

## 年末社融有何特点？

## 2023 年 12 月社融数据点评

 点评报告

证券研究报告

尹睿哲

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523120003

yinrz@essence.com.cn

■ **社融多增，信贷少增。**从存量来看：2023 年 12 月社融增速较 11 月上行 0.1 个百分点至 9.5%，连续第五个月走高；M1 暂时止住 2023 年 5 月以来的回落趋势，持平于 1.3%；M2 则继续下行 0.3 个百分点至 9.7%。从增量来看：2023 年 12 月新增社融 1.94 万亿，与过去五年均值（1.90 万亿）相差不大；同比多增 6169 亿，为过去五年 12 月同比多增规模次高值。新增人民币贷款 1.17 万亿，也与过去五年均值（1.20 万亿）基本持平；但环比 11 月并未呈现出季节性下降；此外，同比少增 2401 亿，2018 年以来仅 2021 年 12 月信贷同比少增 1300 亿。

■ **社融多增仍由政府债券贡献。**虽然 2023 年 12 月政府债券发行规模较 2022 年同期更低，但由于前者偿还量大幅降低，净融资规模明显提高。本次新增政府债券项 9270 亿，同比多增 6470 亿；在银行贷款项、其他间接融资项均同比少增的背景下，政府债券项同比多增规模几乎覆盖了新增社融同比多增规模的 100%。

■ **企业信贷仍处于回落周期。**自 2023 年 6 月以来企业中长贷余额增速开始下行，已持续下行 8 个月。如果我们把企业中长期贷款增速按照“从底部上行至顶部、而后回落”定义为一轮信贷扩张后收缩的周期，那么自 2008 年底以来，每一轮周期的时间长度分别约为 50 个月、46 个月、34 个月、33 个月。本轮企业中长期贷款增速从 2022 年 6 月开始上行，上行 12 个月后于 2023 年 5 月到达顶点开始回落。从历次周期的时间长度来看，本轮企业中长贷增速在后续半年内延续回落的概率较大。

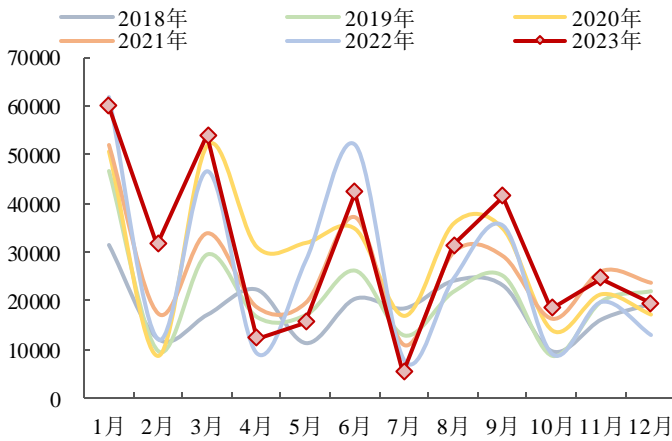
■ **PSL 操作对信贷的后续影响有待观察。**央行开展 PSL 这一操作确实支持了政策行向特定领域投放贷款，带来了一定信贷增量。然而，新增的 PSL 只是“全额 1:1 补贴”政策性银行已经投放给特定领域的贷款，因此开展 PSL 操作本身是否撬动了额外的信贷还有待考察。后续可以关注：①PSL 会否持续发放，若持续发放，则能贡献一部分新增信贷；②PSL 所支持的领域后续会否产生其他配套融资需求，从而撬动额外信贷。

■ **综上，2023 年 12 月社融总体表现“平平”。**新增规模方面，新增社融规模基本符合季节性、新增信贷规模则小幅优于季节性；同比看，社融多增主要由政府债券贡献、信贷少增则是由于 2022 年同期企业中长贷规模较高。虽本次企业中长贷也并未季节性回落，不过在高基数影响下，其余额增速依然延续前期的下行态势；从企业中长期贷款增速的周期时长来看，后续半年内延续下行概率较大。但需注意后续是否会继续开展 PSL 操作、以及 PSL 操作是否会对信贷有额外拉动作用。

