

## 宏观动态报告

2023年01月12日

### 信心重于降息

#### ——2022年社会融资结构分解

##### 核心内容：

社会融资余额增速9月以来加速下行，其中信贷增速基本稳定，尤其中长期贷款增速稳中有升，但政府债和企业债增速明显回落。2022年12月，社会融资余额同比增速降至9.6%。从趋势看上半年增速趋于上行，6月达到10.8%的年内峰值，三季度稳定在10.6%左右，四季度明显降速，从9月的10.6%下行至12月的9.6%。分结构来看，政府债余额增速从7月峰值19.4%降至12月的13.4%，企业债余额增速从5月峰值10.7%降至12月的3.6%，形成主要下行力量。人民币贷款增速全年都维持在11%±0.3%的区间之前，其中中长期贷款增速在9月之前持续低位，9月之后企稳回升；而短期贷款增速在9月之前趋于上行，9月之后逐渐回落。

从存量结构来看，2022年企业债收缩较为严重，股票融资稳中有升，政府债和人民币信贷相对稳定。2022年人民币信贷余额占社会融资余额的65.3%，相比2020年的57.5%和2021年的63.6%都有上升。政府债余额占比2020至2022年分别为23.9%、22.4%、22.3%，基本稳定。企业债余额占比2020至2022年分别为12.8%、10.5%、6.4%，下降幅度较大。股票融资占比从2018年至2019年的1.5%左右上升至2020年的2.6%，2021年至2022年进一步上升至3.9%和3.7%。其他融资占比从2018年的-4.6%逐渐回归正贡献，但波动仍然较大，2019年至2022年占比分别为1.5%、3.2%、-0.4%、2.3%。

追根溯源，房企债务控制是本轮信贷增速下行的起点，也是本轮利率下行的起点；而疫情冲击只是进一步强化了下行趋势。具体而言，2020年8月“三条红线”出台；年末房贷集中度管理，引发贷款余额与企业债余额增速快速下降，利率趋于下行。2021年下半年个别房企发生债务违约风险；同时叠加疫情冲击，房地产销售急剧下降。多重冲击叠加导致负向循环持续强化，并波及民营企业整体融资和房地产上下游行业，企业债融资显著收缩。现在看，2023年的逻辑将会反转，一是支持房地产融资的“三支箭”已经出台，二是疫情防控已经进入新阶段，未来将看到人民币贷款与企业债发行逐步恢复，并驱动社会融资增速回升，以及利率回升。

2023年中国经济将经历从外需到内需，从外生到内生的动力转换，社会融资将相应呈现政府融资、企业融资、居民融资的逐步接力。上半年外需低迷，但居民消费与房地产市场仍在复苏初期，加大宏观政策调控力度成为必然选择。一季度疫情“闯关期”度过之后，居民消费与房地产市场将进一步恢复，逐步带动企业融资与居民融资稳中有升。从具体指标来看，出行数据、房地产销售以及PPI，可能是领先指标，而工业企业利润、企业债违约率等可能是最终验证指标。

2022年以来金融机构存款余额增速显著上升。2022年8月以来M1增速也加速回落，M2增速高位波动，与A股表现高度相关的M1-M2仍在下行。这反映出目前微观主体对于中国经济的前景仍然谨慎，大量资金沉淀为储蓄，而未转化成消费、购房、投资。正如中央经济工作会议所说，明年经济工作千头万绪，要从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作。降息等也应纳入该框架之内，毕竟目前贷款平均利率已经明显下降，房贷降幅也更大一些。

##### 分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

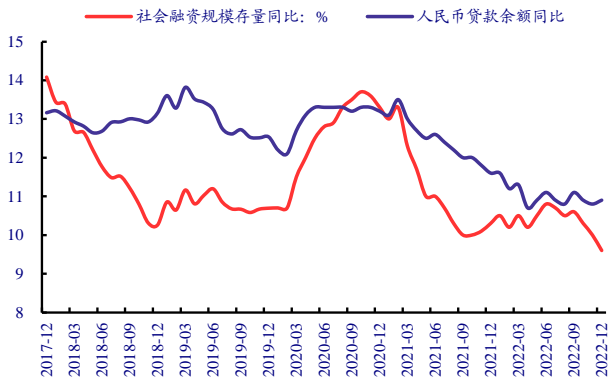
✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：0130522110001

特别鸣谢：于金潼

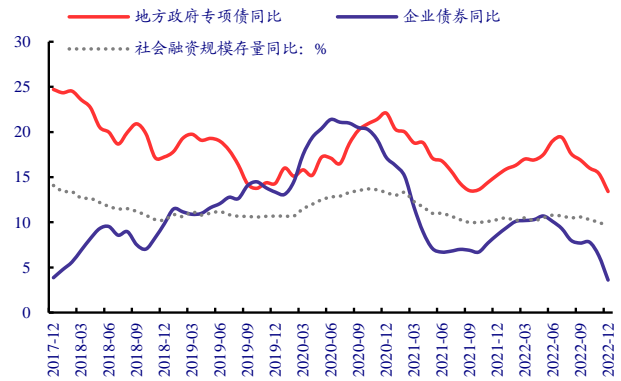
**风险提示：**地缘政治事件、海外经济衰退、疫情冲击延长

图 1: 2022 年, 社融增速上半年小幅回升, 下半年再次回落; 信贷增速维持在 11%±0.3% 的区间。



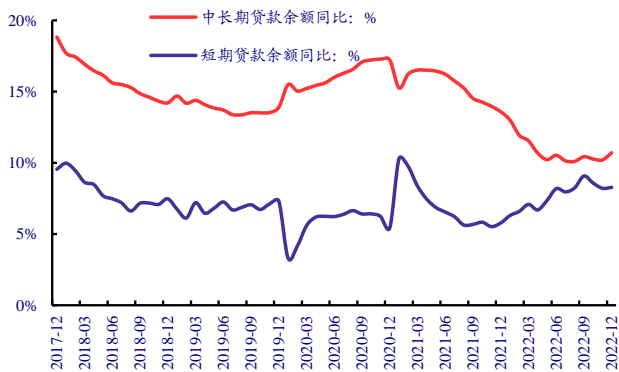
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 2: 2022 年, 上半年政府债、企业债余额增速都趋于上行, 但下半年出现明显回落。



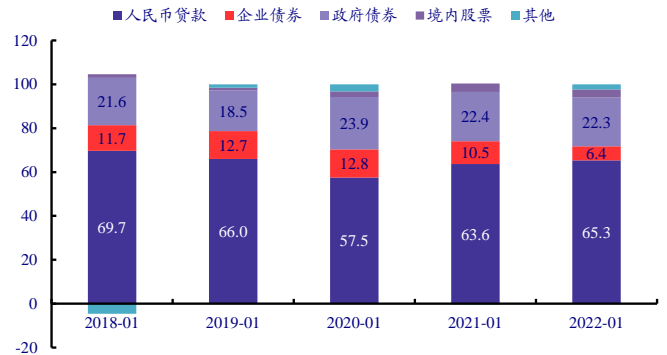
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 3: 2022 年 9 月前短期贷款余额增速上行, 9 月后逐渐回落; 9 月之前中长期贷款余额增速持续低位, 9 月之后企稳回升。



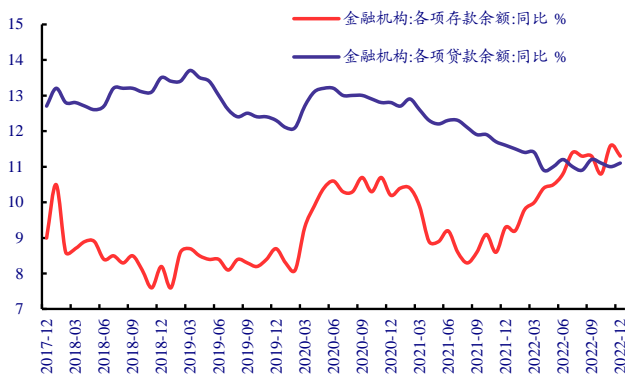
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 4: 过去三年企业债余额占社融比重显著下行, 信贷与政府债占比相对稳定; 股票融资占比过去两年分别为 3.9%、3.7%。



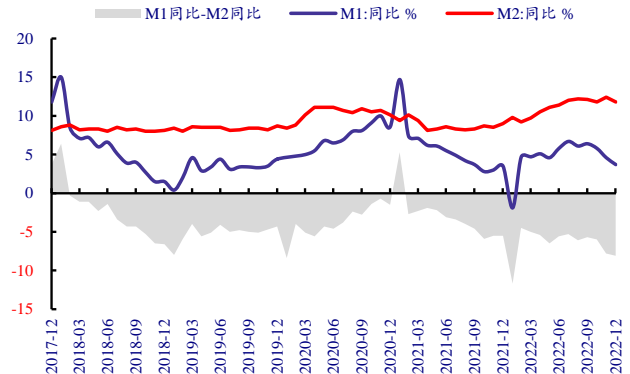
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 5: 2022 年以来金融机构存款余额增速显著上升。



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 6: 2022 年 8 月以来 M1 增速趋于回落, M2 增速高位震荡。



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 2022 年, 社融增速上半年小幅回升, 下半年再次回落; 信贷增速维持在  $11\% \pm 0.3\%$  的区间。 .....2

图 2: 2022 年, 上半年政府债、企业债余额增速都趋于上行, 但下半年出现明显回落。 .....2

图 3: 2022 年 9 月前短期贷款余额增速上行, 9 月后逐渐回落; 9 月之前中长期贷款余额增速持续低位, 9 月之后企稳回升。 .....2

图 4: 过去三年企业债余额占社融比重显著下行, 信贷与政府债占比相对稳定; 股票融资占比过去两年分别为 3.9%、3.7%。 .....2

图 5: 2022 年以来金融机构存款余额增速显著上升。 .....2

图 6: 2022 年 8 月以来 M1 增速趋于回落, M2 增速高位震荡。 .....2

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

**许冬石：**宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐：**宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn