

社融持续回升

核心观点:

社融增速连续上行，是中央政府融资带来的，社融口径人民币贷款增速加速下滑。12月社会融资1.94万亿元（wind一致预期2.06万亿），同比+6342亿元，其中政府融资9279亿元，同比+6470亿元。2023年新增社融和人民币贷款增速分别为11.2%和6.2%，比11月分别变化+1.46pct和-2.17pct。

内生性需求偏弱，居民短期贷款多增，企业中长期贷款少增。12月金融机构新增人民币贷款1.17万亿元，同比-2401亿元。居民贷款2221亿元，同比+468亿元，主要由短贷同比多增872亿元带来，中长贷同比少增403亿；企业贷款8916亿，同比-3721亿，中长贷同比少增3498亿。居民短贷增幅较大，可能由于年末银行在信贷需求偏弱的背景下通过短期消费贷冲量；企业中长贷连续保持低速增长且增速呈现下滑趋势，政府融资并未带动企业同步上行，项目启动仍然偏慢。四季度银行同时处于年末收官阶段，项目储备可能延续到2024年1季度，保证信贷开门红。

新增万亿国债推动政府融资保持高增速，2024年1-2月政府融资可能继续高位，变量是有可能在2月末启动超长期特别国债，其规模和进度需要保持观察。12月新增万亿国债的发行是支撑政府融资的主要因素，地方新增专项债由于额度限制减速，与化债相关的地方政府特殊再融资债券发行快速回落，化债节奏明显放缓。预计2024年1月-2月，政府债券对社融的支撑作用有可能边际减弱。变量是有可能在2月末启动超长期特别国债，其规模和进度需要保持观察。同时去年四季度的政府融资将带来2024年一季度财政支出的加大，一方面有助于资金从财政存款向企业存款的转移，推升M2上行，另一方面将带动民间投资和企业融资的加速推进，社融结构改善。

表外融资季节性下滑，但信托贷款增速上行。影子银行融资-1564亿元，同比-145亿元。其中未贴现银行票据融资-1869亿元，同比-1315亿元；信托贷款同比多增1112亿元，部分由于去年基数较低。企业债券融资-2625亿元，主要表现季节性，同比多增2262亿元。股票融资持续处于低位，股票市场表现依然不佳。

存款少增带来M2增速继续下滑，但企业预期边际改善。12月M0增速8.3%，快速下滑2.1个百分点，但M1增速持平，企业活期存款上行，可能代表企业资金活化程度提升，预期边际改善，12月的BCI企业销售前瞻指数和库存前瞻指数均出现环比回升也可以侧面验证。但持续性仍需保持观察。12月居民存款同比少增9123亿元，企业存款则同比多增2341亿元，非银金融机构存款新增持平，显示居民存款可能向企业存款转移。12月新一轮存款利率下调，居民储蓄增速可能呈现下行。

12月PSL的重启是对货币政策预期的再次修正，对于“适度”的担忧可以有所缓解，1月份的降息降准预期升温。PSL重启以及其代表的财政提前发力均表明政策层已经注意到经济运行的隐含风险，并且将针对此采取积极行动。对历史上两轮PSL重启的回顾显示，PSL重启均伴随着降息，但降准并未有明显的规律性操作。同时政策性开发性金融工具有望再次重启，其对社融也将构成支撑。2023年12月开启新一轮存款利率下调，降息的空间再次打开，2024年1月份很可能调降LPR5年期20BP。同时，PSL集中使用、政府债券发行对流动性均会产生影响，降准的必要性上升。央行强调平滑年末年初波动，信贷均衡投放降低了市场对于2024年一季度“开门红”的预期，但企业贷款在12月表现低迷可能代表部分项目储备可能延后到2024年1季度，实际信贷投放可能超出市场预期。

--2023年12月金融数据解读

分析师

章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

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: S0130522110001

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行不及预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

2024年1月11日，央行发布2023年12月金融数据。12月社会融资1.94万亿元，同比+6342亿元。其中新增人民币贷款(社融口径)1.11万亿元，同比-3351亿元，政府融资9279亿元，同比+6470亿元；未贴现银行承兑汇票-1869亿元，同比-1315亿元。

12月金融机构新增人民币贷款1.17万亿元，同比-2401亿。其中居民贷款2221亿，同比+468亿，其中短贷759亿，中长贷1462亿；企业贷款8916亿，同比-3721亿，其中短贷-635亿，中长贷8612亿，票据融资1497亿。

社会融资存量增速9.5%，环比上升0.1pct。M1同比增长1.3%，与11月持平；M2同比增长9.7%，增速连续下降。

一、12月社会融资：政府融资拉动社融增速继续上行

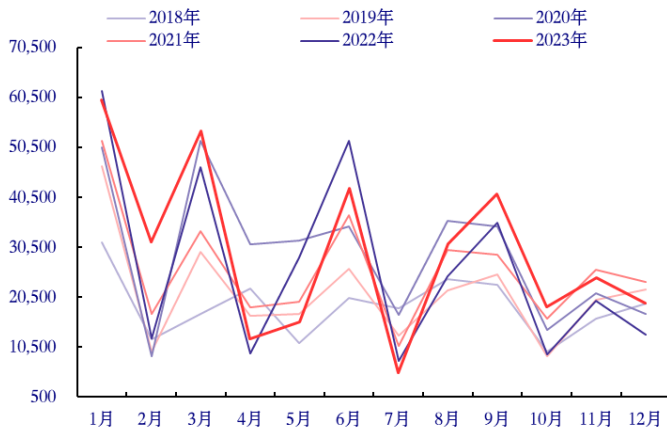
12月份社融增速连续上行，是中央政府融资带来的，社融口径人民币贷款增速加速下滑。12月社会融资1.94万亿元(wind一致预期2.06万亿)，同比+6342亿元，其中政府融资9279亿元，同比+6470亿元。2023年新增社融和人民币贷款增速分别为11.2%和6.2%，比11月分别变化+1.46pct和-2.17pct。

