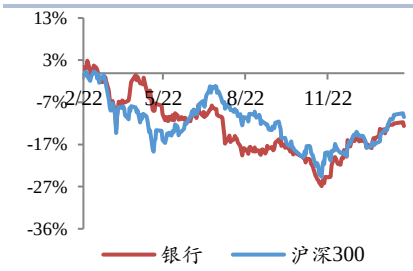
2023 年社融前瞻：春山可望

行业评级：增持

报告日期： 2023-01-31

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com

联系人：刘锦慧

执业证书号：S0010122100043
电话：18351883043
邮箱：liujinhui@hazq.com

主要观点：

● 2023 年宏观杠杆率是否还有增长空间？

2023 年是换届年+疫后复苏首年，站在微观经济主体角度，疫情负效应消除、经营预期改善、融资成本降低的多重因素作用下，企业中长贷领先于制造业 PMI 拐点，已提前反应经营信心提振。站在宏观调控角度，经济增长目标之于 2023 年正如疫情防控目标之于 2022 年，且宽信用仍是稳增长路径的重要一环。预计宏观杠杆率在 2023 年还有增长空间，分部门来看，预计政府、企业杠杆率继续上升，居民杠杆率保持稳定。

● 2023 年社融和信贷前瞻

在“社融与名义经济增速基本匹配”假设下，预计全国 GDP 增速目标在 5.5%左右，宏观杠杆率保持稳中微升的隐含社融增速在 10.6%。分项预测加总的社融增量为 35.2 万亿，增速 10.2%。

（1）人民币信贷：预计新增 23.1 万亿。①企业中长贷：预计增量 12.2 万亿。在地产融资端政策支持下，金融机构对房企的准入和风控机制将进一步完善，继续输血的动力预计进一步加大。**②企业短贷+票据融资：**预计增量 6.3 万亿。1 月制造业 PMI 重回 50.1 指示企业的经营信心已明显恢复，同时贷款利率仍在低位，企业融资意愿和融资性价比均高。**③居民中长贷：**预计增量 3 万亿。当前地产利好政策还未出尽，居民对购房仍持观望态度。长期来看人口压力对房价上涨形成制约，个人住房贷款能否有超预期增长还要等待政策传导和信心修复。**④居民短贷：**预计增量 1.5 万亿。大额消费需求下滑仍对衍生短贷需求带来制约，但随着疫情过峰、消费场景修复，居民消费复苏逻辑相比地产更通顺。

（2）表外融资：预计增量 0.5 万亿。资管新规过渡期间表外融资逐步压降整改到位，叠加房地产信托等政策预期放松，预计 2023 年表外融资有所恢复，对社融贡献转正。

（3）政府债净融资：预计增量 7.8 万亿。政府债净融资受稳增长诉求和财政压力两方面影响，2023 年财政政策表述“加力提效”，意味着财政支持力度在 2022 年基础上还有提升，但目前广义政府杠杆率并不低，化解隐债风险压力持续，我们预计 2023 年赤字率目标在 3-3.2%，对应国债+地方政府一般债净融资规模 4 万亿左右。预计专项债净增规模和 2022 年持平在 3.8 万亿左右。

（4）企业债净融资：预计增量 2.5 万亿。企业债净融资的正向推动力是地产融资的放松，负向推动力在于城投债风险的化解压力，综合来看预计地产债净融资增福明显，城投债净融资稳中有降。

● 投资建议

企业经营内生动力修复下复工复产加快节奏，叠加“全力拼经济”政策呵护，预计 2023 年银行开门红同比多增，结构延续对公强

势，行业投向以基建、制造业、绿色贷款为主。疫情过峰和消费场景逐步修复下，消费金融有望引领零售板块修复节奏。经济复苏带动银行板块估值回升，精选区域布局优、业绩确定性强的江浙区域城商行，重点推荐**江苏银行**。若经济超预期修复，零售板块修复节奏可能提前，建议关注地产风险缓释、消费复苏带来业绩和估值双修复的股份行，如**招商银行、平安银行**。

- **风险提示**

利率风险：宽信用、宽货币政策下利率继续下行，息差收窄。

市场风险：宏观、区域经济大幅下行造成资产质量恶化，不良大幅提高。债市调整下理财大规模赎回拖累营收增速。

经营风险：经济复苏不及预期，融资需求下降拖累信贷增速。

正文目录

1 2022 年 12 月社融情况 5

1.1 社融结构：信贷超预期，企业债、政府债为拖累项 5
1.2 信贷结构：对公增长强劲，零售仍然乏力 6
1.3 存款端：M1-M2 负向剪刀差走阔，居民存款高增 7

2 往年社融总量与结构分析 8

2.1 政府杠杆：长期趋降，短期有升 11
2.2 企业杠杆：总量上升，结构变化 12
2.3 居民杠杆：消费、购房意愿回暖有待观察 14

3 2023 年社融展望 14

3.1 人民币信贷：预计新增 23.1 万亿 16
3.2 表外融资：预计新增 0.5 万亿 17
3.3 政府债净融资：预计新增 7.8 万亿 17
3.4 企业债净融资：预计新增 2.5 万亿 17

投资建议： 17

风险提示： 18

图表目录

图表 1 历年 12 月新增社融结构（亿元）.....5
图表 2 六大行支持房企融资情况.....6
图表 3 100 大中城市土地成交面积（万平方米）.....6
图表 4 2022 年政府债发行节奏相比 2021 年前置.....6
图表 5 历年 12 月新增人民币信贷结构（亿元）.....7
图表 6 30 大中城市商品房当周成交面积（万平方米）.....7
图表 7 10 大城市商品房当周成交面积（万平方米）.....7
图表 8 M1 和 M2 同比增速（%）.....8
图表 9 M2 与 M1 增速差（%）.....8
图表 10 历年 12 月新增人民币存款结构（亿元）.....8
图表 11 社融增速和名义 GDP 增速（%）走势.....9
图表 12 经济各部门杠杆率（国家资产负债表研究中心口径）.....9
图表 13 发达经济体非金融企业杠杆率（%）走势.....9
图表 14 新兴经济体非金融企业杠杆率（%）走势.....9
图表 15 发达经济体居民杠杆率（%）走势.....10
图表 16 新兴经济体居民杠杆率（%）走势.....10
图表 17 城镇居民人均可支配收入同比增速（%）.....10
图表 18 2021 年下半年后存量社融同比增速（%）较稳定.....10
图表 19 2017-2022 年新增社融结构.....10
图表 20 土地财政拉动货币信用派生的模式.....11
图表 21 企业中长贷月新增规模（亿元）.....12
图表 22 企业短贷月新增规模（亿元）.....12
图表 23 企业票据融资+未贴现承兑汇票月新增规模（亿元）.....13
图表 24 当前金融机构一般贷款利率在 2008 年以来最低值.....13
图表 25 资金利率.....13
图表 26 PMI 指数与企业中长贷阶段性背离.....13
图表 27 金融机构普惠小微贷款保持高增.....13
图表 28 金融机构绿色信贷规模保持高增.....13
图表 29 金融机构居民信贷规模（万亿元）.....14
图表 30 个人住房按揭贷款利率.....14
图表 31 31 省市区公布预期 GDP 增速目标.....15
图表 32 GDP 平减指数变化.....16
图表 33 宏观杠杆率用（社融存量-企业股票）/名义 GDP（TTM）近似.....16

1 2022 年 12 月社融情况

1.1 社融结构：信贷超预期，企业债、政府债为拖累项

2022 年 12 月社融新增 1.31 万亿，同比少增 1.06 万亿，主要负贡献来自政府债同比大幅少增 0.89 万亿，由 2021 年财政后置发力、而 2022 年财政前置发力造成的政府债发行节奏错位所致。其次负贡献来自企业债同比少增 0.71 万亿，主要原因在于债市调整下企业发行债券成本上升，发行节奏推后或转为间接融资。存量社融同比增 9.6%，较 11 月同比增速环比下降 0.4pct。剔除政府债后，存量社融同比增 8.79%，较 11 月同比增速环比下降 0.16pct。2022 年社融累计增量 32.01 万亿，同比多增 0.67 万亿，其中人民币信贷增量 20.91 万亿，同比多增 0.97 万亿。

图表 1 历年 12 月新增社融结构（亿元）

	社会融资规模	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增信托贷款	新增委托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券	政府债券	非金融企业境内股票融资	ABS	贷款核销
2019	22013	10770	-205	-1092	-1316	951	3593	3738	432	865	3018
2020	17192	11458	-981	-4620	-559	-2216	436	7126	1126	1177	3324
2021	23682	10350	-649	-4553	-416	-1419	2167	11674	2075	618	2726
2022	13058	14401	-1665	-764	-101	-554	-4887	2809	1443	-152	1384
同比多增	-10624	4051	-1016	3789	315	865	-7054	-8865	-632	-770	-1342

