

2024年01月12日

年末信贷没有惊喜，节前降准迫在眉睫

事件点评

金融数据速评（2023.12）

投资要点

- ◆ **12月新增贷款偏弱，居民借贷日益冷清，企业中长贷勉力支撑。**2023年12月新增贷款1.17万亿，同比少增2401亿，并未出现惊喜。呈现两大特征：1)居民户贷款12月仅新增2221亿，其中住户中长贷仅新增1462亿，分别仅小幅多增468亿和403亿，显示居民住宅需求趋势性下降，需求政策的结构性放松对扭转下滑趋势的效果有限。2)企业中长贷新增8612亿，同比少增约3500亿，或显示在地产周期持续寻底、地方债务风险化解优先性日益提升的背景下，传统基建投资内生增长缺乏支撑，“老基建”增速或将持续降温，2024年预算内防灾减灾投资或将阶段性接过稳增长接力棒，对中长期贷款的需求量或有进一步的下降。
- ◆ **政府债券持续大量发行，广义财政趋于活跃推动社融存量增速连续3个月上行。**12月新增社融1.94万亿，同比大幅多增达6169亿，主因政府债券融资持续活跃，12月新增政府债券融资高达9279亿，同比多增6470亿，社融存量同比增速由此进一步上行0.1个百分点至9.5%。考虑到存量地方债务化解措施可能需要更多特殊再融资债券的发行以将部分地方债务置换进入广义财政表内，加上中央经济工作会议强调财政要“适当加力”，财政赤字率也有望有较大幅度的提升，预计社融存量增速2024年可能进一步上行之后维持在较高水平。
- ◆ **M2增速较快回落，债市走牛理财产品或重新对存款形成替代。**12月M2同比9.7%，连续第二个月回落0.3个百分点。从存款结构来看，当月居民部门存款同比多减逾9000亿，企业存款仅同比小幅多增2300多亿，前者是M2增速连续较快回落的主要原因。考虑到12月核心CPI低位徘徊，显示居民消费意愿并未出现显著改善，同时股票市场整体表现不强，而债市随长端收益率下行出现一轮较大幅度的牛市，12月大概率理财产品再度对居民存款形成较为明显的替代。贷款增长缓慢、存款也有一定的搬家表现现象，可能共同触发了12月末资金面紧张情况的短暂缓和。
- ◆ **年末信贷没有惊喜，2024年活跃的广义财政预计将走向广义信用扩张的前台，货币政策全年预计都将对财政政策实施合理力度的配合性宽松，节前趁美元指数尚未大幅反弹实施“先发制人”的降准操作是非常迫切的。**12月金融数据结构显示，房地产市场持续寻底过程中土地成交冷淡，“老基建”最终偿债保障减弱，企业中长贷需求降温，化债成为广义财政活跃操作的一个重要组成部分，加之预算赤字亟需扩张以扩大中等收入人群、有效提振消费意愿，广义财政的各类积极操作可能将构成2024年广义信用扩张最大的增量来源，货币政策理应对积极财政主动进行合理力度的宽松配合。而回顾2023年货币政策操作，每当美元指数大幅上行之时，人民币贬值压力和资金外流压力就会对货币政策偏松操作形成较强的限制，内外条件都比较匹配的时点央行需果断发力主动出击，才可争取到货币政策更大的主动性。当前美国经济开始重新显露供需偏热、薪资通胀螺旋强化美元指数强势周期的迹象，抢在1月底美联储年内首次FOMC会议之前“先发制人”实施降准为代表的低成本、高效率长期流动性投放，对于春节前后信贷“开门红”乃至全年广义信用扩张的市场预期都将起到良好的提振作用。维持1月降准50BP、全年可择机实施多次、小幅、向1Y LPR和MLF利率倾斜的结构性降息操作的预测不变。
- ◆ **风险提示：**财政扩张和货币配合力度低于预期风险，美联储紧缩程度超预期风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

相关报告

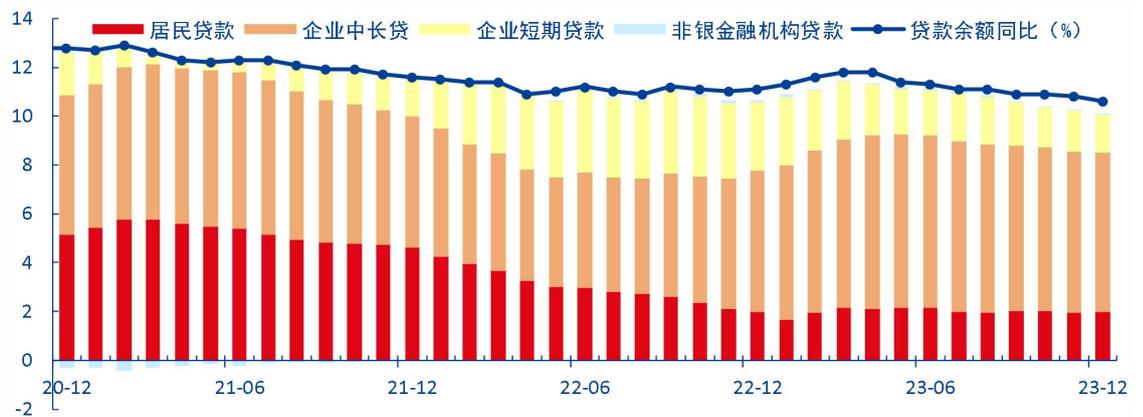
强劲非农提升近期我国降准紧迫性——华金宏观·双循环周报（第39期） 2024.1.6
盘点2023：货币政策——货币专题暨双循环周报·第38期 2023.12.31
用什么政策才能推升PMI？——PMI点评（2023.12） 2023.12.31
油价大跌降低成本，推升工业企业利润——工业企业利润点评（2023.11） 2023.12.27
住建部、财政部年度工作会议传递何种信号？——华金宏观·双循环周报（第37期） 2023.12.23



一、12月新增贷款偏弱，居民借贷日益冷清，企业中长贷勉力支撑。

2023年12月新增贷款1.17万亿，同比少增2401亿，季末也是年末月份并没有出现惊喜。结构上呈现两大特征：其一，居民户贷款日益冷清，12月仅新增2221亿，其中住户中长贷仅新增1462亿，分别仅较2022年同期极低的基数小幅多增468亿和小幅少增403亿，显示尽管一线城市在9月认房不认贷之后又叠加年底下调了二套房首付比例要求，但居民住宅需求趋势性下降，需求政策的结构性放松对扭转下滑趋势的效果相对有限。其二，企业中长贷新增8612亿，尽管与历史同期均值相比仍是偏多的，但同比少增达约3500亿，从同比角度来看，强化了2023年各月前热后冷的企业中长贷趋势，或显示在地产周期持续寻底、地方债务风险化解优先性日益提升的背景下，传统基建投资内生增长缺乏支撑，“老基建”增速或将持续降温，2024年预算内防灾减灾投资或将阶段性接过稳增长接力棒，对中长期贷款的需求量或有进一步的下降。

图1：贷款余额同比及贡献结构（%）

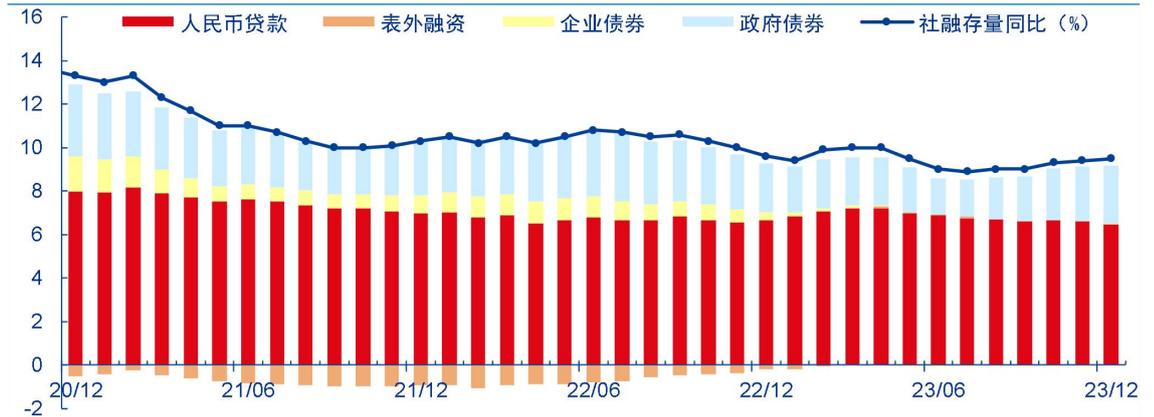


资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、政府债券持续大量发行，广义财政趋于活跃推动社融存量增速连续3个月上行。

12月新增社融1.94万亿，同比大幅多增达6169亿，主要助推因素是包括地方政府特殊再融资债券和增发国债在内的政府债券融资活动的持续活跃，12月新增政府债券融资高达9279亿，同比多增达6470亿，社融存量同比增速由此进一步上行0.1个百分点至9.5%，连续三个月回升。2023年全年政府债券净融资达9.6万亿，同比多增达2.48万亿。考虑到存量地方债务化解措施可能需要更多特殊再融资债券的发行以将部分地方债务置换进入广义财政表内，加上中央经济工作会议强调财政要“适当加力”，财政赤字率也有望比照2023年较2022年之前有比较大幅的提升，广义财政的持续活跃或将成为2024年经济政策形成合力、推动经济高质量发展的重要增量，预计社融存量增速2024年可能进一步上行之后维持在较高水平。

图 2: 社融存量同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、M2 增速较快回落，债市走牛理财产品或重新对存款形成替代。

12 月 M2 同比 9.7%，连续第二个月回落 0.3 个百分点，时隔 20 个月重新降至 10% 以下。从存款结构来看，当月居民部门存款同比多减逾 9000 亿，企业存款仅同比小幅多增 2300 多亿，前者少增量较大是 M2 增速连续较快回落的主要原因。考虑到 12 月核心 CPI 低位徘徊，显示居民消费意愿并未出现显著改善，同时股票市场整体表现不强，而债市随长端收益率下行出现一轮较大幅度的牛市，12 月大概率理财产品再度对居民存款形成较为明显的替代。贷款增长缓慢、存款也有一定的搬家出表现象，可能共同触发了 12 月末资金面紧张情况的短暂缓和，当然 12 月末短期流动性投放量十分巨大，也是不可忽视的。

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、年末信贷没有惊喜，2024 年活跃的广义财政预计将走向广义信用扩张的前台，货币政策全年预计都将对财政政策实施合理力度的配合性宽松，节前趁美元指数尚未大幅反弹实施“先发制人”的降准操作是非常迫切的。

12 月金融数据结构显示，居民地产需求降温趋势不是一朝一夕可以扭转的，房地产市场持续寻底过程中土地成交冷淡，“老基建”最终偿债保障减弱，企业中长贷需求降温，化债成为广义财政活跃操作的一个重要组成部分，加之预算赤字亟需扩张以扩大中等收入人群、有效提振消费意愿，广义财政的各类积极操作可能将构成 2024 年广义信用扩张最大的增量来源，货币政策应对积极财政主动进行合理力度的宽松配合。而回顾 2023 年货币政策操作，每当美元指数大

幅上行之时，人民币贬值压力和资金外流压力就会对货币政策偏松操作形成较强的限制，内外条件都比较匹配的时点央行需果断发力主动出击，才可争取到货币政策更大的主动性。当前美国经济开始重新显露供需偏热、薪资通胀螺旋强化美元指数强势周期的迹象，抢在1月底美联储年内首次FOMC会议之前“先发制人”实施降准为代表的低成本、高效率长期流动性投放，对于春节前后信贷“开门红”乃至全年广义信用扩张的市场预期都将起到良好的提振作用。维持1月降准50BP、全年可择机实施多次、小幅、向1Y LPR和MLF利率倾斜的结构性降息操作的预测不变。期待流动性预期自年初开始就能够建立稳定的、合理充裕的预期基础。

图4：M2、社融存量、贷款余额同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示： 财政扩张和货币配合力度低于预期风险，美联储紧缩程度超预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com