

宏观点评 20240113

三个视角下的社融回顾与展望

2024年01月13日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《低通胀延续，降息降准何时至？》

2024-01-12

《美国12月通胀：降息并非迫在眉睫》

2024-01-12

■ **2023年社融发力不小**：随着12月金融数据的出炉，2023全年人民币贷款最终增加22.75万亿元，同比多增1.31万亿元，2023全年社融增加35.59万亿元，同比多增3.41万亿元；但同时2023CPI年增速录得2009年以来最低，货币投放与实体经济存在“温差”。缘何如此？效率问题仍是最大掣肘。结构上看，企业部门依旧在逆周期发力，而居民部门似乎仍处疫后“疤痕效应”。节奏上看，有10万亿美元的信贷“开门红”，也有7月新增信贷总量创新低。资金传导上看，2016年以来最高的M2月同比以及历史低位的M1月同比在2023年内同时出现。我们通过以上三个视角，回顾2023，展望2024：

■ **回顾2023**：①**35.6万亿的社融增量，上半年靠企业支撑，下半年靠财政发力**。对公长贷在2023年初继续扮演逆周期稳增长的角色，这一点与2008年及2015年类似。但企业逆势加杠杆也存在限度，进入2023三季度经济动能放缓且实体融资需求偏弱，财政开始发力引导政府债放量支撑社融总量。

防疫放开，但居民贷款维持弱势。2023年在消费场景放开、地产销售政策松绑等负面因素边际消退下，单月新增居民贷款重演了2022年的两度转负，住户贷款余额同比增速在7%水平磨底，按揭早偿现象一度升温。其背后地产下行无疑仍是最主要拖累因素，同时收入预期不稳，导致了居民延续“持币观望”。

②**节奏上，信贷一季度冲量显著，下半年呈现“透支”**。2023年新增人民币信贷投放最终定格在22.75万亿，其中一季度“天量”投放10.6万亿元，占全年比重高达46%，后续在逆周期政策下走出“大小月”特征，季末冲量与季初回落幅度加大，7月新增信贷更是录得历史低值。年中政治局会议后信贷前置透支现象逐步显现，叠加信贷平稳诉求，投放节奏逐步收敛至历史均值。

③**宽信用渠道不畅，资金空转现象持续**。信贷冲量，而居民及企业倾向于观望，结果就是导致M2-M1增速“剪刀差”走阔，2023年M1同比呈现连续下行趋势，资金淤积在银行负债端，未投入生产及消费，信贷资金效率下降，对货币政策形成掣肘。

■ **展望2024年**，基于中央经济工作会议的定调，我们认为资金效率可能比总量增长更加重要，内需依然是经济复苏的主导，基建与制造业投资大于地产，财政撬动大于信贷冲量，这意味着怎样的2024年社融增量与结构？

■ **政策表述来看，信贷“开门红”有所弱化，但社融增长诉求不减**。信贷方面，2023年11月央行召开的金融座谈会强调开年信贷稳定，四季度央行例会提出引导信贷均衡投放。而社融方面，2024年央行工作会议出现新表述“确保社会融资规模全年可持续较快增长”，2023年12月中财办解读中央经济工作会议精神更是明确“把社会融资规模指标排在货币供应量前面，因为这一指标与经济成长的关系更紧密”。

同时中央经济工作会议已对货币供应做出新的指引——将增长“锚点”从名义GDP增速调整至实际经济增长+价格预期目标。考虑到2023及2024年通胀水平可能处于2009年以来的低点，新指引其实是调高了货币供应增速要求，从近十年的匹配度来看，“实际GDP增速目标（预计5%）+CPI增速目标（预计3%）+2%”是社融增速一个较好的指引值。

第一，这意味着总量上，2024年社融存量需要保持9.5%-10%水平增速以稳固经济复苏，对应至少36万亿水平的新增社融规模。

第二，结构上信贷冲量的空间转交至政府债，我们预计2024全年信贷新增23.7万亿，信贷余额增速降至9.6%（较2023年减少1pct）。

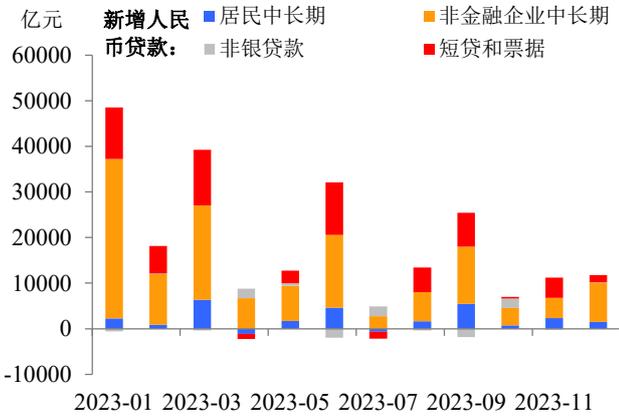
政府债方面，我们预计地方专项债边际发力，2024年新增3.9万亿；若

社融内企业债、表外融资等分项占比符合近三年均值水平，意味着国债与地方一般债净融资需达到 6.0 万亿水平（较 2023 年多出 0.4 万亿），可能正是 2024 年财政加力提效的“题中之义”。

第三，**资金提升效能的诉求下，“五篇大文章”是重点。**十四五期间，绿色贷款与普惠小微贷款余额比例逐年攀升，在提高乘数效应与金融供给侧结构性改革的政策诉求下，预计年初投向工业、地产的贷款增速延续分化走势。同时，PSL 资金已在 2023 年末落地，类财政工具支持“三大工程”也是今年稳增长的一大主线。

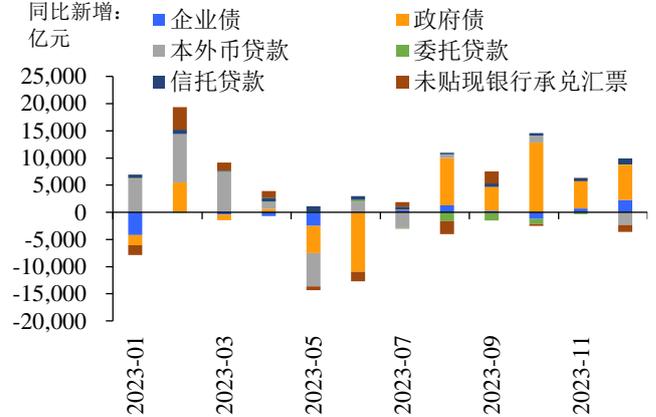
- **回到 12 月金融数据方面，信贷投放延续总量与结构偏弱特点。**12 月人民币贷款新增 11700 亿元，同比少增 2300 亿元。对公长贷新增 8612 亿元，虽延续 7 月以来的同比少增，但依旧是逆周期投放主力，12 月建筑业 PMI 走高反映出年末 PSL 资金投放对 12 月企业中长贷存在支撑。零售贷款投放依旧偏弱，12 月楼市交易温和运行下居民中长贷同比少增 403 亿元；冬季出行消费需求增量有限，居民短贷低于 2019 及 2020 年水平。
- **政府债继续支撑社融同比扩张。**12 月社融新增 19400 亿元，同比多增 6342 亿元，其中政府债同比多增 6470 亿元基本覆盖了全部增量；企业债负向净融资同比收窄；表外融资压降幅度减弱，委托及信托总同比多增 1170 亿元。
- **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济加速进入衰退，导致出口超预期萎缩；一季度信贷投放量超预期。

图1: 对公长贷支撑 2023 年信贷扩张



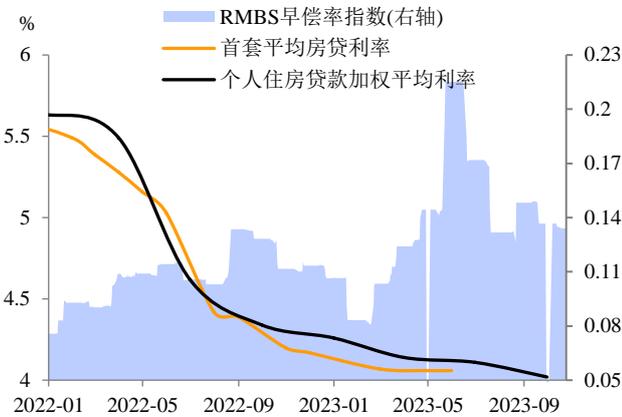
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 政府债在 2023 年下半年支撑社融



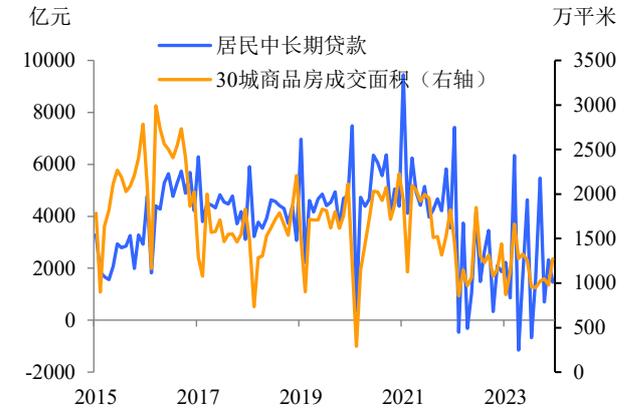
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 住房按揭早偿一度升温



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 地产下行拖累居民中长贷



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 居民定期存款居高



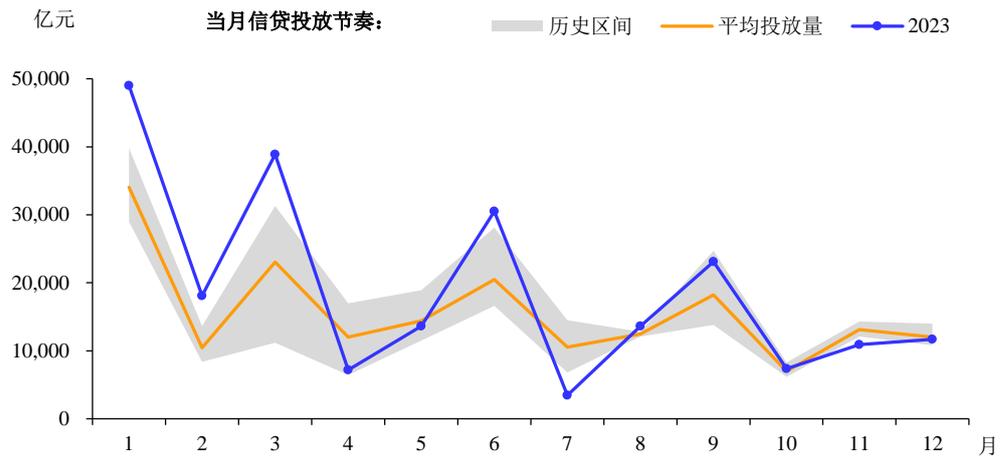
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: M1 同比探底



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

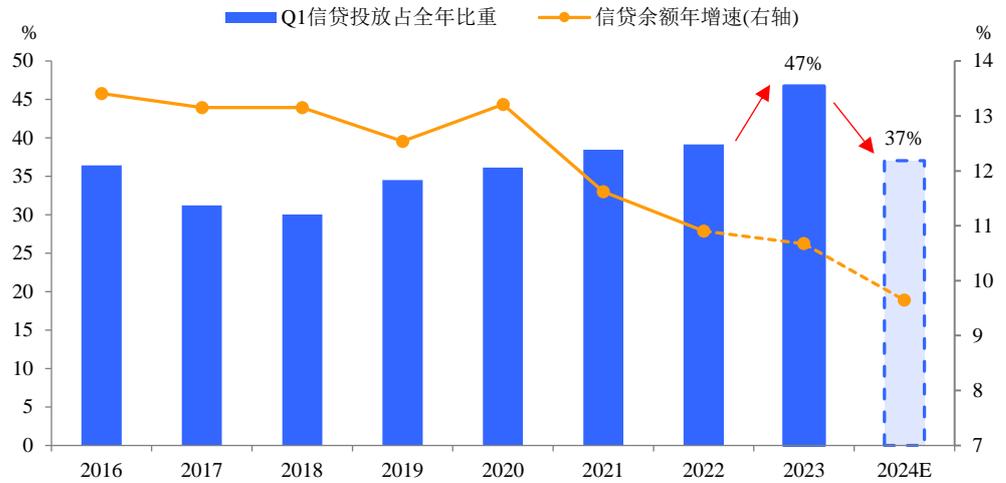
图7: 2023 信贷投放节奏: 从“大小月”到平稳均衡



注: 历史区间及平均投放量取值区间为 2018-2022 年。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

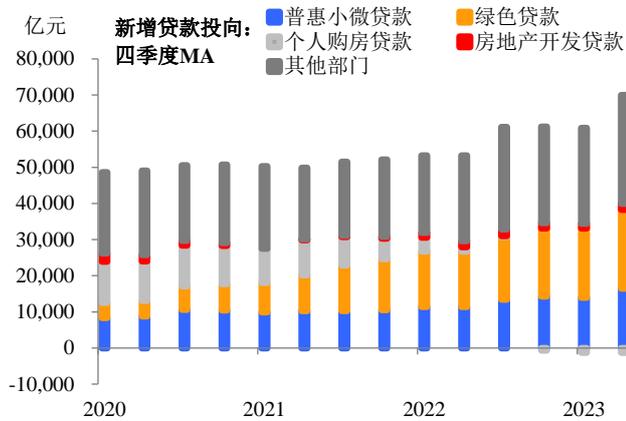
图8：2024年信贷前置冲量诉求料将减弱



注：2024年为预测值

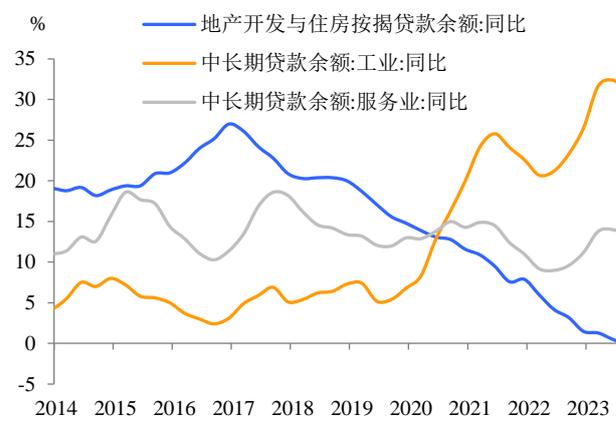
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：贷款投向重点领域薄弱环节领域变迁



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：贷款预计更多投向工业、制造业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>