

## 四季度社融怎么看？

光大期货研究所

撰写人：于洁

期货从业：F03088671

投资咨询：Z0016642

撰写日期：2022/10/30

### ● 主要观点

➤ 本文对新增社融规模的预测主要从其内生性和外生性特征出发：一是新增社融规模受季节性影响因素大；二是社融和经济相互影响又相互制约，从经济增速去预测社融的合意新增规模；三是社融受到结构性因素的影响。从预估结果来看，社融同比增速主要分布在 10.3-10.6%之间。

➤ 1. 社融规模的季节性：社融的季节性体现在新增规模逐季递减，上半年规模集中。2017-2021 年四季度社融占比最高 22%，最低 15%，次低 19%。考虑到今年稳增长的压力在前三季度，但前置的程度应该小于 2020 年，所以预估 2022 年四季度新增社融占全年的比重在 15-18%之间，对应 2022 年末社融存量同比增速在 10.38-10.75%之间。

➤ 2. 社融和名义 GDP 的关系：社融规模如何与名义经济增速基本匹配，我们认为有三个指标：1. 新增社融规模/不变价 GDP 增量在一定范围内波动；2. 社融存量同比-名义 GDP 同比在一定范围内波动；3. 社融同比和宏观杠杆率同比相匹配。对应的社融增速在 10.16-10.98%之间。

➤ 3. 社融的结构性特征：人民币贷款和政府债是社融的主要贡献项。各地“一城一策”利率下行空间打开，个人住房贷款利率有望进一步下行至 4%以下，进一步带动房地产销售回暖。预计今年 Q4 新增人民币贷款有望实现小幅同比多增，新增规模在 23000-28000 亿元区间，同比增速维持在 10.5-10.8%区间。结合国债和地方债来看，预计四季度政府债净融资额为 15632 亿元，比去年同期少增 9606 亿元，政府债融资将会对社融造成一定拖累。整体来看，人民币贷款和政府债融资合计在四季度增加 38632-43632 亿元，结合二者在社融当中的占比，预估四季度社融在 10.3-10.5%之间。

## 四季度社融怎么看？

1998 年至今，央行以货币供应量为中介目标，并将人民币信贷规模作为经常性的监测指标。随着金融市场的创新发展为实体经济提供了日益多样化的融资方式，单一的人民币信贷规模指标已无法全面、准确地反映金融体系对实体经济的资金支持。为此，我国央行于 2010 年编发了社会融资规模指标。盛松成在《社会融资总量的内涵及实践意义》一文中将社会融资总量定义为一定时期内实体经济从金融体系获得的全部资金总额，是全面反映金融与经济关系、金融对实体经济资金支持的总量指标。盛松成认为，社会融资总量与 GDP 存在稳定的长期均衡关系。这说明，社会融资总量与经济增长的关系是有规律的，可以根据 GDP 和 CPI 等指标推算支持实体经济发展所需要的相应的社会融资总量。这为本文社融预测的可行性提供了一定的理论依据。

对新增社融规模的预测主要从其内生性和外生性特征出发：一是新增社融规模受季节性影响因素大；二是社融和经济相互影响又相互制约，三季度货币政策委员会季度例会再次强调了“保持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”，因此从经济增速去预测社融的合意新增规模；三是社融受到结构性因素的影响。

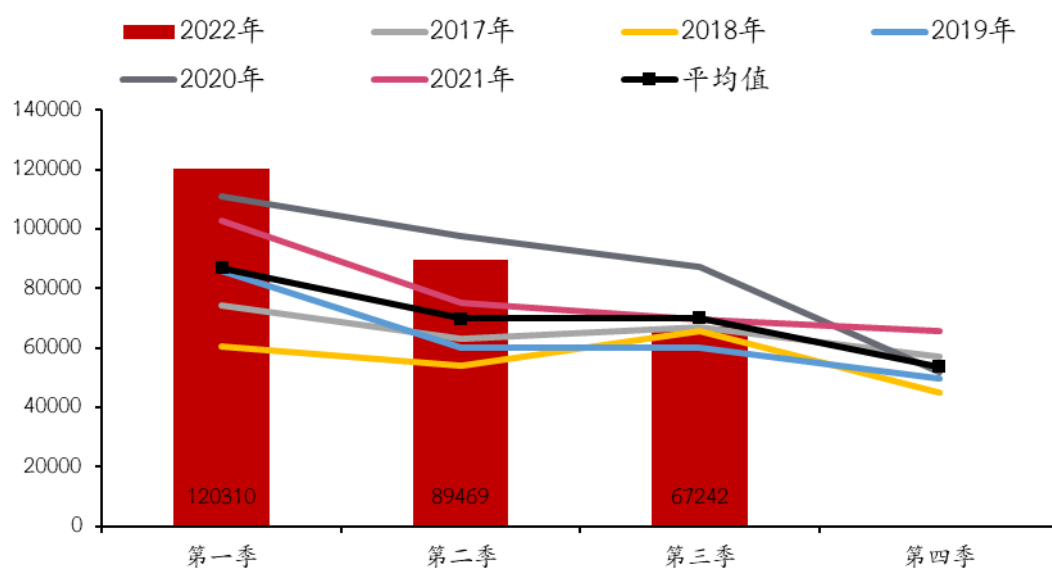
### 1. 社融规模的季节性

从规模来看，社融的季节性体现在新增规模逐季递减，上半年规模集中。社融集中在上半年，是由于社会融资需求很大程度受实体经济季节影响，同时银行希望“早放贷早受益”。四季度规模最小，一方面冬季实体经济活动放缓，基建和地产面临停工，信贷需求偏弱；二是是因为临近年末银行信贷额度不足和考核目标的完成，银行放贷意愿不强。从占比来看，一季度占比 30% 左右，二三季度占比 25% 左右，四季度占比 20% 左右。

季节性特征应用到社融的预测上，一是四季度绝对值可能弱于前三个季度；二是各季度占全年的比例较为稳定，通常一季度社融公布以后，结合政治局会议、政府工作报告当中对于货

币、财政、信贷政策的定调，来预估全年的合意新增社融规模。2017-2021 年四季度社融占比最高 22%，最低 15%，次低 19%。考虑到今年稳增长的压力在前三季度，但前置的程度应该小于 2020 年，所以预估 2022 年四季度新增社融占全年的比重在 15-18%之间，对应 2022 年末社融存量同比增速在 10.38-10.75%之间。

图表 1：2017-2022 季度新增社融规模（单位：亿元）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 2：2017-2021 季度新增社融占全年比重（单位：%）

社融规模占比	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2017-2021 平均值
第一季	28%	27%	34%	32%	33%	31%
第二季	24%	24%	23%	28%	24%	25%
第三季	26%	29%	23%	25%	22%	25%
第四季	22%	20%	19%	15%	21%	19%

资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 3：2022 季度新增社融规模和占比预估值（单位：%）

预估 Q4 增量占全年比重 (%)	Q4 社融新增规模 (亿元)	2022 年全年社融增量 (亿元)	2022 年社融存量同比 (%)
15%	48886	325907	10.38%
16%	52766	329787	10.50%
17%	56739	333760	10.63%
18%	60809	337830	10.75%

资料来源：Wind、光大期货研究所

## 2. 社融和名义 GDP 的关系

今年三季度货币政策委员会季度例会再次强调了“保持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”。社融规模如何与名义经济增速基本匹配，我们认为有三个指标：1. 新增社融规模/不变价 GDP 增量在一定范围内波动；2. 社融存量同比-名义 GDP 同比在一定范围内波动；3. 社融同比和宏观杠杆率同比相匹配。

### 2.1 新增社融规模/不变价 GDP 增量

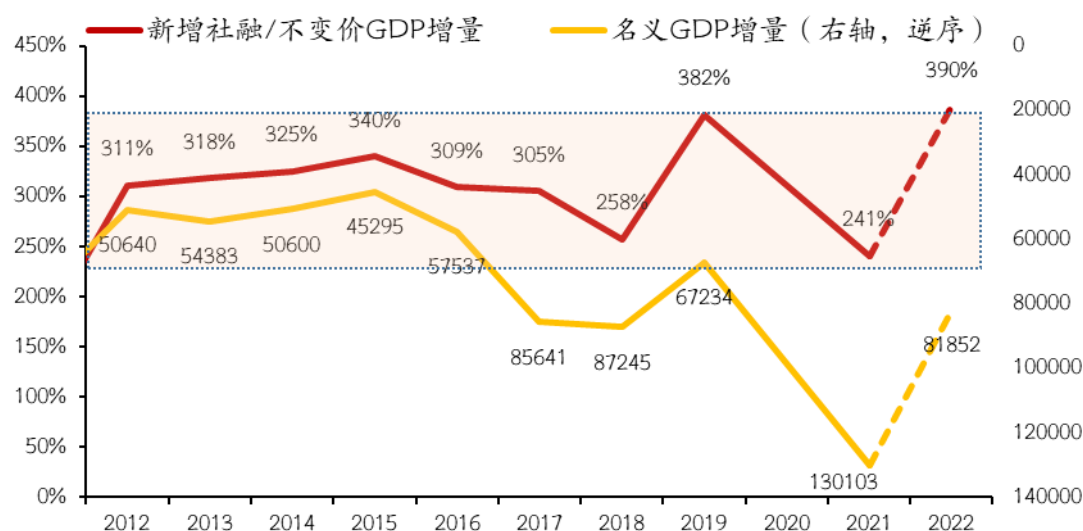
理论上，新增社融规模和名义 GDP 增长具有正相关性，信用扩张能推动经济增长。但由于货币政策、监管政策等因素的影响，两者的关系会发生变动。2012 年-2021 年新增社融规模/名义 GDP 增加量的比值在一定范围内波动（剔除 2020 年异常值），尤其是 2012-2017 年的波动范围较窄，比值保持稳定。

应用到社融的预测上，需要先预测 2022 年名义 GDP，而名义 GDP 增长率=实际 GDP 增长率+GDP 平减指数，GDP 平减指数可以通过 CPI 和 PPI 来拟合（2011 年以来的数据），GDP 平减指数=1.01\*CPI 同比+0.35\*PPI 同比-0.11。根据我们的预估，2022 年 CPI 同比增长 2.2%、PPI 同比增长 4.7%，计算得 2022 年 GDP 平减指数为 3.76%。

2022 年三季度实际 GDP 同比为 3.9%，预估四季度为 4.5-5.0%，则全年实际 GDP 同比在 3.4-3.6% 的区间，名义 GDP 同比在 7.16-7.36% 之间。关于新增社融规模/不变价 GDP 增量的比

值的预估，可以大致理解为拉动经济所需的单位信贷量，今年信贷的特征主要是政府加杠杆，居民和企业的杠杆是下降的，而企业和居民加杠杆的效率更高，因此拉动经济所需的单位信贷量应该高于正常波动范围，预估为 390-410%之间，对应的社融增速在 10.16-10.98%之间。

图表 4：新增社融规模/不变价 GDP 增量实际和预测值（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 5：2022 季度新增社融规模和占比预估值（单位：%）

情景预测	四季度实际 GDP(%)	2022 实际 GDP(%)	2022 名义 GDP(%)	2022 名义 GDP 增量 (亿元)	社融/名义 GDP 比值 (%)	社融增量 (亿元)	社融存量 同比(%)
情景一	4.50	3.40	7.16	81852	390%	319225	10.16%
情景二					410%	328145	10.45%
情景三	5.00	3.60	7.36	84140	390%	335595	10.68%
情景四					410%	344973	10.98%

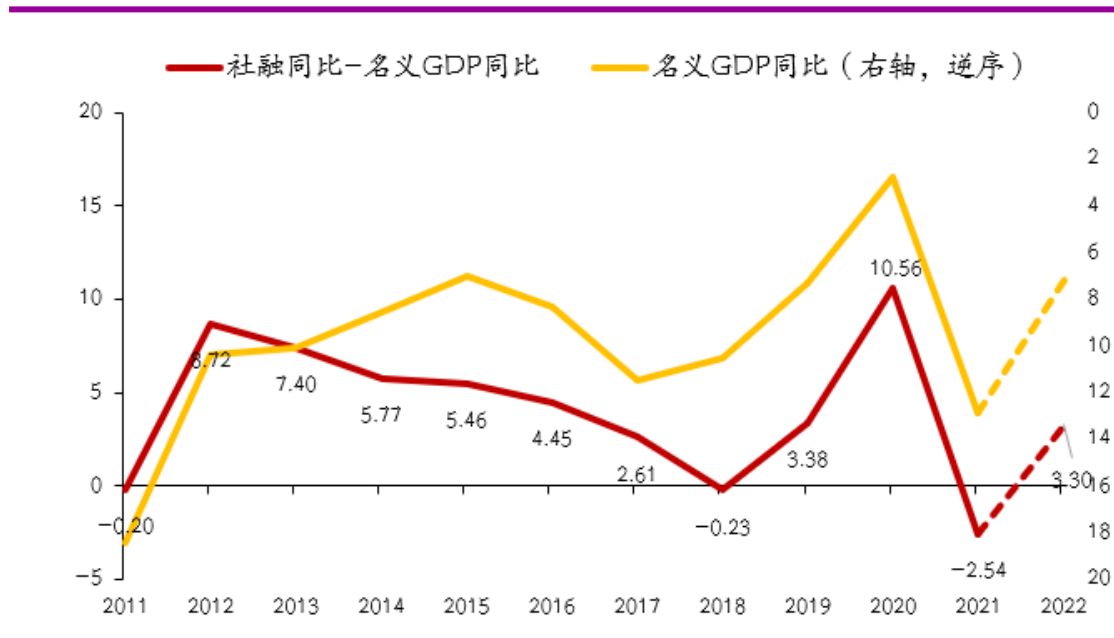
资料来源：Wind、光大期货研究所

## 2.2 社融存量同比-名义 GDP 同比

2012 年-2018 年间，社融存量同比-名义 GDP 同比的差值平均每年下行 1.5%，体现我国信贷向实体经济传导效率提高。同样考虑到今年居民和企业加杠杆情况较弱，信用传导效率低于

往年，我们预估社融存量同比-名义 GDP 同比的差值为 3.2%，结合前文预估 2022 年名义 GDP 同比在 7.16-7.36%之间，得出 2022 年社融存量同比增速区间为 10.36-10.56%。

图表 6：社融同比-名义 GDP 同比实际和预测值（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

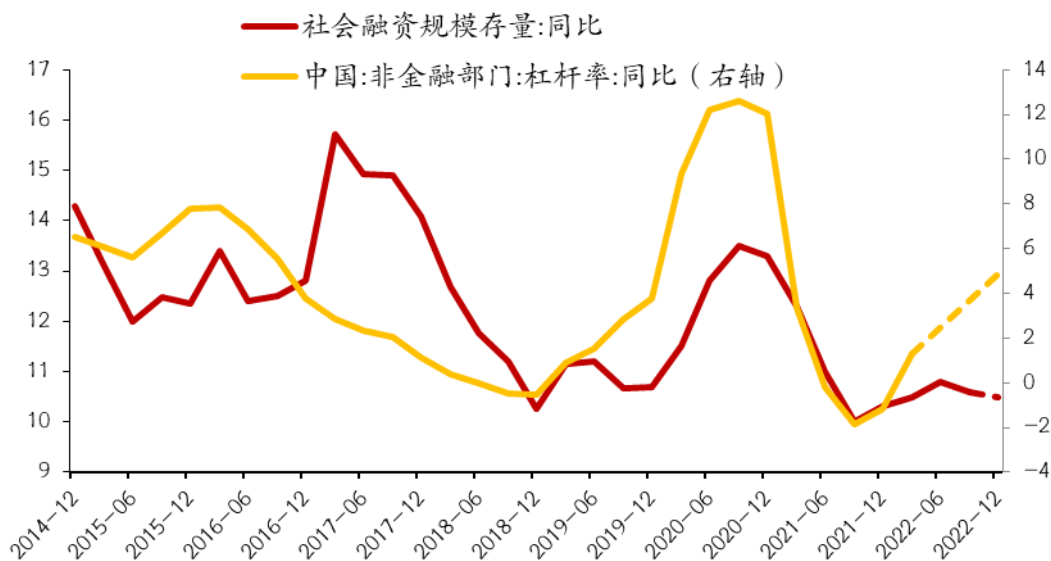
### 2.3 社融同比和宏观杠杆率同比相匹配

社融能够反映实体经济和金融体系的杠杆度，从历史数据来看社融同比和 BIS 口径的杠杆率同比相关性较高，社融的回升往往伴随着杠杆率的回升。关于 2022 年宏观杠杆率的整体判断，今年 4 月社融发布后央行答记者问表示“宏观杠杆率会有所上升”，这是 2021 年以来，央行首次提示宏观杠杆率上升。

根据更加高频的社科院口径杠杆率来看，9 月宏观杠杆率约为 268.4%，相较于 2021 年四季度的低点回升 11.9 个百分点。当前企业和居民资产负债表仍处于修复过程，预计 2022 年 BIS 口径宏观杠杆率回升至 300%，同比增加 4.85%。同样考虑到今年居民和企业加杠杆情况较弱，信用传导效率低于往年，社融同比增速预计相较于 2021 年回升 0.2 个百分点至 10.5%。



图表 7：社融同比和中国宏观杠杆率同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 8：社科院口径宏观杠杆率（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

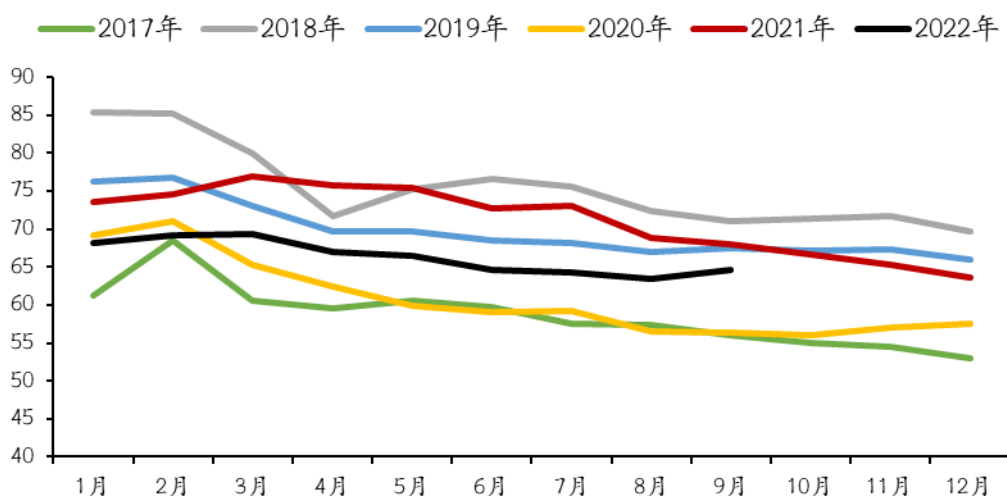
### 3.社融的结构性特征

#### 3.1 人民币贷款

过去五年，新增人民币贷款在社融当中的占比在 50-85%之间波动，是社融当中占比最大的

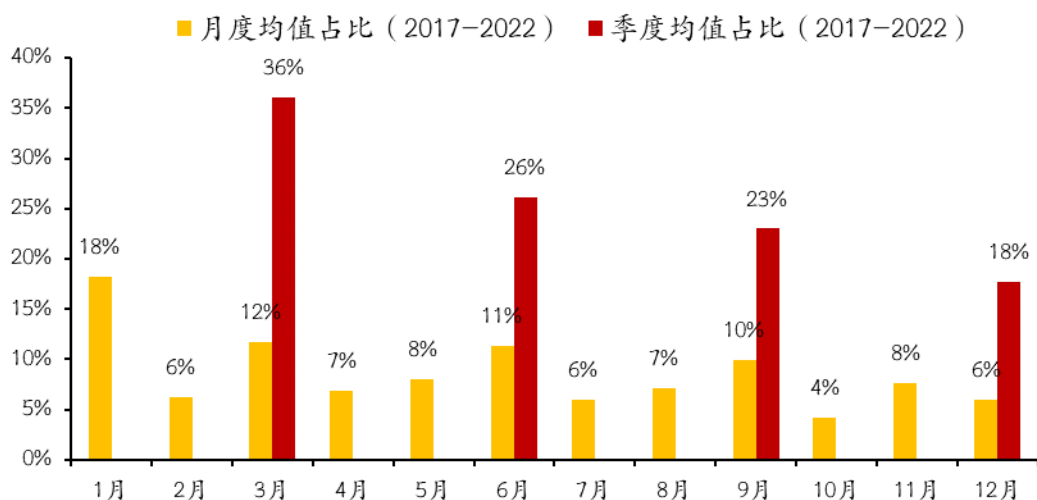
一项。并且，社融的季节性主要由人民币贷款贡献，人民币贷款具有较强的季节性特征。从月度数据来看，一月效应和假期效应较为明显。一月占比均值高达 18%，原因是银行提早放款意愿较强以及企业员工年终奖的发放需求；二月、十月占比较低，主要受到假期的影响。从季度看，一-四季度占比逐渐走低，四季度占比不足两成，社融季节性预估方法同样适用于人民币贷款。

图表 9：新增人民币贷款在社融当中占比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 10：新增信贷季度和月度占比（单位：%）

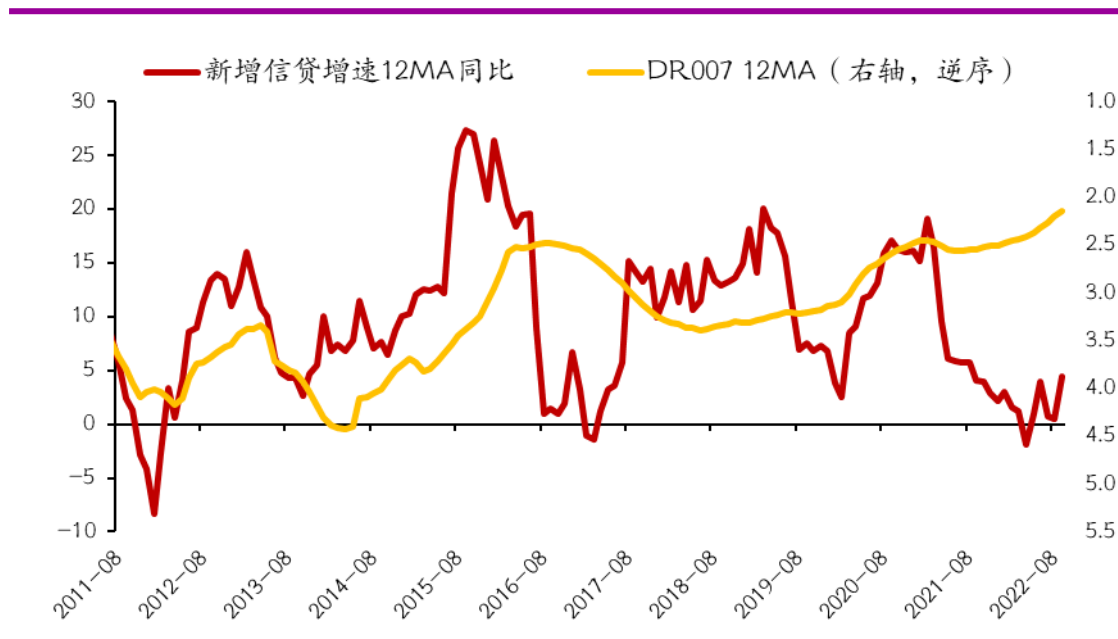


资料来源：wind，光大期货研究所



利率是调控信贷的重要手段之一，利率低提高贷款需求，利率高抑制贷款需求。从历史数据来看，利率和新增人民币贷款增速呈反比关系。但是今年利率降至今年十年较低水平，但是新增信贷同比虽有起色但仍然较弱。

图表 11：新增人民币贷款同比和 DR007（单位：%）



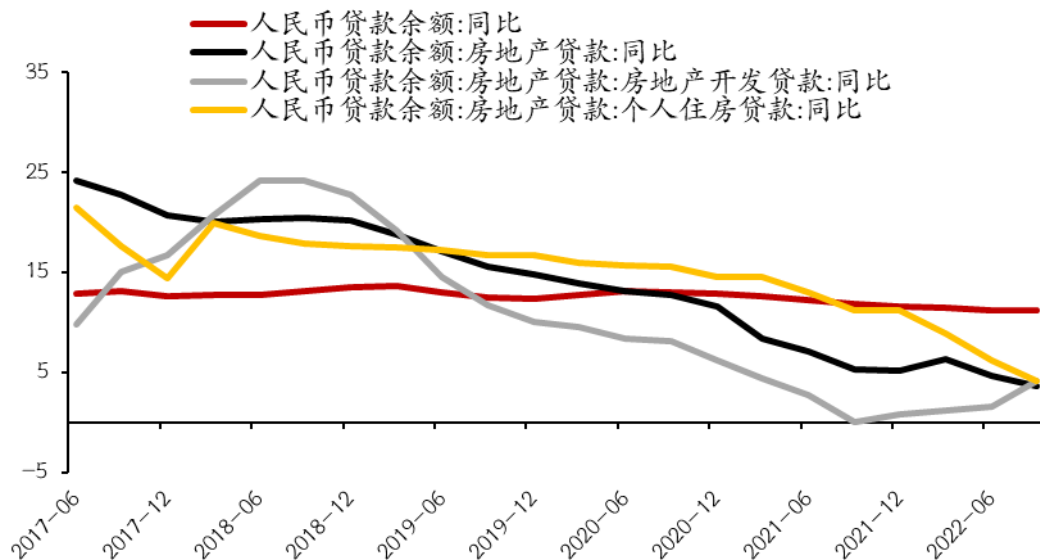
资料来源：wind，光大期货研究所

原因在于，截至目前人民币贷款余额当中房地产贷款占比高达 26%，2019 年 9 月以来，房地产贷款、房地产开发贷款、个人住房贷款余额同比相继跑输人民币贷款同比。在房企融资政策纠偏的背景之下，房地产开发贷款余额同比于 2021 年 9 月触底回升（占比 6%），占比跟放大的个人住房贷款（19%）和住房开发贷款余额同比仍在下探。个人住房贷款余额同比比人民币贷款余额同比少 7.1 个百分点，是人民币贷款的主要拖累项。

而个人住房贷款和房地产销售面积有较强相关性，房地产销售回升对于个人住房贷款的改善至关重要。过去十几年，房贷利率是房地产销售调控的重要手段，房贷利率和房地产销售呈反比关系。今年十一节前房地产调控政策密集出台，各地“一城一策”利率下行空间打开，个人住房贷款利率有望进一步下行至 4% 以下，进一步带动房地产销售回暖。

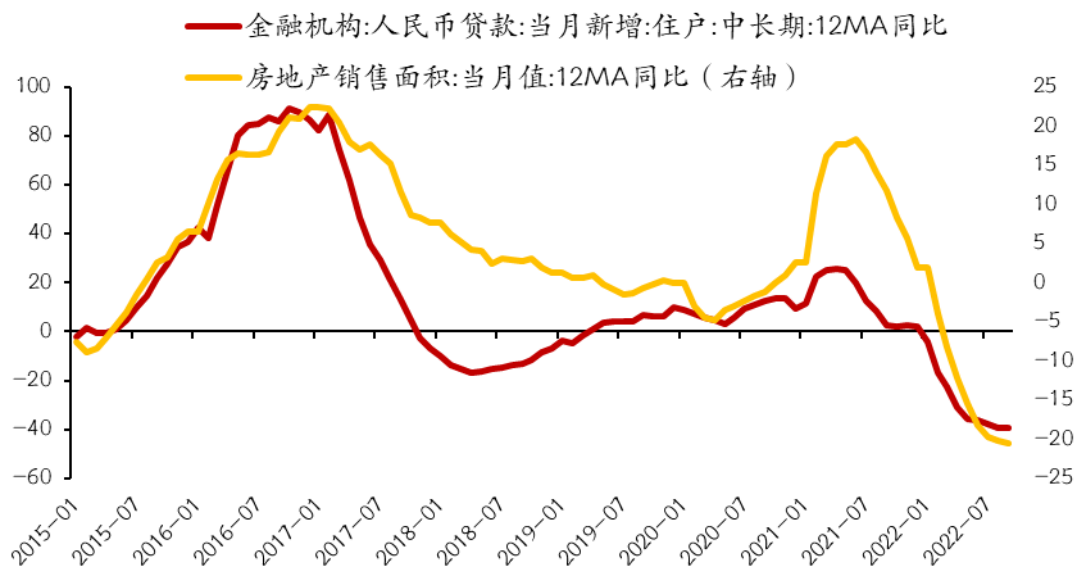
预计今年 Q4 新增人民币贷款有望实现小幅同比多增，新增规模在 23000–28000 亿元区间，同比增速维持在 10.5–10.8% 区间。

图表 12：人民币贷款余额及房地产分项同比（单位：%）



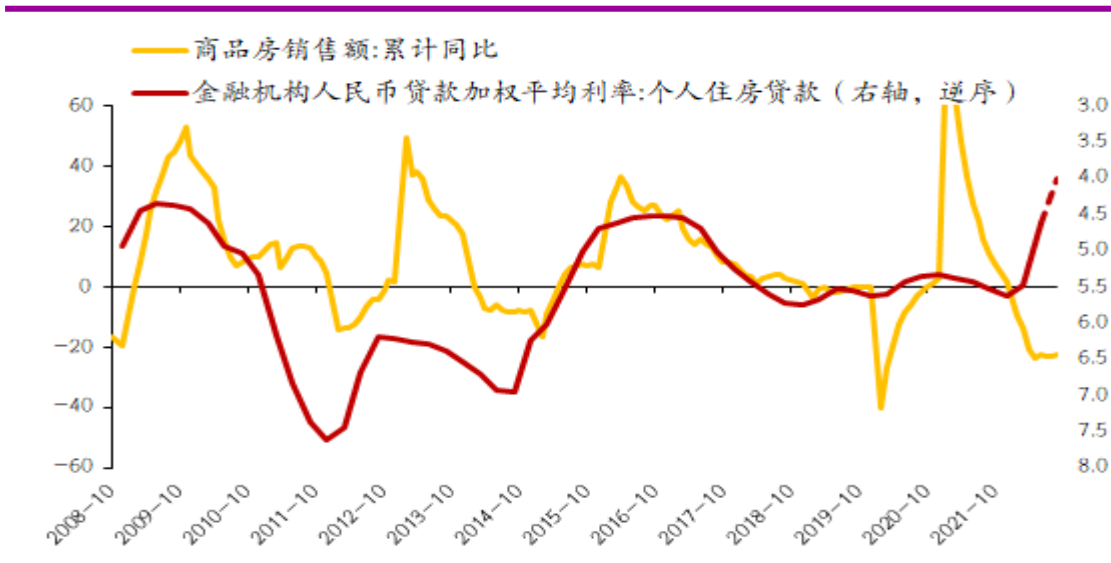
资料来源：wind，光大期货研究所

图表 13：居民中长期贷款和房地产销售面积同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 14：房地产销售面积累计同比和个人住房贷款利率（单位：%）

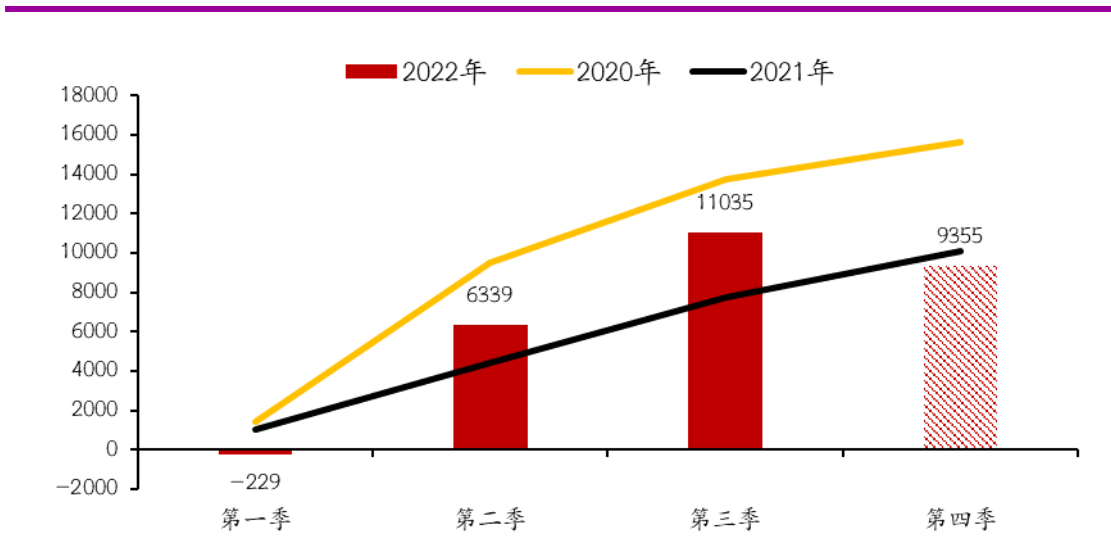


资料来源：wind，光大期货研究所

### 3.2 政府债券

政府债券在社融当中占比 20%左右，社融当中的政府债券包括国债和地方债，其中地方债包含地方一般债和专项债。国债全年的发行额主要根据政府工作报告中对全年赤字率安排，2022 年国债新增额度 26500 亿元，前三季度净融资 17144 亿元，比 2021 年同期多发了近 4000 亿元；四季度剩余 9355 亿元（10 月截至 29 日净融资额为 529 亿元）。

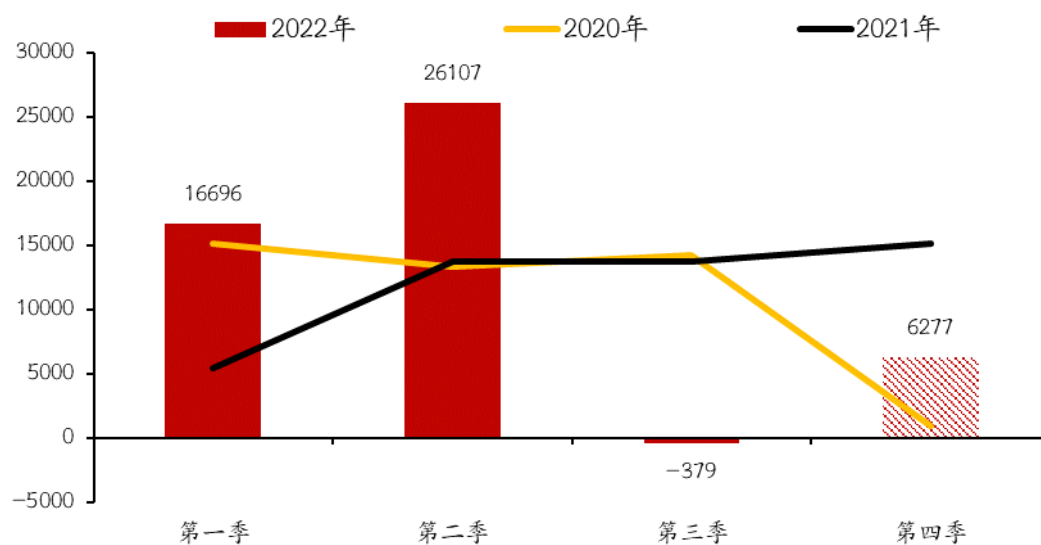
图表 15：国债净融资实际和预测值（单位：亿元）



资料来源：wind，光大期货研究所

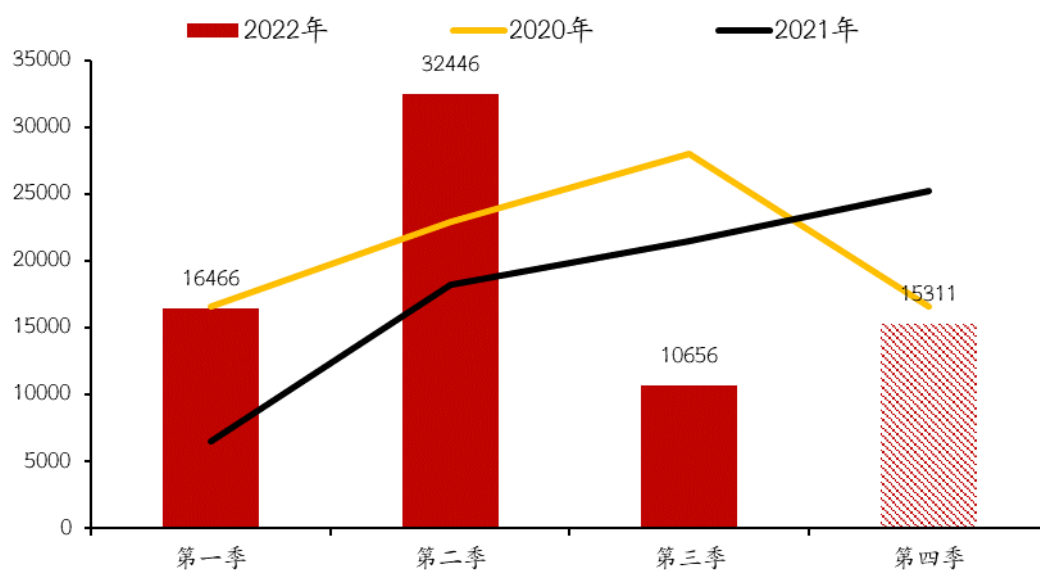
2022 年新增地方债一般债额度 7200 亿元，新增地方政府专项债额度 41500 亿元，其中新增专项债额度中，有 5000 亿是往年结存额度。前三季度分别使用 6990、35431 亿元，四季度剩余 209、6068 亿元，预计四季度地方债净融资额为 6277 亿元。

图表 16：地方债净融资实际和预测值（单位：亿元）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 17：政府债净融资实际和预测值（单位：亿元）



资料来源：wind，光大期货研究所

结合国债和地方债来看，预计四季度政府债净融资额为 15632 亿元，比去年同期少增 9606 亿元，政府债融资将会对社融造成一定拖累。

整体来看，人民币贷款和政府债融资合计在四季度增加 38632-43632 亿元，结合二者在社融当中的占比，预估四季度社融在 10.3-10.5%之间。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无