定宏观经济运行、巩固宽信用成果的重中之重。

二、12月企业和政府债券融资大幅少增拖累社融同比少增逾万亿；全年新增社融较上年多增约6600亿，贷款和非标融资是主要拉动项，企业债券融资和外币贷款则为主要下拉力量。

尽管 12 月投向实体经济的人民币贷款环比多增 2906 亿，同比多增约 4000 亿，但当月新增社融规模却大幅缩量。12 月新增社融 1.31 万亿，环比少增 6774 亿，同比少增 1.05 万亿，导致月末社融存量增速较上月末大幅下滑 0.4 个百分点至 9.6%，创有历史记录以来最低点。

12 月社融环比、同比大幅少增的主要拖累项是政府债券融资和企业债券融资。其中，受 2022 年政府债券发行前置，以及年末到期量偏大影响，12 月政府债券融资环比少增 3739 亿，同比少增 8893 亿；受前期银行理财大规模赎回，以及发行利率上行等因素影响，12 月企业债券取消发行规模大增，受此影响，当月企业债券融资负增 2709 亿，环比多减 3305 亿，同比多减 4876 亿。

其他分项中，随着两批基础设施建设基金投放完毕，对委托贷款的拉动作用退去，12 月委托贷款延续负增，但同比少减 314 亿；其他两项表外融资也为负增，但较去年同期均明显少减，其中，去年为资管新规过渡期最后一年，年末信托贷款压降力度较大，故 2022 年 12 月信托贷款较去年同期大幅少减 3789 亿。此外，中美利差仍深度倒挂背景下，12 月外币贷款延续负增，同比多减 1016 亿；12 月新增股票融资环比多增 697 亿，但同比少增 590 亿，对社融总量影响不大。

就 2022 年全年来看，新增社融规模为 32.01 万亿，在投向实体经济的人民币贷款较上年多增 9697 亿背景下，新增社融同比仅多增 6591 亿，主要拖累项即为企业债券融资——全年企业债券融资大幅少增 1.24 万亿，主要原因有二：一是严控地方政府隐性债务风险背景下，2022 年城投融资政策偏紧，城投债净融资大幅收缩；二是年末两个月，理财赎回潮剧烈冲击信用债市场，企业债券大规模取消发行，净融资转负。2022 年政府债券表现要强于企业债券，全年国债和地方债发行量合计较上年增加 2.8 万亿，净融资规模也高于上年。整体上看，2022 年债券融资中“政府强、企业弱”特征比较突出。以上数据表明，当前宽信用过程主要由政策面和政府融资驱动，地产低迷、疫情扰动导致各类市场主体自主融资需求受到明显影响。

**三、12 月理财产品大规模赎回效应消退，M2 增速高位回落；地产低迷叠加疫情扰动企业经营，M1 增速低位下行；当月 M2-M1 增速差扩大，表明宽信用对实体经济的提振效应有待进一步释放。**

12 月末 M2 增速为 11.8%，较上月末放缓 0.6 个百分点。主要原因有三个：一是当月市场利率回落，债市反弹，理财赎回压力缓解。这意味着 11 月大规模理财赎回带动居民存款超季节性大增现象也在随之缓解——12 月居民存款同比多增 10011 亿，多增幅度较上月回落 5181 亿。二是上年同期基数走高，也会压低 12 月 M2 增速。可以看到，2021 年 11 月 M2 同比为 8.5%，12 月升至 9.0%。最后，12 月财政存款下降 10857 亿，比去年同期多减 555 亿，这也会小幅推高 M2 增速。

2022年在信贷、社融增速略有放缓的背景下，M2增速明显加快2.8个百分点，主要是财政大规模退税和四季度理财产品赎回带来的影响：前者会直接增加企业存款，后者则导致居民存款短期内大增，而这些因素都不会对信贷、社融数据带来直接影响。这也表明，2022年M2高增并非是央行显著增加了货币发行量，也意味着其对2023年物价上涨的推升作用有限。

12月末M1同比增速降至3.7%，除上年同期增速基数略有提高外，主要有两个原因：首先，30个大中城市高频数据显示，12月楼市销量延续低迷。这会直接影响房企销售回款，进而对M1增速形成下拉效应。历史数据表明，我国M1增速走势与楼市关联度较高。其次，12月疫情高发，不可避免地会对企业经营产生一定不利影响，也会抑制M1增速。整体上看，2022年M1增速持续处于低位徘徊局面，主要源于楼市低迷贯穿全年，两轮疫情高峰对企业的经营、投资活动影响显著，企业存款活化程度减弱。

12月M2-M1增速差在偏高的水平上进一步扩大，表明在财政金融政策充分发力，广义货币供应量高增局面下，整体而言，企业、居民手里并不缺钱，但受房地产低迷、疫情波动影响，实体经济活跃度不足，宽信用向稳增长传导并不顺畅。下一步宏观政策的重点将是在疫情影响消退后，着力促消费、扩投资，特别是要尽快推动房地产行业企稳回暖，提升企业经营、投资活跃度，把宽信用效应充分释放出来，在供需两端畅通宏观经济大循环。

整体上看，在政策面加大宽信用力度，企业中长期贷款大规模投放带动下，12月信贷恢复多增，但受债券融资拖累、特别是企业债券融资为负的影响下，社融同比大幅少增。这表明当前宽信用过程主要由政策面驱动，各类市场主体自主融资需求有待进一步激活。

展望未来，在宏观政策延续稳增长取向，地方债发行大规模开闸，房地产融资环境大幅改善背景下，加之银行普遍存在贷款“早投放、早收益”的经营传统，2023年1月会迎来信贷、社融数据开门红。近期央行强调，2023年货币政策“总量要够、结构要准”，并明确“明年（2023年）货币政策的力度不会小于今年（2022年）”。我们认为，“总量要够”主要是指2023年新增信贷规模不会低于2022年，预计有望达到22万亿左右，高于2022年的约21.31万亿，新增社融总量将达到34万亿，高于2022年的32.01万亿。宽信用将成为助力2023年经济运行整体好转的一个重要支撑因素。

贷款投向方面，后期伴随居民消费反弹以及房地产市场逐步企稳回暖，2022年信贷结构中的“居民弱、企业强”现象在2023年会有所改观，以企业债券融资、居民中长期贷款为代表的市场自主融资将会回升。这也是经济增长质量改善的一个标志。

我们预计，下一步为有效激发实体经济贷款需求，稳定宏观经济运行，引导房地产行业尽快实现软着

陆，政策面或将在以下几个方面发力：一是引导 5 年期 LPR 报价下调。这是推动楼市企稳回暖，带动居民中长期贷款修复的关键，我们估计最快有可能在 1 月落地。二是加快专项债发行节奏，引导银行加大基建项目贷款投放，推动一季度基建投资保持两位数高增。这也会在一定程度上对社融数据形成支撑。三是充分挖掘各项结构性货币政策工具潜力，加快对小微企业、房地产行业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、制造业转型升级、绿色发展等重点领域的信贷投放，推动信贷总量稳定增长。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。