资料来源：wind，华安证券研究所

从新增社融结构来看，表内信贷和表外融资均有同比多增。

（1）表内信贷方面，人民币贷款同比多增 4004 亿，**主要来源于稳增长政策托举下的对公贷款投放。一方面是基建相关中长期贷款。**12 月疫情防控政策优化，政策重心由疫情防控迅速切换到经济增长，前期由于疫情影响淤积在“已审批未启用额度”和“已启用额度未放款”阶段的项目贷款在靠前发力的财政政策指导下加速投放，政策性开发性金融工具的配套资金也陆续到位。**另一方面是房企融资。**11 月 21 日商业银行信贷工作座谈会提到，人行拟提供 2000 亿元免息再贷款支持商业银行提供配套资金用于“保交楼”，11 月 23 日出台“金融 16 条”，并支持国有大行投放 6000 亿稳定房地产企业开发贷款、建筑企业贷款，支持个人住房贷款合理需求。政策呵护下优质房企资金链紧张的问题得到缓解。

（2）表外融资方面，信托贷款+委托贷款合计同比少减 4104 亿，与房地产相关政策态度由“保项目”向“保项目+保主体”过度，非标融资有所放松相关。自 2018 年资管新规出台到房企融资“三道红线”，房地产表外融资规模逐年收缩。而“金融 16 条”疏通房企信托融资通道，支持信托资金对房地产市场参与主体给予金融支持，并允许房地产企业及个人住房贷款债务在一定条件下展期。信托贷款的压降力度放缓一方面来自于低基数，一方面由于非标融资要求的放松。房企融资端改善也推动拿地面积超季节性上升，2022 年 12 月 100 大中城市土地成交面积超过 2020、2021 年同期。分项来看，信托贷款同比少减 3789 亿，委托贷款同比少减 315 亿，未贴现银行承兑汇票同比少减 865 亿元，均有改善。

（3）企业债方面，净融资为-4887 亿元，同比大幅少增 7054 亿元。主要原因为：债市调整——理财赎回规模增加——机构配置债券意愿降低——信用债发行成本升高——取消发行量增加——企业发行债券后置或转为间接融资。12 月信用债取消或推迟发行规模达到 1169 亿元，超过 11 月的 864 亿元。新增对公中长贷超预期也侧面印证债

贷互替逻辑。

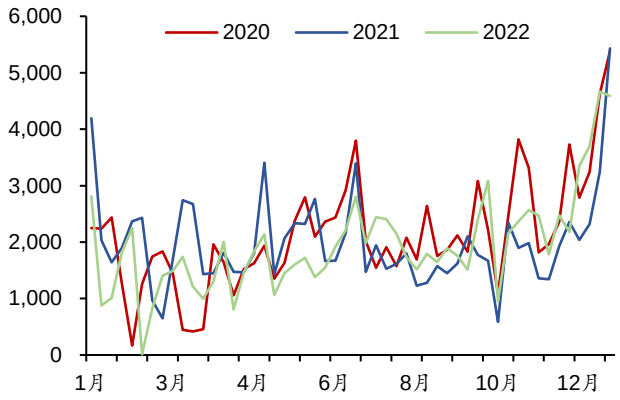
（4）政府债方面，同比大幅少增主要来自于 2021 年财政发力后置且 2022 年财政发力前置，高基数低增长影响。2022 年 12 月地方政府债发行 2023 年财政发力节奏与 2022 年相似，且中央经济工作会议对财政政策表述从“提升效能”到“加力提效”，预计政府债仅为短期拖累因素，不构成 2023 年社融拖累项。

图表 2 六大行支持房企融资情况

银行名称	房企	时间	授信额度	融资服务范围
中国银行	碧桂园、龙湖集团、万科集团等 10 家房企	2022 年 11 月 23 日 2022 年 11 月 24 日	超 6000 亿元	为碧桂园、龙湖集团各提供 600 亿元意向性授信额度，在房地产开发贷款、并购贷款、贸易融资、预售资金监管保函、债券承销与投资、个人住房贷款等业务领域深化合作； 为万科集团提供不超过 1000 亿元人民币或等值外币的意向性授信额度，在房地产开发贷款、并购贷款、债券承销与投资、个人住房贷款、保函、供应链融资等业务领域深化合作。
农业银行	中海发展、华润置地、万科集团等 8 家房企	2022 年 11 月 23 日 2023 年 1 月 5 日	未披露	围绕商品房、保障房、城市更新等重点领域，在房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、保障性租赁住房贷款、并购贷款、债券承销与投资等业务方面深化合作。
工商银行	万科集团、金地集团、绿城中国等 12 家房企	2022 年 11 月 24 日	6550 亿元	围绕房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、房地产项目并购融资、租赁住房融资、保函置换预售监管资金、债券承销与投资等业务领域深化合作。
建设银行	中国交建、首开集团、越秀集团等 8 家房企	2022 年 11 月 24 日	未披露	在房地产金融、住房租赁业务、综合金融服务、共同防范化解风险等方面开展合作。
交通银行	美的置业、万科集团、绿城中国等 10 家房企	2022 年 11 月 23 日 2023 年 1 月 8 日	至少 1200 亿元	为美的置业提供人民币 200 亿元意向性综合授信额度，并提供多元化融资服务，包括但不限于房地产开发贷款、并购贷款、债券投资等； 为万科集团提供人民币 1000 亿元意向性综合授信额度，并提供多元化融资服务，包括但不限于房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、并购贷款、保函、供应链融资、债券投资等。
邮储银行	万科集团、龙湖集团、绿城集团等 5 家房企	2022 年 11 月 24 日	2800 亿元	为五家房地产企业提供多元化的综合金融服务，深化在房地产贷款、个人住房按揭贷款、并购贷款、债券承销与投资、保函、供应链融资及结算服务等业务领域的合作。

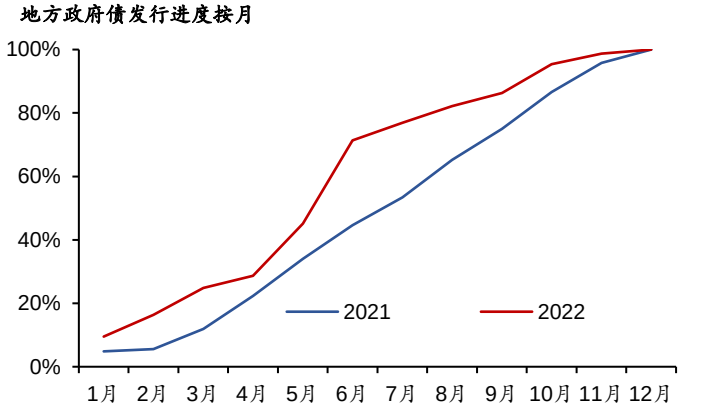
资料来源：各银行官网，华安证券研究所

图表 3 100 大中城市土地成交面积（万平方米）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 2022 年政府债发行节奏相比 2021 年前置



资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 信贷结构：对公增长强劲，零售仍然乏力

2022 年 12 月新增信贷超预期，主要由企业中长贷同比大幅多增贡献。对公（含票据贴现）合计新增 1.28 万亿，同比大幅多增 6414 亿。零售合计新增 1752 亿元，同比少增 1963 亿元。企业短贷和企业中长贷分别同比多增 638，8717 亿元，居民短贷和

居民中长贷分别同比少增 270,1693 亿元，对应居民消费意愿和购房需求在 2022 年底仍未出现明显修复。

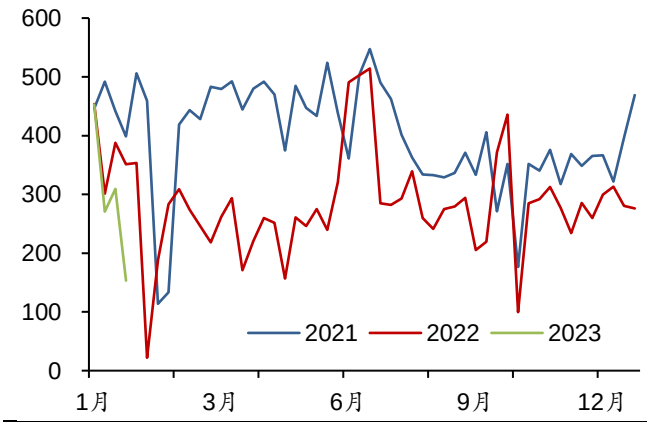
值得关注的趋势是：企业票据大幅少增的前提下，企业短贷和中长贷同比大幅多增。一般情况下银行等金融机构票据冲量的行为发生在指标完成较差的季末，序时进度完成较好的情况下季末几天商业银行严控投放量，保证既不多投也不少投。12 月票据大幅少增，指示各行 2022 年信贷投放情况较好。在指标完成无压力的情况下，企业中长贷和企业短贷还有同比的多增，反映了疫情防控政策的优化对企业经营信心带来的修复已经发生。尤其是企业短贷与民营企业短期资金周转需求相对应，受政策指导影响较小，且年底到期量较大，一般情况下 12 月净增为负值。2022 年 12 月企业短贷同比少减了 648 亿元，相比 11 月（同比少增 651 亿元）有改善。