图1：金融数据概览

	当月新增(亿元)						当月新增同比变化(亿元)					
	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12
社会融资规模	5,357	31,237	41,200	18,500	24,500	19,400	-2,428	6,525	5,789	9,366	4,663	6,342
人民币贷款	364	13,412	25,376	4,837	11,100	11,050	-3,724	68	-310	406	-348	-3,351
外币贷款	-339	-201	-583	152	-357	-636	798	625	130	876	291	1,029
委托贷款	8	97	208	-429	-386	-43	-81	-1,658	-1,300	-899	-298	58
信托贷款	230	-221	403	393	197	348	628	251	594	454	562	1,112
未贴现银行承兑汇票	-1,963	1,129	2,396	-2,536	203	-1,869	781	-2,357	2,264	-380	12	-1,315
企业债券	1,281	2,698	662	1,144	1,330	-2,625	321	1,186	317	-1,269	726	2,262
非金融企业境内股票	786	1,036	327	321	359	508	-651	-215	-695	-467	-429	-935
政府债券	4,109	11,759	9,949	15,600	11,500	9,279	111	8,714	4,416	12,809	4,980	6,470
人民币存款	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	-3,331	1,100	-1,600	1,232	-1,368	-2,300
短期贷款及票据融资	-1,523	5,391	7,401	353	4,391	1,621	-844	1,999	-1,377	803	2,558	1,004
中长期:	2,040	8,046	18,014	4,535	6,791	10,074	-2,905	-1,965	1,070	-420	-2,679	-3,901
居民	-2,007	3,922	8,585	-346	2,925	2,221	-3,224	-658	2,082	-166	298	468
短期	-1,335	2,320	3,215	-1,053	594	759	-1,066	398	177	-541	69	872
中长期:	-672	1,602	5,470	707	2,331	1,462	-2,158	-1,056	2,014	375	228	-403
企业	2,378	9,488	16,834	5,163	8,221	8,916	-499	738	-2,339	537	-616	-3,721
短期	-3,785	-401	5,686	-1,770	1,705	-635	-239	-280	-881	73	1,946	-219
中长期:	2,712	6,444	12,544	3,828	4,460	8,612	-747	-909	-944	-795	-2,907	-3,498
票据融资	3,597	3,472	-1,500	3,176	2,092	1,497	461	1,881	-673	1,271	543	351
非银行业金融机构	2,170	-358	-1,844	2,088	-207	94	694	67	-914	948	-108	105
人民币存款	-11,200	12,600	22,409	6,446	25,300	868	-11,647	-200	-3,891	8,290	-4,200	-6,374
居民存款	-8,093	7,877	25,316	-6,369	9,089	19,780	-4,713	-409	1,422	-1,266	-13,411	-9,123
企业存款	-15,300	8,890	2,010	-8,652	2,487	3,165	-4,900	-661	-5,639	3,048	511	2,341
财政存款	9,078	-88	-2,127	13,700	-3,293	-9,221	4,215	2,484	2,673	2,300	388	1,636
非银行业金融机构存款	4,130	-7,322	-6,650	5,068	15,700	-5,326	-3,915	-2,969	-3,845	3,020	9,020	2
	累计新增同比增速(%)						存量同比增速(%)					
	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12
社会融资规模	1.4	3.9	5.6	8.7	9.7	11.2	8.9	9.0	9.0	9.3	9.4	9.5
人民币贷款	11.9	10.9	9.1	9.1	8.4	6.2	11.0	10.9	10.7	10.7	10.7	10.4
外币贷款	-14.4	48.0	38.4	58.8	56.3	58.0	-17.8	-16.8	-19.3	-16.7	-16.7	-10.2
委托贷款	2,045.7	-52.6	-68.0	-83.3	-93.4	-94.4	4.0	2.4	1.3	0.5	0.2	0.2
信托贷款	111.0	105.1	113.3	121.2	123.5	126.3	-3.6	-2.9	-1.4	-0.3	1.2	4.2
未贴现银行承兑汇票	75.4	101.8	371.0	96.1	102.9	47.7	-	-8.2	-0.3	-1.8	-1.7	-6.7
企业债券	-37.0	-28.6	-26.0	-28.6	-25.2	-20.5	-0.4	-0.2	-0.3	-0.7	-0.4	0.3
非金融企业境内股票	-16.8	-16.8	-22.8	-25.8	-28.0	-32.5	10.6	10.2	9.4	8.9	8.4	7.5
政府债券	-25.0	-7.3	0.8	21.5	26.7	34.8	10.1	11.5	12.2	14.3	14.9	16.0
人民币存款	11.9	11.7	9.2	9.5	8.4	6.7	11.1	11.1	10.9	10.9	10.8	10.6
短期贷款及票据融资	-27.0	-22.2	-21.3	-20.3	-16.1	-14.6						
中长期:	37.5	31.3	27.4	25.9	21.8	16.7						
居民	12.9	8.4	12.9	12.5	12.4	13.1						
短期	101.4	81.7	60.6	58.3	56.2	64.8						
中长期:	-18.5	-21.3	-9.5	-7.8	-6.2	-7.3						
企业	11.6	11.4	8.3	8.4	7.5	4.8						
短期	31.3	30.4	21.6	23.2	29.7	29.4						
中长期:	52.0	45.5	37.3	34.6	29.0	22.7						
票据融资	-122.0	-107.2	-113.4	-100.7	-93.3	-88.5						
非银行业金融机构	36.5	55.7	-121.0	49.6	45.0	53.7						
人民币存款	0.6	0.5	-1.3	2.4	0.4	-2.0	10.5	10.5	10.2	10.5	10.2	10.0
居民存款	11.1	9.9	9.2	8.5	-1.7	-6.6						
企业存款	-19.5	-17.2	-24.4	-24.0	-22.0	-17.1						
财政存款	-9.8	20.6	164.0	46.5	66.9	-1452.2						
非银行业金融机构存款	-15.0	-42.4	-90.8	-51.6	13.6	18.8						

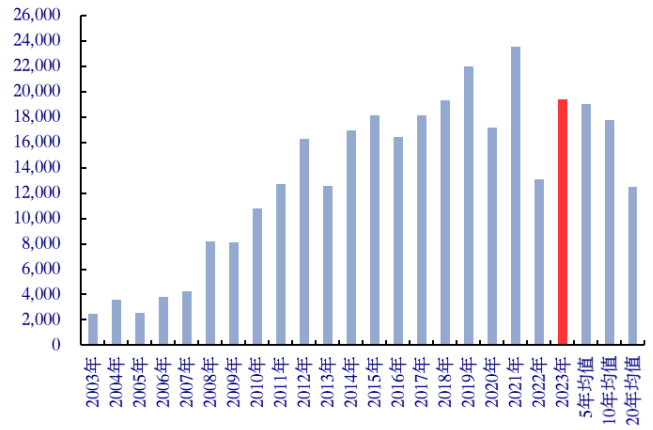
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 新增社会融资季节性变化 (亿元)



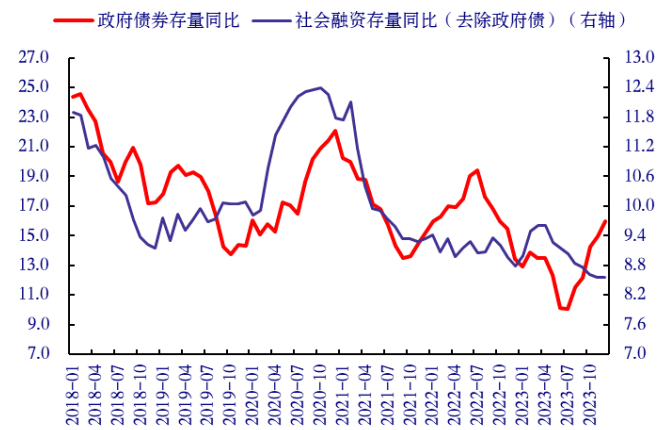
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 历史同期 12 月新增社融 (亿元)



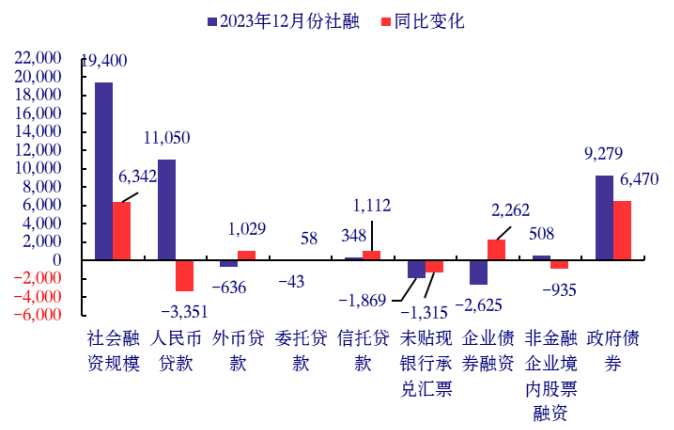
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 社融增速 (去除政府融资) 和政府融资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 12 月社融各部门的变化 (亿元)

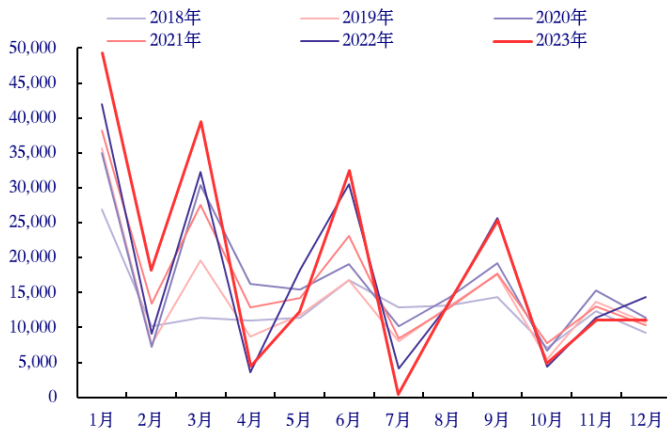


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(一) 内生性需求偏弱, 居民短期贷款多增, 企业中长期贷款少增

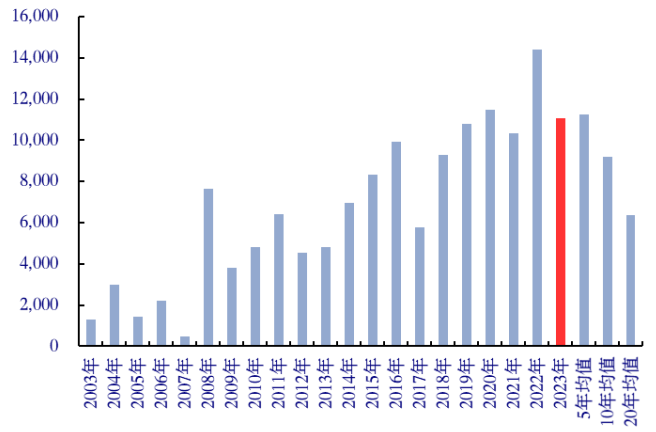
12月金融机构新增人民币贷款 1.17 万亿元, 同比-2401 亿元。居民贷款 2221 亿元, 同比+468 亿元, 主要由短贷同比多增 872 亿元带来, 中长贷同比少增 403 亿; 企业贷款 8916 亿, 同比-3721 亿, 中长贷同比少增 3498 亿。居民短贷增幅较大, 可能由于年末银行在信贷需求偏弱的背景下通过短期消费贷冲量; 企业中长贷连续保持低速增长且增速呈现下滑趋势, 政府融资并未带动企业同步上行, 项目启动仍然偏慢。四季度银行同时处于年末收官阶段, 项目储备可能延续到 2024 年 1 季度, 保证信贷开门红。

图6: 新增人民币贷款(社融口径)的季节性波动(亿元)



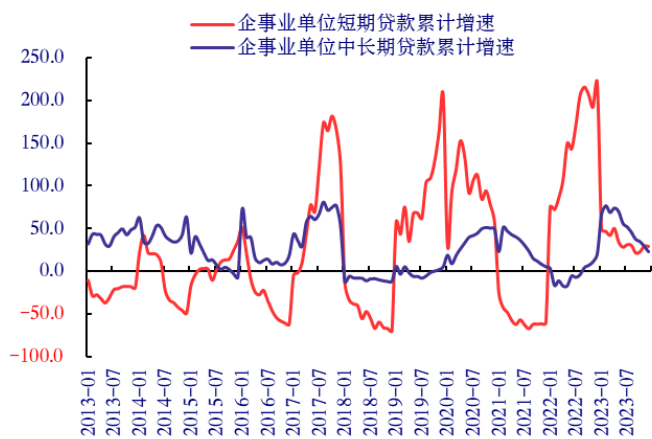
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 历史同期 12 月新增人民币贷款(社融口径)(亿元)



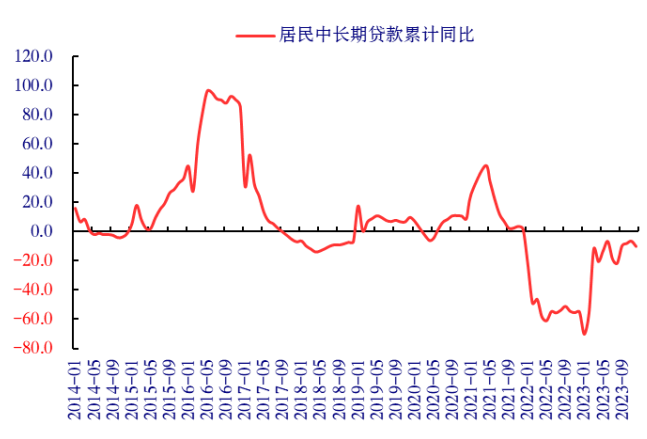
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 企业短期和中长期贷款增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 居民中长期贷款增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 新增万亿国债推动政府融资保持高增速

政府债券融资是本月社融的主要支撑之一。政府债券融资 9279 亿元，环比下行，同比多增 6470 亿元。

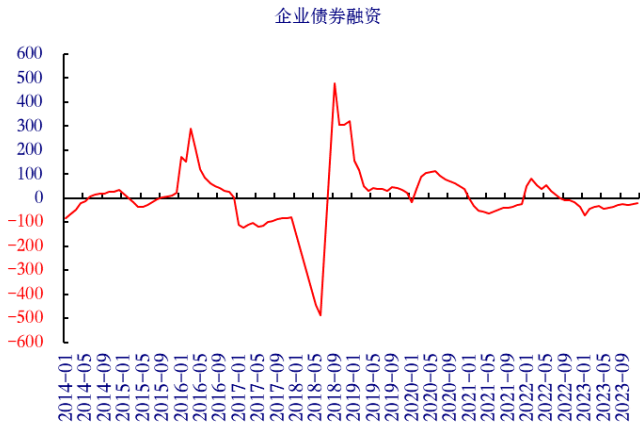
根据已公开披露的政府债券发行数据，12 月政府债券发行量约 1.27 万亿，其中国债发行量约 1.07 万亿，净融资额 8476 亿；地方政府债发行量快速下滑，全月发行量约 1956 亿元，净融资额 982 亿元。其中地方新增专项债发行 921 亿元，净融资额 875 亿元。与化债相关的地方政府特殊再融资债券发行约 228 亿元，化债节奏明显放缓。

展望 2024 年 1 月-2 月，政府债券对社融的支撑作用有可能边际减弱。变量是有可能在 2 月末启动超长期特别国债，其规模和进度需要保持观察。根据目前披露的 17 个省市地方政府的一季度发债计划，地方政府债发行总额约 9000 亿元，地方新增专项债进度慢于 2023 年。同时，2023 年 4 季度万亿新增国债的发行预计将推动 2024 年 1 季度的财政支出，一方面有助于资金从财政存款向企业存款的转移，推升 M2 上行，另一方面将带动民间投资和企业融资的加速推进。因此 2024 年 1 季度政府融资对社融的支撑作用可能边际减弱，但企业融资有望加速，社融结构改善。

(三) 表外融资季节性下滑，但信托贷款增速上行

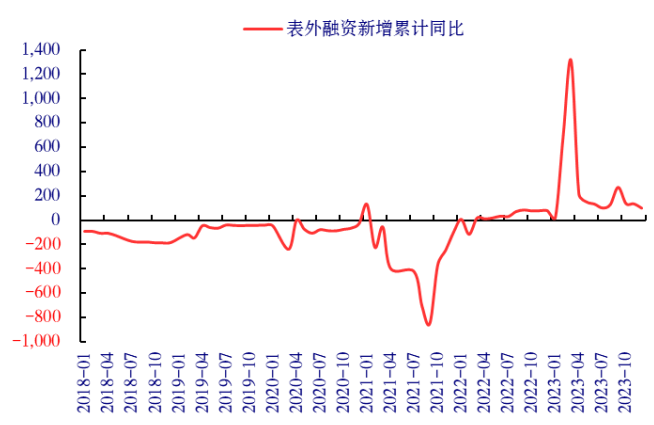
影子银行融资-1564 亿元，同比-145 亿元。其中未贴现银行票据融资-1869 亿元，同比-1315 亿元；信托贷款同比多增 1112 亿元，部分由于去年基数较低。企业债券融资-2625 亿元，主要表现季节性，同比多增 2262 亿元。股票融资持续处于低位，股票市场表现依然不佳。

图10：企业债券融资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：表外融资增速（%）

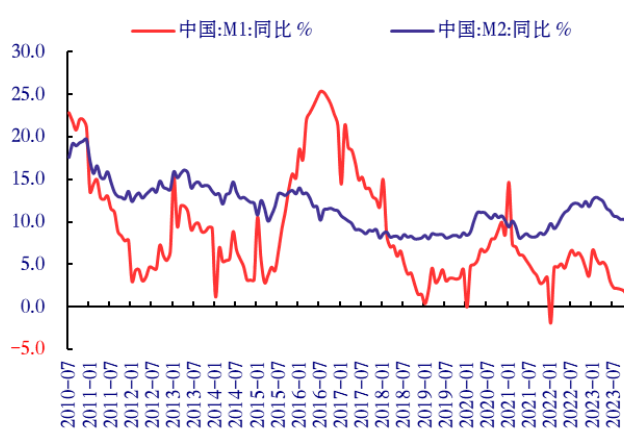


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、 存款少增带来 M2 增速继续下滑，但企业预期边际改善

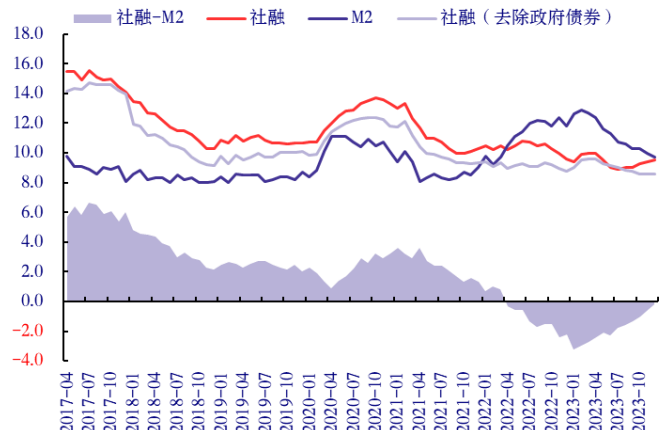
12 月 M0 增速 8.3%，快速下滑 2.1 个百分点，但 M1 增速持平，企业活期存款上行，可能代表企业资金活化程度提升，预期边际改善，12 月的 BCI 企业销售前瞻指数和库存前瞻指数均出现环比回升也可以侧面验证。但持续性仍需保持观察。12 月居民存款同比少增 9123 亿元，企业存款则同比多增 2341 亿元，非银金融机构存款新增持平，显示居民存款可能向企业存款转移。12 月新一轮存款利率下调，居民储蓄增速可能呈现下行。