■ **风险提示：历史经验参考性低、政策解读偏差**

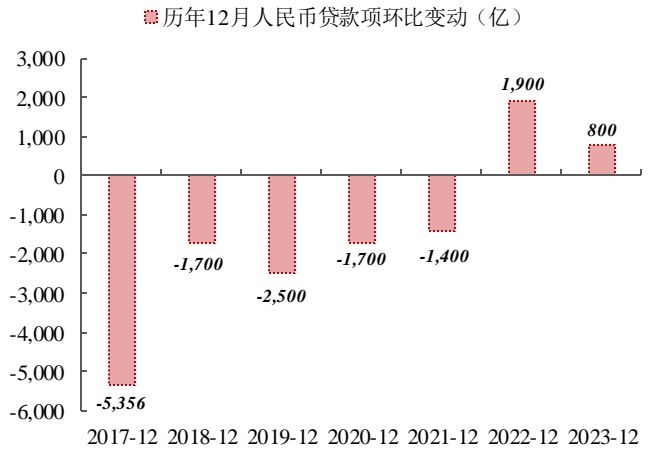
社融多增,信贷少增。从存量来看:2023年12月社融增速较11月上行0.1个百分点至9.5%,连续第五个月走高;M1暂时止住2023年5月以来的回落趋势,持平于1.3%;M2则继续下行0.3个百分点至9.7%。从增量来看:2023年12月新增社融1.94万亿,与过去五年均值(1.90万亿)相差不大;同比多增6169亿,为过去五年12月同比多增规模次高值。新增人民币贷款1.17万亿,也与过去五年均值(1.20万亿)基本持平;但环比11月并未呈现出季节性下降;此外,同比少增2401亿,2018年以来仅2021年12月信贷同比少增1300亿。

图1. 12月新增社融基本符合季节性(亿)



资料来源:国投证券研究中心, Wind

图2. 12月新增信贷规模并未季节性下降



资料来源:国投证券研究中心, Wind

表1: 12月社融同比多增、信贷同比少增

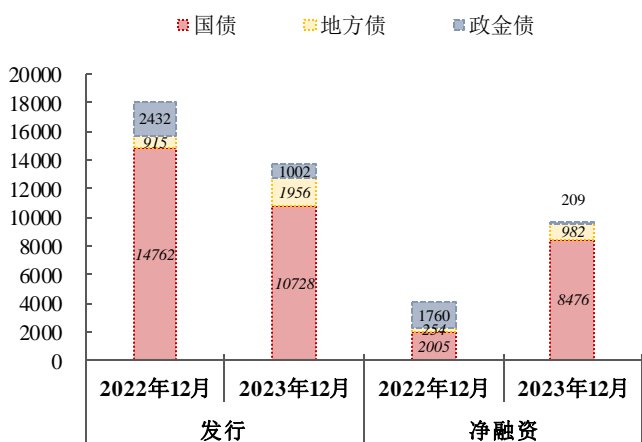
单位: 亿元		同比	环比	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
社融	表内融资	-2,322	-349	10,414	10,763	4,989	24,786	13,211	25	32,222	11,881
	人民币贷款	-3,351	-70	11,050	11,120	4,837	25,369	13,412	364	32,413	12,219
	外币贷款	1,029	-279	-636	-357	152	-583	-201	-339	-191	-338
	表外融资	-145	-1,578	-1,564	14	-2,572	3,007	1,005	-1,725	-901	-1,457
	委托贷款	58	343	-43	-386	-429	208	97	8	-56	35
	信托贷款	1,112	151	348	197	393	402	-221	230	-154	303
	未贴现银票	-1,315	-2,072	-1,869	203	-2,536	2,397	1,129	-1,963	-691	-1,795
	直接融资	7,797	-6,039	7,162	13,201	17,137	10,896	15,583	6,185	8,317	4,170
	企业债券	2,262	-3,955	-2,625	1,330	1,178	650	2,788	1,290	2,246	-2,154
	股票	-935	149	508	359	321	326	1,036	786	700	753
	政府债券	6,470	-2,233	9,279	11,512	15,638	9,920	11,759	4,109	5,371	5,571
	其他融资	-	-	-	-613	-2,103	1,627	461	106	1,750	167
ABS	-	-	-	-1,355	-2,530	-172	-135	-296	-26	-349	
贷款核销	-	-	-	742	427	1,799	596	402	1,776	516	
<b>社融增量</b>	<b>6,169</b>	<b>-5,147</b>	<b>19,400</b>	<b>24,547</b>	<b>18,441</b>	<b>41,326</b>	<b>31,279</b>	<b>5,366</b>	<b>42,262</b>	<b>15,550</b>	
人民币贷款	企业	-3,721	695	8,916	8,221	5,163	16,834	9,488	2,378	22,803	8,558
	票据融资	351	-595	1,497	2,092	3,176	-1,500	3,472	3,597	-821	420
	短期	-219	-2,340	-635	1,705	-1,770	5,686	-401	-3,785	7,449	350
	中长期	-3,498	4,152	8,612	4,460	3,828	12,544	6,444	2,712	15,933	7,698
	居民	468	-704	2,221	2,925	-346	8,585	3,922	-2,007	9,639	3,672
	短期	872	165	759	594	-1,053	3,215	2,320	-1,335	4,914	1,988
	中长期	-403	-869	1,462	2,331	707	5,470	1,602	-672	4,630	1,684
	非银	105	301	94	-207	2,088	-1,844	-358	2,170	-1,962	604
<b>人民币贷款增量</b>	<b>-2,401</b>	<b>800</b>	<b>11,700</b>	<b>10,900</b>	<b>7,384</b>	<b>23,100</b>	<b>13,600</b>	<b>3,459</b>	<b>30,500</b>	<b>13,600</b>	

资料来源:国投证券研究中心, Wind

社融多增仍由政府债券贡献。虽然2023年12月政府债券发行规模较2022年同期更低,但由于前者偿还量大幅降低,净融资规模明显提高。本次新增政府债券项9270亿,同比多增

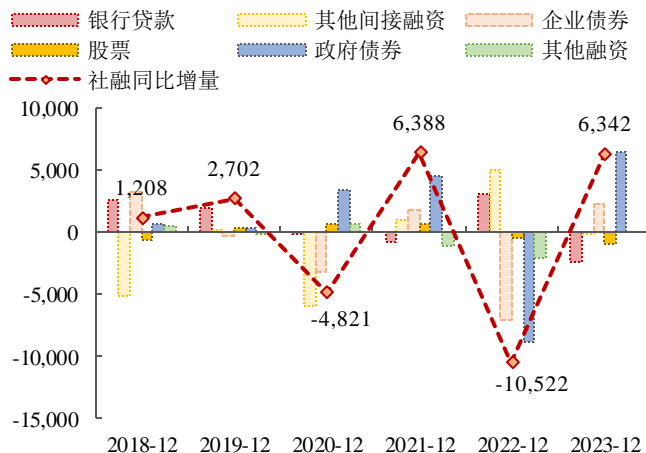
6470 亿；在银行贷款项、其他间接融资项均同比少增的背景下，政府债券项同比多增规模几乎覆盖了新增社融同比多增规模的 100%。

图3. 23 年 12 月政府债净融资较 22 年同期大幅增加(亿)



资料来源：国投证券研究中心，Wind

图4. 本次政府债券几乎覆盖社融同比增量的 100%(亿)



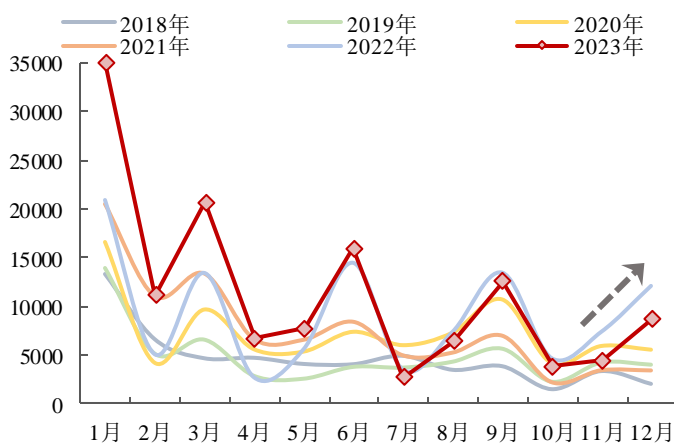
资料来源：国投证券研究中心，Wind

注：以上各项均为历年 12 月社融各分项同比增量

信贷同比少增与高基数有关。分部门来看：①2023 年 12 月企业部门新增信贷 8916 亿，同比少增 3721 亿；其中票融新增 1497 亿（同比多增 351 亿）、企业短贷新增-635 亿（同比多减 291 亿）、企业中长贷新增 8612 亿（同比少增 3498 亿）。由于 2022 年 12 月企业部门新增中长贷高达 1.21 万亿，远高于历年 12 月新增企业中长贷，因此高基数效应下本次企业部门贷款同比明显少增，从而拖累总体信贷同比少增。如果仅从新增规模来看的话，本次新增企业中长贷 8612 亿为历年 12 月以来次高值，且并未在 12 月季节性掉头回落，表现并不算弱。

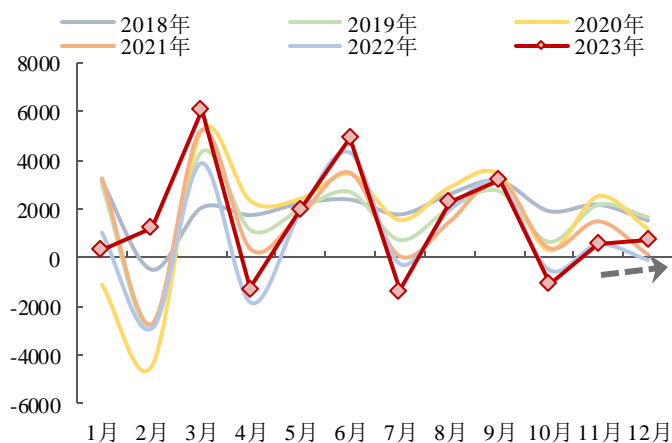
②2023 年 12 月居民部门新增信贷 2221 亿，同比多增 468 亿；其中居民短贷新增 759 亿，同比多增 872 亿，表现也优于季节性；居民中长贷新增 1462 亿，同比少增 403 亿，为 9 月以来首次同比少增。

图5. 23 年 12 月新增企业中长贷为历年同期次高值(亿)



资料来源：国投证券研究中心，Wind

图6. 本次居民短贷表现优于季节性(亿)

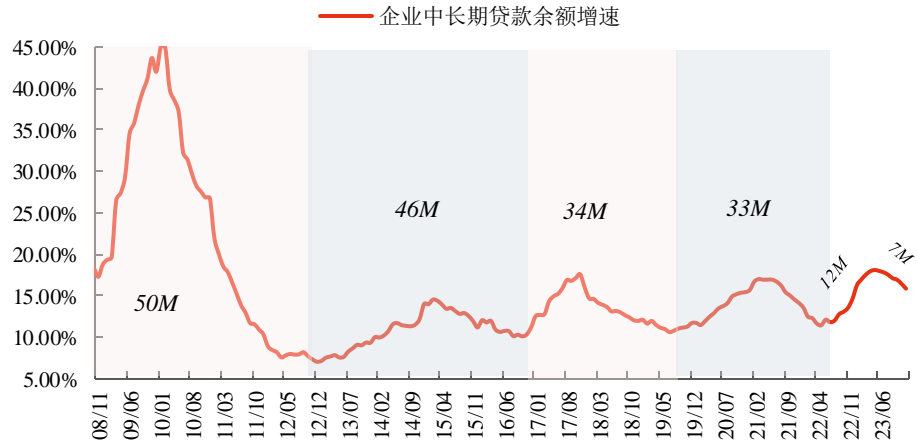


资料来源：国投证券研究中心，Wind

企业部门信贷仍处于回落周期。自 2023 年 6 月以来企业中长贷余额增速开始下行，如今已持续下行 8 个月至本月的 15.7%。如果我们把企业中长期贷款增速按照“从底部上行至顶部、而后回落”定义为一轮信贷扩张后收缩的周期，那么自 2008 年底以来，每一轮周期的时间长度分别约为 50 个月、46 个月、34 个月、33 个月。本轮企业中长期贷款增速从 2022 年 6 月开始上行，上行 12 个月后于 2023 年 5 月到达顶点开始回落，如今已连续回落 7 个月；本轮

企业中长贷周期合计走过 19 个月。从历次周期的时间长度来看，本轮企业中长贷增速在后续半年内延续回落的概率较大。

图7. 本轮企业信贷周期已走过 19 个月



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

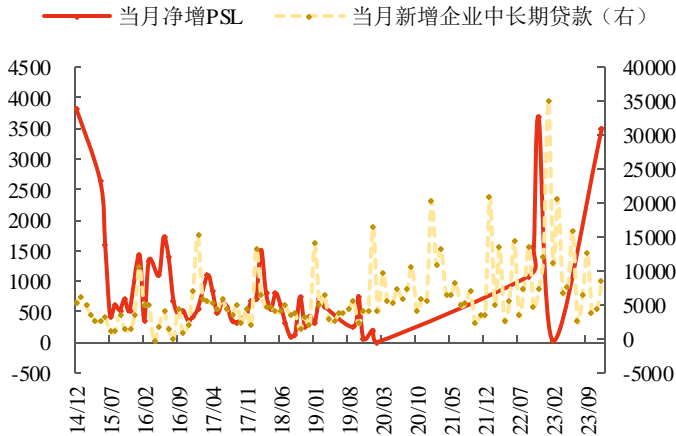
短期的边际变化在于，PSL 重启是否会扰动信贷周期？2023 年 11 月 8 日央行行长潘功胜提到“为保障性住房等‘三大工程’建设提供中长期低成本资金支持”，12 月 12 日中央经济会议指出“加快推进保障性住房建设、‘平急两用’公共基础设施建设、城中村改造等‘三大工程’”。而后 2024 年 1 月初央行公告显示，12 月净增补充抵押贷款（PSL）3500 亿。

PSL 发放机制为“先贷后借”。抵押补充贷款（PSL）创设于 2014 年，主要服务于棚户区改造、地下管廊建设、重大水利工程、“走出去”等重点领域，旨在为支持国民经济的重点薄弱领域定向提供低成本、长期限的大额融资。按照央行 2023 年 9 月对结构性货币政策工具的介绍，PSL 的开展方式为开发银行、农发行和进出口银行先对属于支持的领域发放贷款，而后向人民银行进行申报，人行再按照贷款本金的 100%予以资金支持。

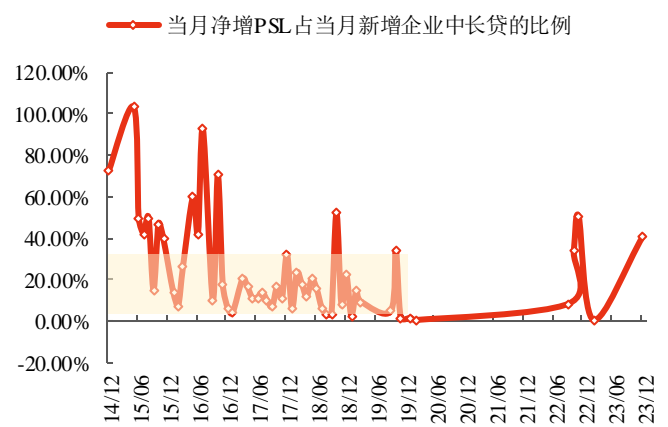
央行开展 PSL 这一操作，确实支持了政策行向特定领域投放贷款，带来了一定信贷增量。这或许也是为何单月净增 PSL 时而和当月新增企业中长期贷款走势相同的原因，PSL 增量本就是新增信贷的“一部分”。但 PSL 单月净增量占当月新增企业中长贷的比例多在 20%附近，对企业中长贷的“托举”程度有限。

图8. 单月净增 PSL 有时和新增企业中长贷走势一致(亿)

图9. 单月净增 PSL 占新增企业中长贷的比例多在 20%



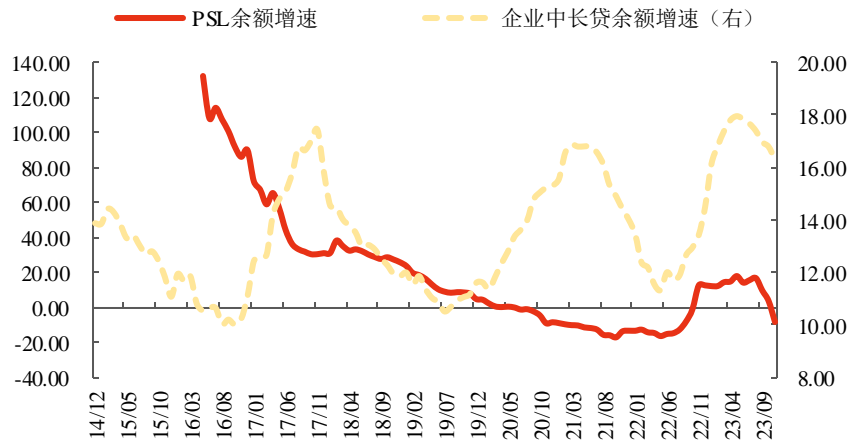
资料来源：国投证券研究中心，Wind



资料来源：国投证券研究中心，Wind

然而，新增的 PSL 只是“全额 1:1 补贴”政策性银行已经投放给特定领域的贷款，因此开展 PSL 操作本身是否撬动了额外的信贷还有待考察。从数据来看，历次 PSL 扩张并不总是伴随着企业中长期贷款余额的扩张。在历史上两轮 PSL 扩张期间，企业中长期贷款余额增速走势不一：2014 年至 2018 年 PSL 扩张期间，企业中长期贷款余额增速则是先下行、后上行、再下行；2022 年四季度 PSL 扩张期间，企业中长期贷款余额增速则同步上行。

图10. PSL 增速和企业中长期贷款增速并没有明显的相关性 (%)



资料来源：Wind，国投证券研究中心

因此，开展 PSL 操作本身只能说明央行对特定的领域进行了信贷支持，但此操作后续是否能带来更多信贷增量、或者撬动额外企业中长期贷，则取决于：①PSL 会否持续发放，若持续发放，则能贡献一部分新增信贷；②PSL 所支持的领域后续会否产生其他配套融资需求，从而撬动额外信贷。

综上，2023 年 12 月社融总体表现“平平”。新增规模方面，新增社融规模基本符合季节性、新增信贷规模则小幅优于季节性；同比多增规模方面，新增社融同比多增主要是由于政府债券大幅多增、新增信贷同比少增则是由于 2022 年同期企业中长期贷款规模较高。虽然本次企业中长期贷款也并未季节性回落，不过在高基数影响下，其余额增速依然延续前期的下行态势；从企业中长期贷款增速的周期时长来看，后续半年内延续下行概率较大。但需注意后续是否会继续开展 PSL 操作、以及 PSL 操作是否会对信贷有额外拉动作用。

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034