图表 5 历年 12 月新增人民币信贷结构（亿元）

	新增人民币贷款	居民短期	居民中长期	企业短期	企业中长期	票据融资	非银金融机构	对公合计	零售合计
2019	11,400	1,635	4,824	35	3,978	262	511	4,275	6,459
2020	12,600	1,142	4,392	-3,097	5,500	3,341	674	5,744	5,534
2021	11,300	157	3,558	-1,054	3,393	4,087	553	6,426	3,715
2022	14,000	-113	1,865	-416	12,110	1,146	-11	12,840	1,752
同比多增	2,700	-270	-1,693	638	8,717	-2,941	-564	6,414	-1,963

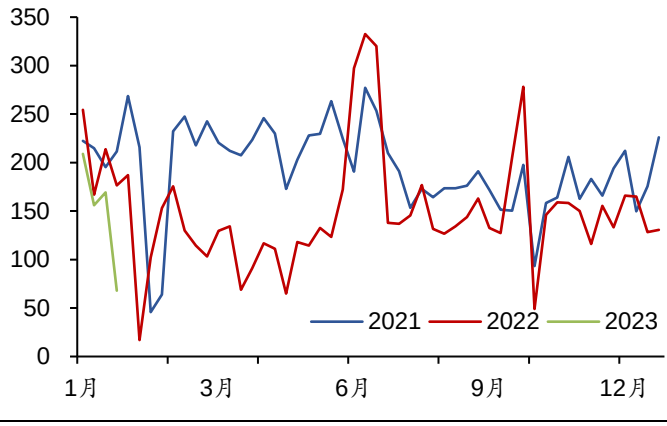
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 30 大中城市商品房当周成交面积（万平方米）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 10 大城市商品房当周成交面积（万平方米）



资料来源：wind，华安证券研究所

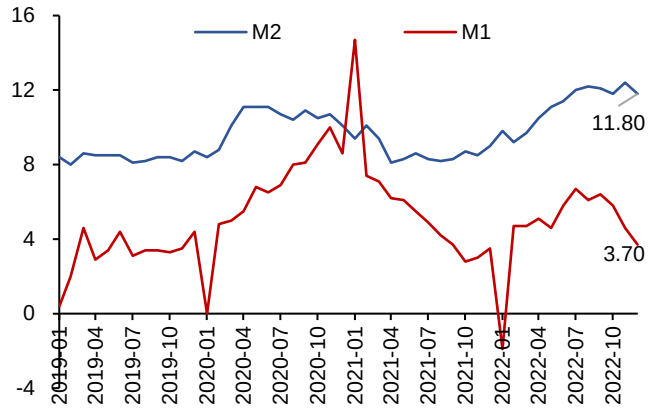
1.3 存款端：M1-M2 负向剪刀差走阔，居民存款高增

2022 年 12 月 M2 增速为 11.8%，同比升 2.8pct，环比降 0.6pct；M1 增速 3.7%，环比降 0.9pct。M1 与 M2 负向剪刀差走阔至 8.1%。M2 增速一方面受财政支出力度放缓、企业债净融资额下降影响有所回落，另一方面在新增信贷派生作用和理财赎回压力下，居民存款增速仍然保持高位，对 M2 形成一定支撑。M1 增速下滑到 11 个月以来最低位，主要受到企业活期存款向居民存款转化影响。

人民币存款同比少增 4358 亿元，结构仍然延续居民存款高增，企业存款和非银存款少增的趋势，其中企业存款同比大幅少增 1.28 万亿，非银存款同比多减 1485 亿。非银存款的同比多减受银行理财赎回影响，但这部分对居民存款多增的贡献较小。居民存款的同比大幅多增 1 万亿主要由企业存款的少增转化而来。受 2022 年经济下行影响，

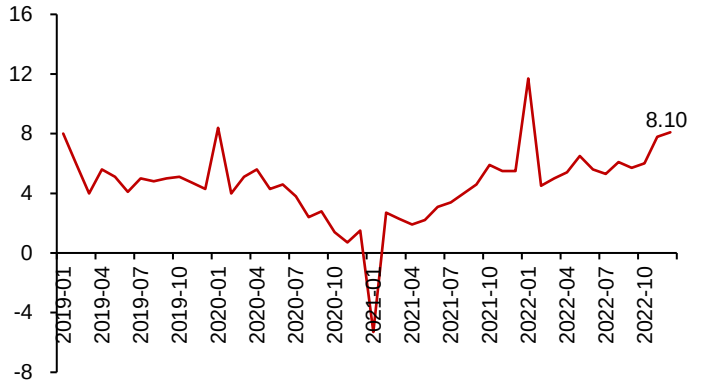
企业、居民对未来收入不确定性预期增强，居民预防性继续储蓄增加、投资和消费减少；企业盈利下滑，一次性投资款返还和工资支付压力下企业存款大幅下降。但随着各地疫情过峰、消费场景修复以及房地产市场预期改善、企业经营预期恢复，企业和居民存款结构有望改善。

图表 8 M1 和 M2 同比增速（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 M2 与 M1 增速差（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 历年 12 月新增人民币存款结构（亿元）

	新增人民币存款	新增居民存款	新增企业存款	新增财政存款	新增非银存款	企业+居民合计
2019	5,995	15,246	16,037	-10,786	-5,572	31,283
2020	-2,093	16,735	10,959	-9,540	-5,599	27,694
2021	11,600	18,892	13,670	-10,302	-3,843	32,562
2022	7,242	28,903	824	-10,857	-5,328	29,727
同比多增	-4,358	10,011	-12,846	-555	-1,485	-2,835

资料来源：wind，华安证券研究所

2 往年社融总量与结构分析

社融规模反应了实体经济从金融体系获得的融资总额，一方面具有顺周期性，是实体经济走势的前瞻性指标；一方面又包含了逆周期调控的结果，往往在经济不景气时，宏观调控采取扩张性的财政政策，由投资形成实物工作量拉动经济修复。融资的目的是为了满足实体经济增长的需求，因此央行多次提到“保持社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”，即宏观杠杆率保持稳定。同时央行也指出社融也并不是每年或每季度都要和名义 GDP 增速保持匹配，通常社融领先 GDP 增速 1-2 个季度。所以我们在分析新增社融时，综合实体部门信贷需求、杠杆率的上升空间和政策目标、施政手段和预期效果来进行理解和预测。

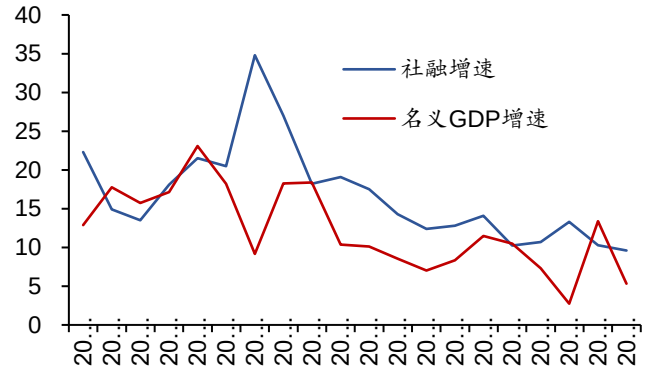
结合社融增速、名义 GDP 增速和实体经济部门杠杆率来看，企业杠杆率的激增发生在经济遭受重大打击的时候，是逆周期调控政策的有力抓手。2002 年以来，社融增速与名义 GDP 增速背离最大的时期在 2009 年、2020 年，其中 2009 年为应对次贷危机冲击，我国宏观政策发力扩大内需、促进经济增长的基建工程，叠加房地产政策的放松，企业杠杆率上升 20.7%至 115.6%。2020 年应对新冠疫情影响，政府债发行规模大幅多增，基建发挥稳增长作用撬动社会资本投入增加，企业杠杆率上升 10.4%至

162.3%。政府+非金融企业杠杆率的快速攀升也隐含了地方政府隐性债务风险，在土地财政模式下中国非金融企业杠杆率 161.8%显著高于发达经济体均值 89%和新兴经济体均值 109.9%。在中央经济工作会议"防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量"的要求也对企业杠杆尤其是城投债部分继续上升形成约束。

居民杠杆在 2009 年房地产宽松政策后逐年小幅增长，伴随着 2020 年经济增速触底达到 62.2%后稳定在该水平上。中国居民杠杆率介于发达经济体和新兴经济体之间。2009 年起居民杠杆率的持续上升主要是房价上涨起到的助推作用，"房住不炒"定调后，中央和地方出台各项限购限贷政策抑制房价上涨，房地产逐渐失去其隐含的金融资产属性。在 2020 年疫情冲击后，随着名义 GDP 增速下降，居民人均可支配收入下降到 4.36%（疫情前三年 CAGR 为 8%），居民预防性储蓄意愿上升，购房和消费意愿下降导致杠杆率维持不增。随着疫情这一扰动因素的影响下降，居民对未来收入预期改善，或带动居民债务中消费贷款需求回升。

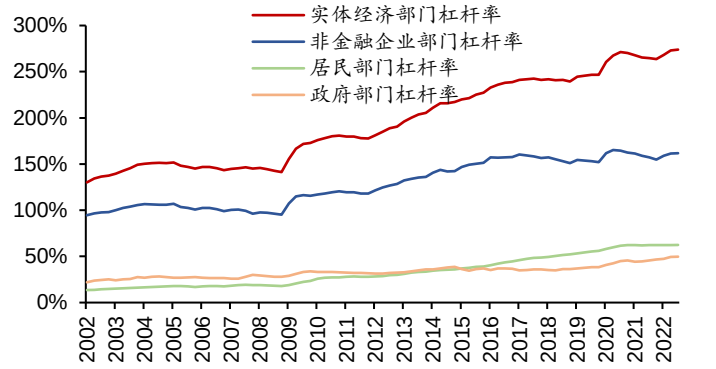
2023 年是换届年+疫后复苏首年，中央经济工作会议定调"财政政策加力见效，货币政策精准有力"，经济增长的内生动能和政策诉求都强于疫情期间，宏观杠杆率既有加的空间也有加的意愿。分部门来看，企业杠杆加的空间不大，但 12 月数据指示加的意愿充足；而居民杠杆有加的空间，但当前意愿不足。

图表 11 社融增速和名义 GDP 增速（%）走势



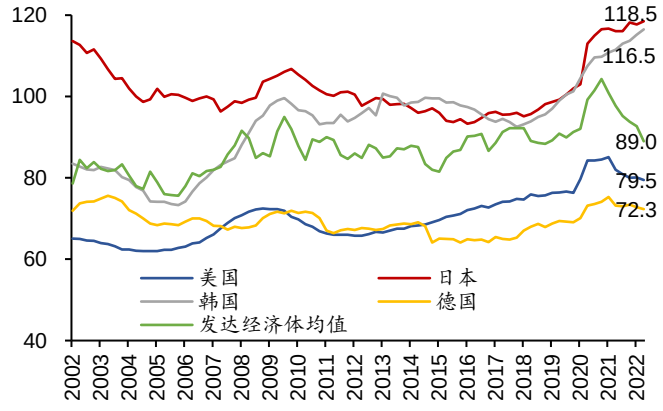
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 经济各部门杠杆率（国家资产负债表研究中心口径）



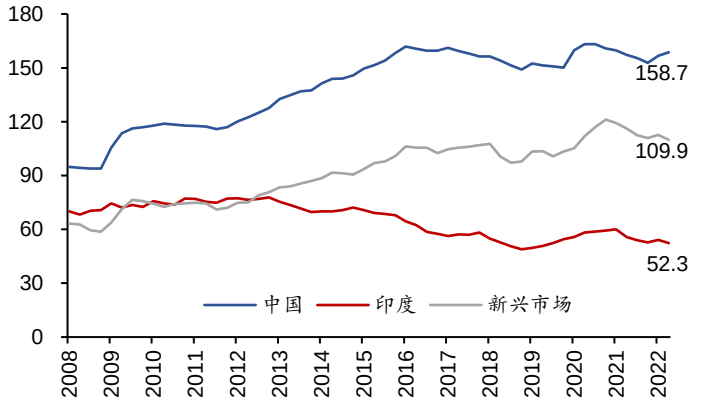
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 发达经济体非金融企业杠杆率（%）走势



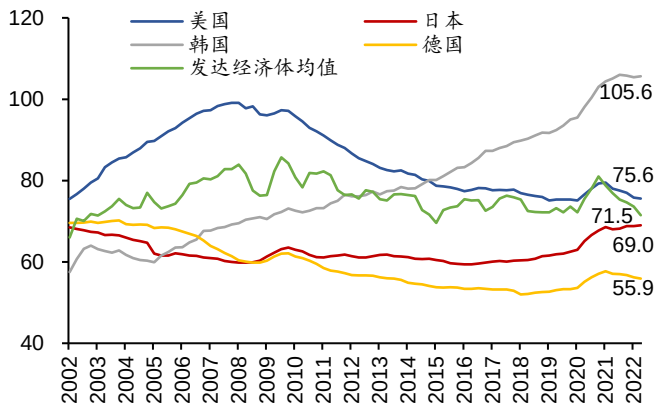
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 新兴经济体非金融企业杠杆率（%）走势



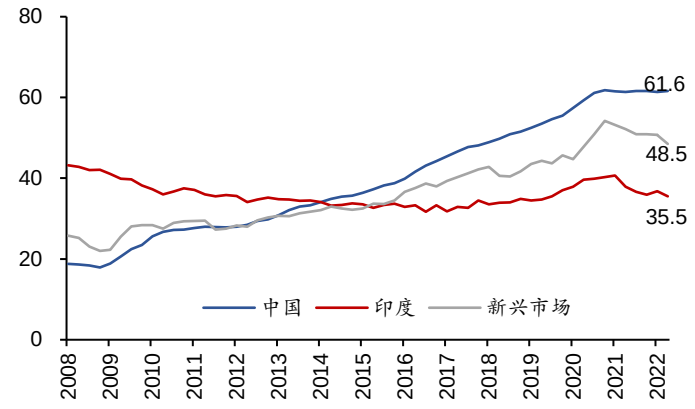
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 发达经济体居民杠杆率（%）走势



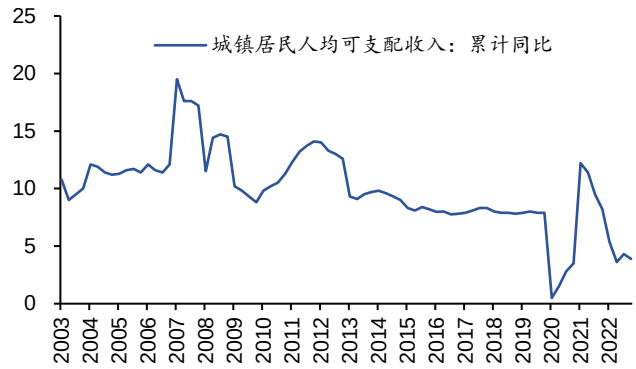
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 新兴经济体居民杠杆率（%）走势



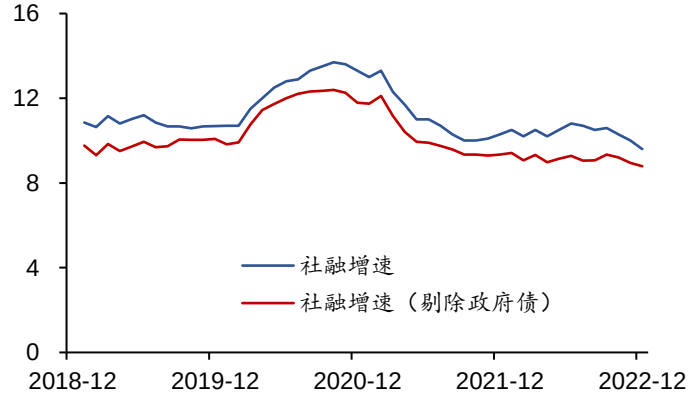
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 城镇居民人均可支配收入同比增速（%）



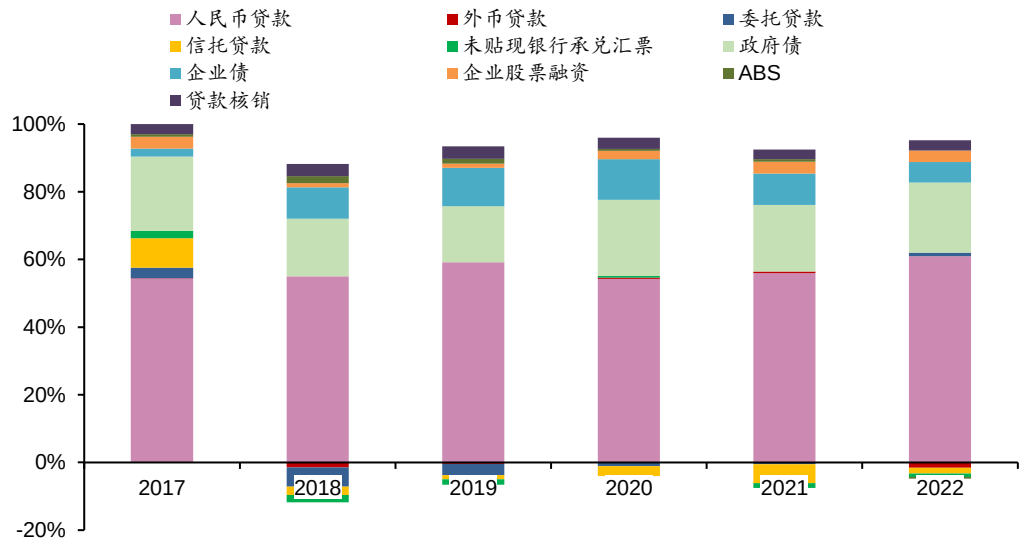
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 2021 年下半年后存量社融同比增速（%）较稳定



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 2017-2022 年新增社融结构

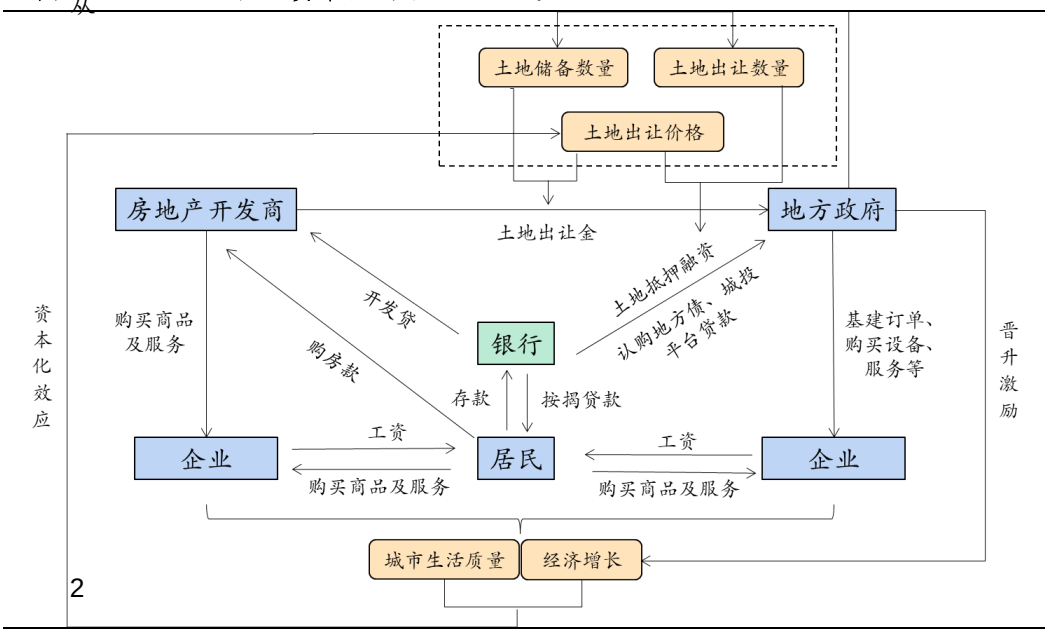


资料来源：wind，华安证券研究所

2.1 政府杠杆：长期趋降，短期有升

过去房地产发挥经济发展支柱作用、基建发挥逆周期调控重要作用的内在逻辑主要为：**（1）土地出让金收入是地方政府收入的主要组成部分。** 1994 年分税制改革后，房地产相关税收由地方政府留存。1998 年国务院下发《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，允许商品房流通。从而造成了地方政府税收高度依赖土地出让收入的局面，推高地价也在一定程度上推高房价。**（2）2015 年前地方政府无法发行债券，城投平台是最主要的融资渠道。**在土地财政基础上衍生的土地融资模式，允许地方政府融资平台通过土地抵押向银行借款，用于城市建设等项目，从而拉动地方经济发展。因此地方政府有能力也有意愿通过土地融资的形式加杠杆，“土地抵押融资——城市建设——土地升值——土地出让——归还债务”的模式从而成为了地方政府通过城投平台融资并进行基建投资的最基本运营模式。同时也催生了隐债问题，地方政府的隐性担保让城投平台更容易从银行获得贷款，但这部分债务不计入政府杠杆而计入企业杠杆。**（3）土地财政所撬动的房地产相关贷款是货币派生的主要途径。**“土地征收——土地抵押——土地出让”模式下土地、房产的保值增值属性使其成为银行信贷最合适的抵押物，广义货币通过银行抵押贷款的形式快速扩张，房地产开发贷、个人住房贷款也是银行的优质资产。另一方面商品房预售制度催生了房企的高杠杆、快速扩表模式，开发商贷款拿地，用预售资金回款，经营模式高度依赖房价的持续上涨。因此在销售端不景气时，房企资金链难以为继，进而影响银行资产质量。

图表 20 土地财政拉动货币信用派生的模式



资料来源：《置身事内》，《读懂中国改革》，华安证券研究所

0

广义政府杠杆方面，长期趋降，短期服务于稳增长目标或进一步上升。“房住不炒”定调后，地方政府依赖地价、房价上涨的土地财政逻辑被打破，2022 年中央经济工作会议也提出“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”，长期来看这部分隐性政府杠杆将趋于下降。但房地产相关产业链在国民经济占比高，从“金融 16 条”等房地产纾困政策来看，政策对房地产的支持从保项目进入保主体阶段，力度逐步加大。2023 年 1 月 10 日，人民银行和银保监召开主要银行信贷工作座谈会，部署稳增长工作，要求银行信贷靠前发力，“保持房企信贷、债券等融资渠道稳定，满足行业合理融资需求”。因此在 2023 年，稳增长诉求明显强于稳杠杆诉求，短期来看，由房地产相关贷款撬动的政府、企业

杠杆还会继续上升。

狭义政府杠杆方面，政府债继续靠前发力。2019 年政府债融资上半年弱下半年强，对社融的支撑主要由专项债用作项目资本金和地方政府隐性债务置换拉动。疫情三年期间，政府杠杆承担了逆周期稳增长关键作用，政府债项构成了疫情期间社融的重要贡献项。2020 年赤字率目标定于 3.6%，并发行 1 万亿抗疫特别国债。2021 年疫情相对好转，经济活动趋于正常的情况下赤字率目标定于 3.2%。2022 年疫情和地产双重压力下，通过宽信用稳增长的传导逻辑并不顺畅，地方政府债靠前发力，设立政策性开发性金融工具为补充重大项目资本金或专项债项目资本金搭桥。从政策发力结果来看，政府部门的扩表传导到实体经济运行机制还需要进一步观察。

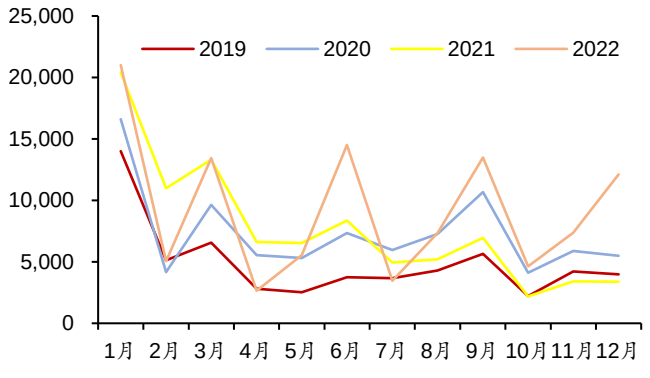
2.2 企业杠杆：总量上升，结构变化

企业杠杆的季节性和结构性特征在 2022 年基本延续，但也出现了一些趋势性变化。

（1）信贷：投放大月新增规模更多，小月回落幅度也更大。企业中长贷、企业短贷是 2022 年社融增长主力，在旺季与 2021 年持平，二到四季度显著高于往年。站在银行的角度，经济下行背景下，银行间竞争更激烈，各行抢投放时点、提前储备客户的意愿更足；另一方面预期货币政策继续宽松，息差承压的情况下，提前投放、拉长久期可以抬升日均净息差，提前锁定收益。站在对公客户的角度，2022 年金融机构一般贷款利率已经达到 2008 年以来的最低点 4.65%，以同期十年期国债收益率作为无风险收益率的参考值，实际借款利率已经降至 1.89%，广义货币的宽松程度甚至高于“四万亿”时期。因此尽管企业 PMI 指数阶段性下行指示的经营信心不足与 12 月企业信贷高增的现象看似违背，但从政策、银行、企业多方博弈的角度来看并不难理解。

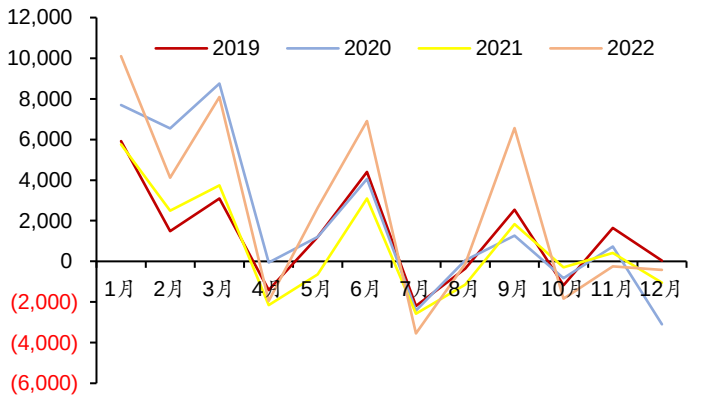
同时关注表内信贷投放的结构性变化，新旧动能正在转换之中。在人行“引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度”要求下，普惠小微、科技类贷款、绿色贷款增速维持高位，普惠小微贷款的获客和投放实际上受政策指导较小，对银行的获客、经营、风控等综合能力要求比较高，是目前银行目前各显身手的领域。科技和绿色原本并非银行的独立部门，但近年来各家行逐渐增加对这些业务的重视程度，通过设立一级部门、内部定价优惠、外部合作等方式开拓业务，也反映了土地财政模式逐渐落幕，信贷回归服务实体经济本源，向民营经济尤其是其中具备发展潜力的、且当前金融资源惠及力度还不够的领域倾斜。

图表 21 企业中长贷月新增规模（亿元）



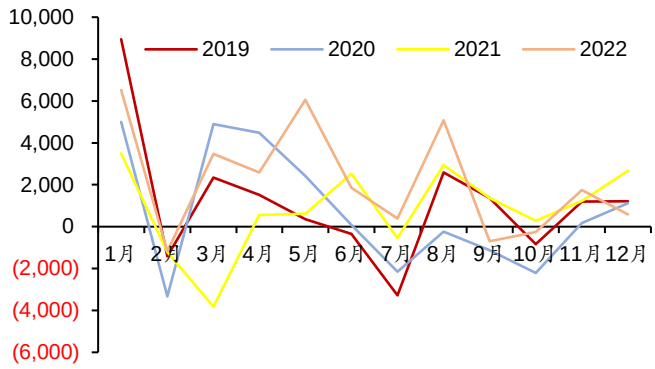
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 22 企业短贷月新增规模（亿元）



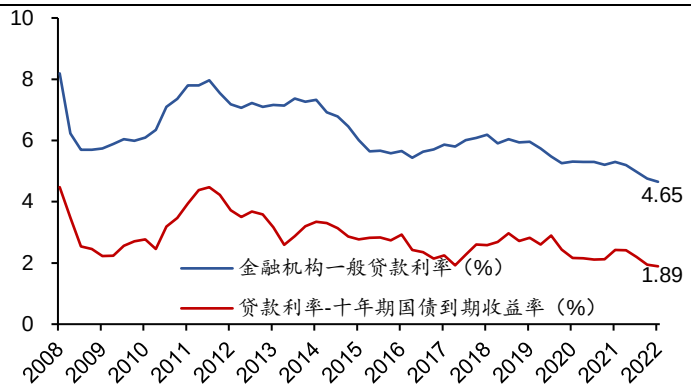
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 企业票据融资+未贴现承兑汇票月新增规模（亿元）



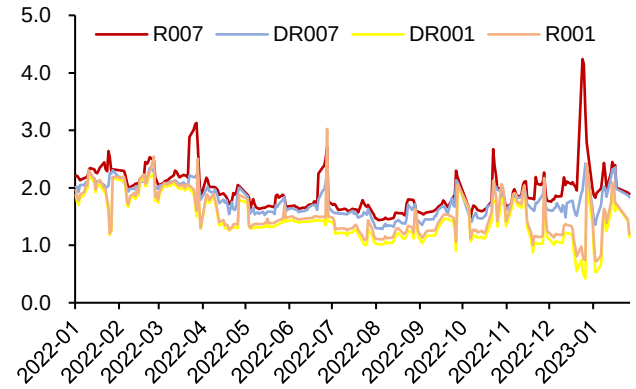
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 当前金融机构一般贷款利率在 2008 年以来最低值



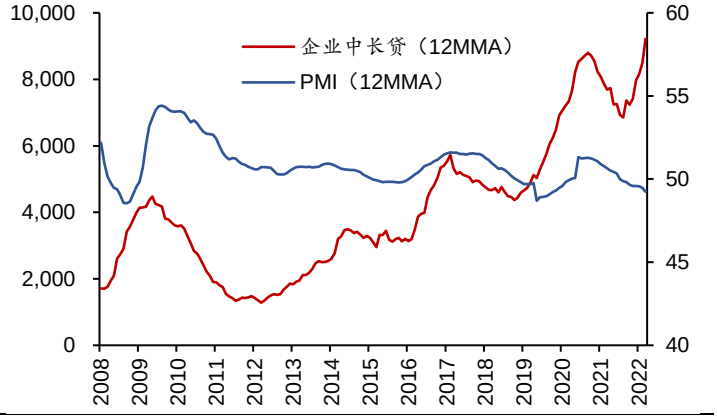
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 资金利率



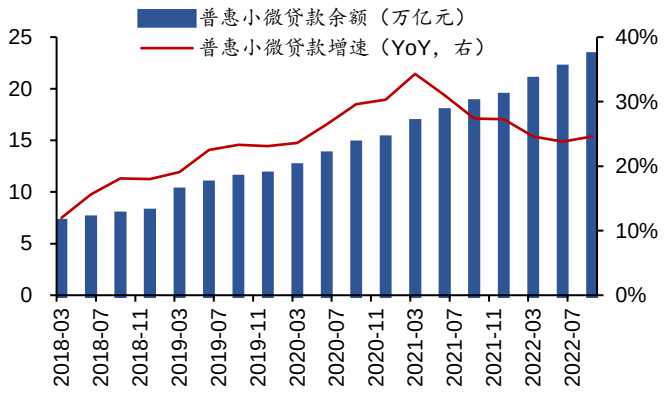
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 PMI 指数与企业中长贷阶段性背离



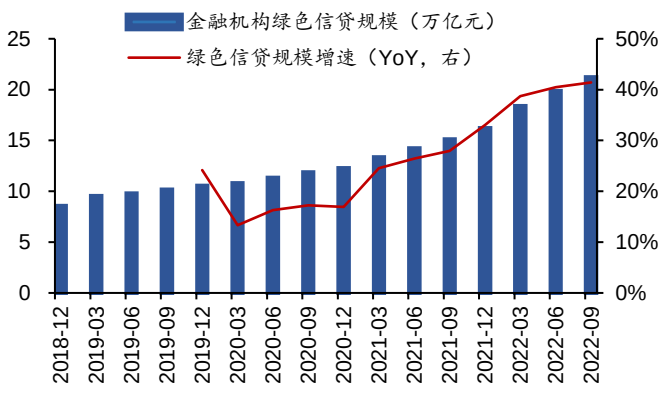
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 金融机构普惠小微贷款保持高增



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 28 金融机构绿色信贷规模保持高增



资料来源：wind，华安证券研究所

（2）表外融资：受资管新规、委贷新规影响表外融资逐年压降。其中房地产信托的业务模式转变和风险化解是信托融资收缩的主要影响因素。“金融 16 条”提到“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，鼓励信托公司为商业养老地产、租赁住房建设等提供金融支持，对信托公司来说也是转型发展的契机。在配套政策支持下，信托公司原本高风险的房地产信托类业务有望逐步向保障性租赁性住房等

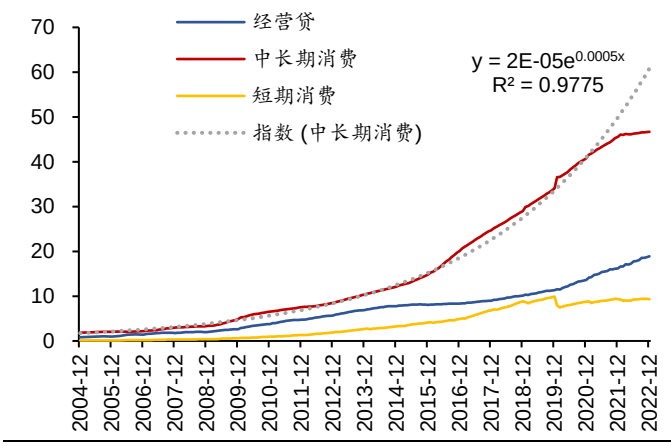
新领域过渡。委托贷款相对不透明，或由于政策性开发性金融工具主要采取股东借款方式补充项目资本金缺口，带动 2022 年委托贷款规模上升。

（3）企业债：受流动性环境、信用风险演绎影响净融资规模回落。企业债券融资规模与十年期国债到期收益率存在一定负相关性，和经济预期、流动性环境相关性较强。同时也受到信用风险演绎的影响，如 2020 年华晨集团、永煤违约对其后的企业债发行形成了制约。2021、2022 年企业债到期偿还量大，并且城投债、地产债方面仍然存在去杠杆的压力，连续两年的企业债净融资规模下降。

2.3 居民杠杆：消费、购房意愿回暖有待观察

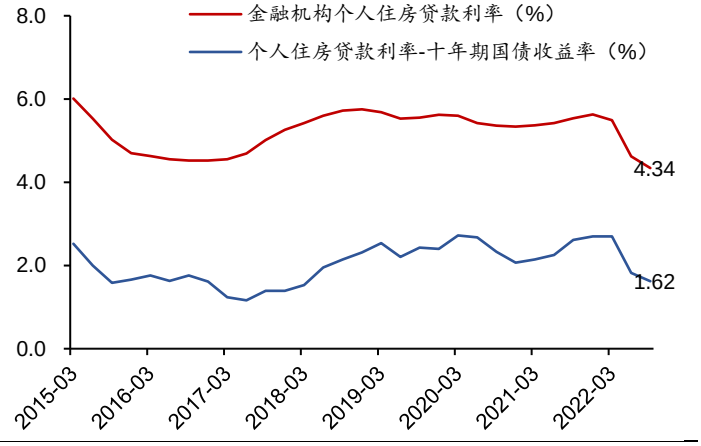
整体来看，因住房贷款和相关消费贷款占比高，且居民购房意愿暂未出现明显恢复，未来居民杠杆率或继续维持当前水平。2009 年以来的居民杠杆率攀升主要归因于高房价带来的房产在居民金融资产配置中的占比不断提升。2020 年前居民住房贷款（金融机构中长期消费）的规模逐年呈指数增长趋势， 2020 年后脱离指数增长走向平稳。尽管 2022 年开始为稳楼市各地放松了限购政策，个人住房按揭贷款利率在 2022 年 9 月也已降至 2015 年以来最低水平，但居民购房意愿仍然没有明显改善。居民购房意愿受人口增长见顶、收入预期下降和政策刺激力度增大、经济复苏两种力量的博弈影响，还有待进一步观察。

图表 29 金融机构居民信贷规模（万亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 30 个人住房按揭贷款利率



资料来源：wind，华安证券研究所

居民短期消费信贷规模增长和中长期消费信贷规模增长相关性较高，主要因为居民短期消费中金额较高的装修、购车等需求由购房衍生而来。而其中的另一部分旅游出行、日常消费等小额消费需求在 2020 年后受疫情冲击影响下降明显。但随着疫情负效应减弱，消费场景复苏，后一部分短期消费需求将有望提振，从而带动短期消费贷规模恢复正常增长。后续还需观察若消费超预期出现强复苏，短期消费需求增长将成为 2023 年居民杠杆率增长的主要驱动力。

个人经营贷部分在银保监考核口径中属于普惠小微，符合条件的借款人必须是企业的法定代表人、实际控制人或控股股东，贷款用途也主要是用于企业生产和经营，因此这部分需求实际上属于企业贷款需求部分。在疫情影响消除后，企业对未来经营预期好转，个人经营贷也有望维持高增趋势。

3 2023 年社融展望

2023 年的 GDP 增速目标结合中央表述和各地目标来看，或将定于 5.5%左右。2022 年实际 GDP 增速为 3%，2023 年中央经济工作会议定调“推动经济运行整体好转”，将发展经济的重要性摆在最优先位置。目前 31 个省份（自治区、直辖市，下同）公布了 2023 年 GDP 增速目标和具体发展举措，其中 20 个省份高于 6%，23 个省份高于 5.5%。综合考虑经济增速换挡的长现实和当期稳增长目标的紧迫性，预计全国 GDP 增速目标或将定于 5.5%左右。

图表 31 31 省市区公布预期 GDP 增速目标

地区	2023 年预期 GDP 增速	发展特色举措
海南	9.5%	抓实自贸港政策转化，继续扩大“两个 15%”所得税政策享惠面，推动三张“零关税”清单、加工增值货物内销免关税政策应享尽享。
西藏	8%	加快实施国家“十四五”支持西藏的 151 个项目，全力服务保障川藏铁路等世纪工程，加快拉日高等级公路等重点项目建设，全年固定资产投资增长 13%左右。
新疆	7%	积极扩大耕地种植面积，逐步推动永久基本农田全部建成高标准农田，力争粮食产量达到 1850 万吨以上，大豆种植面积 100 万亩、油料作物种植面积 190 万亩。
江西	7%	实施交通物流枢纽建设行动，支持南昌、赣州、九江、鹰潭等国家物流枢纽建设，推动主要港口铁路进港全覆盖。
安徽	6.5%	加大钢铁、有色、建材、食品、纺织等传统产业技术改造投入，把推进技术改造与产业整合重组、转换发展动能结合起来，实施亿元以上技改项目 1200 项。
宁夏	6.5%	大力发展“六新六特六优”产业，实施实体经济、新型工业和制造业强区联动计划，重点建设“七大产业基地”、打造“十条产业链”。
湖南	6.5%	实施产业发展“万千百”工程，新增百亿企业 10 家、国家级专精特新“小巨人”企业 200 家、制造业单项冠军企业（产品）60 个。
湖北	6.5%	着力培育“政产学研金服用”“北斗七星式”的创新共同体,加强知识产权全链条保护,推动科技成果就地交易、就地转化、就地应用。
重庆	6%以上	开展先进制造业和现代服务业融合发展试点，加快建设中国软件特色名城，深入实施软件和信息服务业“满天星”行动计划。
甘肃	6%	打造国家重要清洁能源基地，建成国家第一、二批大型风电光伏基地；释放先进煤体产能，建设 680 万吨中央和地方政府可调度煤炭储备基地。
河南	6%	以 100 个投资 100 亿元以上的项目为重点，深入推进重大项目集中攻坚。
吉林	6%	依托长春汽车产业国家先进制造业集群建设，加快整车、零部件、后市场“三位一体”协调发展，打造世界级产业集群。
黑龙江	6%	聚焦构建“4567”现代产业体系，加强 189 条重点产业链延链补链强链，以现代产业高质量发展有效带动经济增长。
山西	6%	加快煤炭先进产能释放，力争煤炭产量达到 13.65 亿吨。扎实推进能源互联网试点，开展虚拟电厂试点示范。
内蒙古	6%	锚定由农畜产品产量大区向农牧业产业强区转变的目标，在延伸产业链、提高附加值、做强做大企业上重点发力。
云南	6%	推动绿色铝向精深加工和终端制造延伸，扩大光伏电池片和组件产能规模，绿色铝硅全产业链产值达到 4100 亿元。
福建	6%	布局人工智能、量子科技、元宇宙等未来产业，打造大数据、物联网、卫星应用等千亿产业集群，实现数字经济增加值 2.9 万亿元以上。
河北	6%	聚焦钢铁、装备、石化、食品等传统优势产业，开展高端化、智能化、绿色化技改专项行动，实施技改项目 5000 项以上，创建省级及以上绿色工厂 100 家。
四川	6%	协同推进 248 个共建成渝地区双城经济圈重大项目，务实推动毗邻地区合作平台建设，建立结对共富机制带动省内其他地区共同发展。
贵州	6%	深入实施煤炭产业结构战略性调整，加快实施“六个一批”分类处置措施，促进煤矿规模化、智能化发展。
上海	5.5%以上	推动实施自贸试验区及临港新片区建设行动方案，深化跨境贸易投资高水平开放外汇管理改革试点，全面落实加快建设滨海城市的 23 条市级专项支持政策。
陕西	5.5%	新开工西安奕斯伟产业基地扩产等 5 个百亿级项目，建成隆基绿能泾河新城光伏产业园等 3 个百亿级项目，工业投资增长 10%左右。
广西	5.5%	开展制造业项目建设年活动，统筹一般公共预算资金和政府专项债券 400 亿元以上支持工业发展，力争工业投资增长 20%以上。
广东	5%以上	全面提升制造业当家产业优势，大力推进 20 个战略性产业集群建设，提质壮大现有 8 个万亿元级产业集群。
山东	5%以上	一业一策推动钢铁、化工、有色、轻纺等行业高端化提升，新打造 50 个以上省级工业互联网平台推动制造业智能化发展。
浙江	5%以上	聚焦“415X”先进制造业集群建设，大力推进数字产业化和产业数字化，淘汰整治高耗低效企业 5000 家，实施新一轮“雄鹰”、“雏鹰”行动。
辽宁	5%以上	实施先进制造业集群发展专项行动，做强做大 12 个有影响力的优势产业集群，培育壮大 10 个战略性新兴产业集群。
江苏	5%	深入实施现代服务业“331”工程，促进现代服务业同先进制造业深度融合，推动“科技—产业—金融”良性循环。
青海	5%	深化金融暖企纾困“三送一强”活动，实施普惠金融惠企利民“甘霖工程”，完善小微企业融资担保降费贴息奖补政

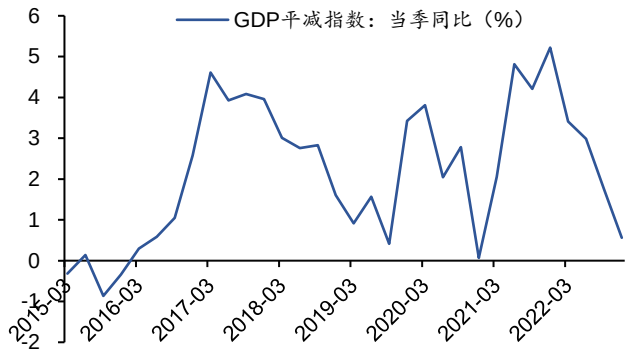
		策。
北京	4.5%以上	深入实施北京城市总体规划，严格落实“三区三线”划定成果，完成分区规划修改维护工作，加快编制重点街区控规。
天津	4%	在滨海新区各开发区、中心城区主要功能区和各区产业园区聚焦提升要素承载能力，年内新增承接项目投资额超过1600亿元。

资料来源：wind，华安证券研究所

从其他国家疫后复苏情况来看，在经济复苏预期下通货膨胀率大概率抬升，同时中国国内供应链体系相对更齐全，抗通胀能力更强，通胀率上升幅度预计不会太大。因此疫后复苏首年的平减指数变化结合疫情影响相对 2020 年减弱的 2021 年和疫情之前 3 年 GDP 平减指数均值，预计 2023 年平减指数在 3.4%，对应名义 GDP 增速在 8.9%左右。

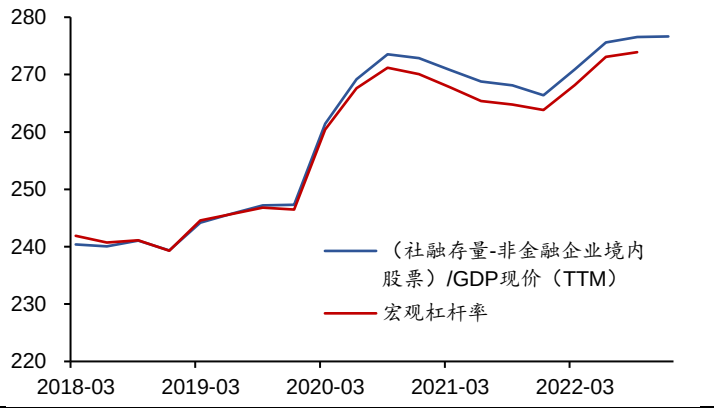
稳增长诉求下宏观杠杆率存在小幅上升空间，从宏观调控抓手来看政府杠杆>企业杠杆>居民杠杆，复苏确定性来看企业杠杆>居民杠杆，上升空间来看居民杠杆>企业杠杆，由此预计政府、企业杠杆率小幅上升，居民杠杆率不变，宏观杠杆率整体温和上升4%左右。用社融存量减去非金融企业境内股票近似作为宏观杠杆率分子，名义 GDP 作为分母，预测隐含的 2023 年社融存量增速在 10.6%左右。

图表 32 GDP 平减指数变化



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 33 宏观杠杆率用（社融存量-企业股票）/名义 GDP（TTM）近似



资料来源：wind，华安证券研究所

3.1 人民币信贷：预计新增 23.1 万亿

预计人民币信贷新增 23.1 万亿左右。结合历年信贷总量和结构变化趋势、2023 年政策诉求和融资环境变化，对人民币信贷做出如下分项预测：

企业中长贷：2022 年地产融资条件在 Q4 才发生显著变化，且年内断贷、保交楼事件风险演绎下，银行对地产信贷风险偏好趋紧，地产贷整体规模趋于收缩。基建支持力度大，企业中长贷增量 11.06 万亿。2023 年政策性开发性金融工具等基建支持是否延续还有待观察，但地产融资端政策支持较为确定。央行表示正在研究推出几项结构性工具支持房地产市场平稳运行，金融机构对房企的准入和风控规则将在新框架下进一步完善，后续向房企继续输血的动力会进一步加大。同时企业经营信心修复下，债贷互替逻辑可能继续。企业中长贷和企业短贷的制约因素可能在海外经济衰退对出口型企业造成不利影响。**总体来看预计企业中长贷增量升至 12.2 万亿。**

企业短贷+票据融资：企业短贷和票据融资对应企业日常生产经营需求，反应经营个体内生增长动力。1 月制造业 PMI 重回 50.1 指示当前企业的经营信心已出现明显恢复，且当前企业贷款利率已降至 2008 年以来最低值，企业融资意愿和融资性价比均高。在疫情期间，银行对遇到经营压力的企业普遍进行延展期安排，一部分短期流动资金贷

款转化为中长期贷款，但并不与项目挂钩，这一部分融资需求实际对应短贷。同时在经济内生动能带动融资需求的情况下，预计票据融资将缩量。**综合来看预计 2023 年企业短贷+票据融资增量微增到 6.3 万亿左右。**

居民中长贷：当前经济复苏节奏尚不明朗，地产利好政策还未出尽，居民对购房仍持观望态度。长期来看人口压力对房价上涨形成制约，个人住房贷款能否有超预期增长还要等待政策传导和信心修复。居民中长期经营贷对应普惠小微企业融资需求，有望延续增长。**整体来看，居民中长贷中性假设预计增量微增到 3 万亿左右。**

居民短贷：大额消费需求下滑仍对衍生短贷需求带来制约，但随着疫情过峰、客运量回升，居民消费复苏逻辑相比地产更通顺，总体来看预**计居民短贷增量恢复到疫情前平均水平和 2022 年水平之间，增量约为 1.5 万亿。**

3.2 表外融资：预计新增 0.5 万亿

我们认为表外融资在 2023 年企业经营信心提振+稳增长政策呵护下将有所回升。资管新规过渡期间表外融资逐步整改到位，2021 年来信托贷款压降规模逐渐收敛，2023 年叠加房地产信托等政策预期，预计信托规模实现正增。委托贷款规模在政策性开发性金融工具退出后预计新增规模下降。未贴现银行承兑汇票规模预计随企业融资需求上升而降幅缩小。**总体来看，表外融资预计增量在 0.5 万亿，对社融贡献转正。**

3.3 政府债净融资：预计新增 7.8 万亿

政府债净融资受稳增长诉求和财政压力两方面影响。中央经济工作会议对 2023 年财政政策目标表述由“提升效能”变为“加力提效”，“优化组合赤字、专项债、贴息等工具”，意味着财政政策支持力度在 2022 年基础上还有提升，但目前广义政府杠杆并不低，化解隐债风险压力持续，赤字率不会过高，并强调把握财政赤字调整的节奏。2022 年赤字率为 2.8%，我们预计 2023 年赤字率目标上升至 3-3.2%左右。一般财政收入增速假设与名义 GDP 增速相同，结合 2022 年赤字率安排和赤字规模，预计 2023 年新增赤字规模在 4 万亿左右，对应国债+地方政府一般债净融资规模。预计专项债净增规模和 2022 年持平在 3.8 万亿左右，**政府债净融资合计新增 7.8 万亿。**

3.4 企业债净融资：预计新增 2.5 万亿

企业债净融资的正向推动力是地产融资的放松，负向推动力在于城投债风险的化解压力，中央经济工作会议表述为“有效防范化解重大经济金融风险 、“防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量”，在此基础上预计地产债净融资增福明显，城投债净融资稳中有降。**预计企业债净融资合计新增 2.5 万亿。**

综合来看，我们预计 2023 年社融新增 35.2 万亿。其中，人民币信贷（调整至社融口径）新增 23 万亿，表外融资新增 0.5 万亿，政府债净融资新增 7.8 万亿，企业债净融资新增 2.5 万亿。社融其他分项贡献较小，简单预计增量保持不变。在分项预测加总方法下得到存量社融增速 10.2%。结合宏观杠杆率温和上升隐含社融增长率和分项预测加总社融增长率，我们预计社融增速区间在 10.2%-10.6%。

投资建议：

企业经营内生动力修复下复工复产加快节奏，叠加“全力拼经济”政策呵护，预计2023年银行开门红同比多增，结构延续对公强势，行业投向以基建、制造业、绿色贷款为主。疫情过峰和消费场景逐步修复下，消费金融有望引领零售板块修复节奏。经济复苏带动银行板块估值回升，精选区域布局优、业绩确定性强的江浙区域城商行，重点推荐江苏银行。若经济超预期修复，零售板块修复节奏可能提前，同时关注地产风险缓释、消费复苏带来业绩和估值双修复的股份行，如招商、平安银行。

风险提示：

利率风险：宽信用、宽货币政策下利率继续下行，息差收窄。
市场风险：宏观、区域经济大幅下行造成资产质量恶化，不良大幅提高。债市调整下理财大规模赎回拖累营收增速。
经营风险：经济复苏不及预期，融资需求下降拖累信贷增速。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。