图12：M1、M2 增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：社融存量增速与 M2 增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、 我们的判断：1 月份的降息降准预期升温

12 月 PSL 的重启是对货币政策预期的再次修正，对于货币政策“适度”的担忧可以有所缓解，1 月份的降息降准预期升温。中央经济工作会议强调“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配” 货币政策调节中加入了价格水平预期目标的变量，这意味着货币政策总量空间的“适度”会有更多空间。在“社融规模和货币供应量与经济增速相匹配下”的目标下，如果经济增速走低，意味着货币供应的相对下行。加入了“价格水平预期目标”之后，如果在经济下行的同时，价格水平相对处于低位，那么货币政策就需要开启逆周期调节。这也就意味着货币政策总量空间的“适度”会有更多空间。中央经济工作会议后对于货币政策的“精准”方向没有疑虑，但对于货币政策“适度”的判断处于摸索过程中。现阶段来看，央行对于货币“适度”的判断仍然是遵循相机抉择的原则，强调的社融和货币投放与经济增速和价格预期目标相适应，“适度”的调整条件已经扩大。PSL 重启以及其代表的财政提前发力均表明政策层已经注意到经济运行的隐含风险，并且将针对此采取积极行动。

对历史上两轮 PSL 重启的回顾显示，PSL 重启均伴随着降息，但降准并未有明显的规律性操作。PSL 发行与财政发行节奏基本一致。PSL 可以直接提升 M2 增速，但对于信用的推动以及经济的承托有时滞。PSL 可以增加基础货币，具有货币投放的功能，会对资金利率水平产生影响，使其偏离政策利率，同时启动初期可能带来流动性边际收紧的影响。由于商业银行要先行投放贷款，再从央行获得流动性支持，这中间存在时滞，所以启动初期有可能对狭义流动性产生一定冲击。同时 PSL 具有杠杆效应，可以拉动贷款，推升社融增速，支撑信用扩张。粗略估算每 1 万亿的 PSL 将拉动社融存量增速约 1 个百分点。同时政策性开发性金融工具有望再次重启，其对社融也将构成支撑。回顾 2022 年 9 月-11 月 PSL 连续累计投放 6300 亿元，同时 8 月到 10 月两批政策性开发性金融工具合计投放 7400 亿元。预计 2024 年政策性开发性金融工具可能再次重启协同发力，作为“三大工程”资本金或为专项债项目资本金搭桥。

2023 年 12 月开启新一轮存款利率下调，降息的空间再次打开，2024 年 1 月份很可能调降 LPR5 年期 20BP。同时，PSL 集中使用、政府债券发行对流动性均会产生影响，降准的必要性上升。

央行强调平滑年末年初波动，信贷均衡投放降低了市场对于 2024 年一季度“开门红”的预期，但企业贷款在 12 月表现低迷可能代表部分项目储备可能延后到 2024 年 1 季度，实际信贷投放可能超出市场预期。

图表目录

图 1: 金融数据概览	2
图 2: 新增社会融资季节性变化 (亿元)	3
图 3: 历史同期 12 月新增社融 (亿元)	3
图 4: 社融增速 (去除政府融资) 和政府融资增速 (%)	3
图 5: 12 月社融各部门的变化 (亿元)	3
图 6: 新增人民币贷款 (社融口径) 的季节性波动 (亿元)	4
图 7: 历史同期 12 月新增人民币贷款 (社融口径) (亿元)	4
图 8: 企业短期和中长期贷款增速 (%)	4
图 9: 居民中长期贷款增速 (%)	4
图 10: 企业债券融资增速 (%)	5
图 11: 表外融资增速 (%)	5
图 12: M1、M2 增速	5
图 13: 社融存量增速与 M2 增速 (%)	5

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。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

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院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第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。重点关注国内宏观经济研究工作

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

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：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚羚	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn