

2024年01月13日

## 信贷结构改善有限，宽货币可期

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**事件：**12月社会融资规模增量为1.94万亿元，前值2.45万亿元；新增人民币贷款1.17万亿元，同比少增2401亿元。

### ● 人民币信贷：总量同比少增，结构边际改善

12月信贷总量增加11700亿元，同比少增2401亿元。延续居民端小幅多增、企业少增特点，居民短贷增幅较大，票据融资占比下降，结构边际改善。

**居民中长贷增长仍弱、短贷同比多增。**12月居民贷款同比多增468亿元，其中居民中长贷在低基数下同比少增403亿元；居民短贷同比多增872亿元。居民贷款当前特点或反映居民短期现金需求较2022年同期有所回升，但购房和按揭贷款需求依旧低迷。**企业短贷+票据冲量现象边际放缓，但实体需求或尚未实质好转。**企业贷款新增8916亿元，同比少增3721亿元。由于2022年基数效应，企业中长贷同比少增3498亿元，但与2018-2022年均值相比，依然保持了较高规模增长。表内票据融资同比多增351亿元，12月票据转贴现利率总体先低后高，3M转贴现利率一度位于0附近，或反映12月信贷投放较弱，部分银行或仍有票据冲量需求。总体来看，12月人民币信贷并无较多亮点，居民中长期贷款景气度偏低，反映经济依旧呈现弱修复；但企业中长贷仍存韧性和居民短贷回升一定程度上稳住信贷，总量没有低于预期。

### ● 社融：国债发行推动社融总量同比多增

12月社融新增1.94万亿元，同比多增6169亿元，社融存量增速升至9.5%。政府债券为主要拉动项，企业债券、委托、信托贷款多增对冲表内信贷下降。2023年全年社融净增量为34万亿元。

**2023年增发国债已基本发行完毕，国债发行支撑12月社融高增。**12月，社融口径新增人民币贷款同比少增3351亿元。人民币信贷增量偏低的同时，化债或一定程度缩减存量。政府债券新增9279亿元，同比多增6470亿元。2023年12月政府债券主要由国债组成，当月国债净融资额达8476亿元，万亿增发国债从财政端支撑了社融增长。根据Wind数据，2023年国债净融资额共计41248亿元，而若假设计划内国债净融资额与中央赤字匹配，即约为31600亿元，则计划外国债约有9648亿元，我们判断万亿国债已基本发行结束。企业债券融资延续改善，12月企业债券融资同比少减2262亿元，2022年12月信用债取消发行和抛售压力较大，基数较低背景下本月读数回升明显。委托和信托贷款同比多增1170亿元，表外业务的收缩较2022年同期有所放缓。企业股票融资继续下滑；未贴现银行承兑汇票同比大幅减少，多减1315亿元。

### ● 信贷社融结构改善有限，宽货币可期

**M1增速与11月持平为1.3%、M2增速下降0.3个百分点至9.7%。**

**居民存款同比少增，或继续向理财转移；财政存款同比少减。**12月居民存款同比少增9123亿元。2023年居民存款少增量高于企业存款多增量，居民并未更多转向消费和投资，或指向存款向理财的“搬家”依然存在。企业存款同比多增2341亿元，企业存款虽同比读数多增，但不及2018-2022年均值，或反映企业经历冲击后营收修复仍缓慢。**M2增速下行或与信贷派生较弱有关。**一方面，基本面和实体融资需求未见显著拐点；另一方面，政策起效有一定时滞，万亿国债两批项目已下达，但资金使用到项目以及开始撬动配套信贷可能需等到2024年一季度。

**社融增速总量增长背后或仍揭示内需不足的问题，政策发力窗口渐进。**我们认为一季度降准降息概率有所增加。向后看，我们判断2024年货币总体稳中偏宽，因为稳增长或仍是经济工作重心，降准降息皆有空间。信用方面，预计2024年信贷投放节奏波动或降低。**重大基建项目和“三大工程”有望成为2024年稳增长的抓手，财政和准财政工具或将继续为信贷增长提供支持。**我们预计国债资金将于一二季度形成实物工作量；预计PSL将从一季度开始逐渐形成实物工作量；也可重点关注两会之后长期特别国债的发行情况。

### ● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

### 相关研究报告

《2024新特点新变化——对我国货币政策目标的再思考—宏观经济专题》

-2024.1.12

《通胀或已不是美联储降息的制约—美国12月CPI点评》-2024.1.12

《发挥好政府投资的带动放大效应—宏观周报》-2024.1.7

## 目 录

1、人民币信贷：总量同比少增，结构边际改善.....	3
2、社融：国债发行推动社融总量同比多增.....	4
3、信贷社融结构改善有限，宽货币可期.....	5
4、风险提示.....	6

## 图表目录

图 1： 12 月仅有居民短贷同比多增.....	3
图 2： 企业短贷+票据冲量现象有所减弱.....	3
图 3： 12 月票据利率仍在低位震荡.....	4
图 4： 12 月社融口径人民币信贷支撑减弱.....	5
图 5： 12 月剔除政府债券后社融增速降幅收窄.....	5
图 6： 2023 年 12 月居民存款同比大幅少增.....	6
图 7： 12 月 M1 增速持平，M2 增速放缓.....	6

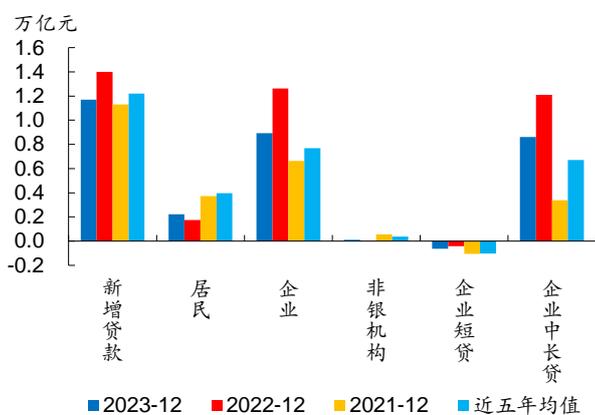
## 1、人民币信贷：总量同比少增，结构边际改善

12月信贷总量增加11700亿元，同比少增2401亿元。延续居民端小幅多增、企业少增特点，居民短贷增幅较大，票据融资占比下降，结构边际改善。

**居民中长贷增长仍弱、短贷同比多增。**12月居民贷款同比多增468亿元，其中居民中长贷在低基数下同比少增403亿元，或指向居民加杠杆意愿无显著改善；居民短贷同比多增872亿，延续了11月以来的回升趋势。居民贷款当前特点或反映居民短期现金需求较2022年同期有所回升，但购房和按揭贷款需求依旧低迷。

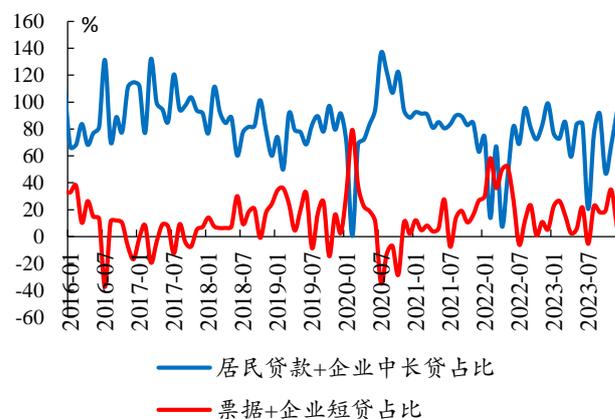
**企业短贷+票据冲量现象边际放缓，但实体需求或尚未实质好转。**企业贷款新增8916亿元，同比少增3721亿元。由于2022年基数效应，企业中长贷同比少增3498亿元，但与2018-2022年均值相比，依然保持了较高规模增长。企业短贷同比多减219亿元，或指向企业短期资金需求不高。表内票据融资同比多增351亿元，12月票据转贴现利率总体先低后高，3M转贴现利率一度位于0附近，月末波动上行，或反映12月信贷投放较弱，部分银行或仍有票据冲量需求。非银贷款同比多增105亿元。总体来看，12月人民币信贷并无较多亮点，居民中长期贷款景气度偏低，反映经济依旧呈现弱修复；但企业中长贷仍存韧性和居民短贷回升一定程度上稳住信贷，总量没有低于预期。

图1：12月仅有居民短贷同比多增

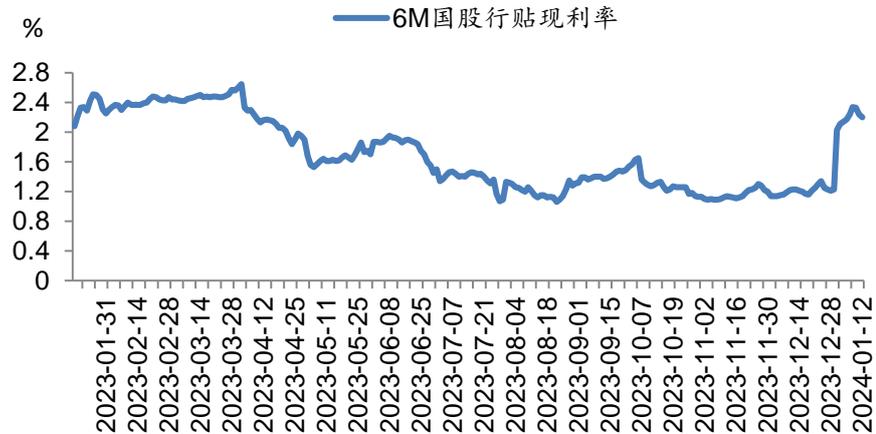


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：近五年均值为2018-2022年均值

图2：企业短贷+票据冲量现象有所减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

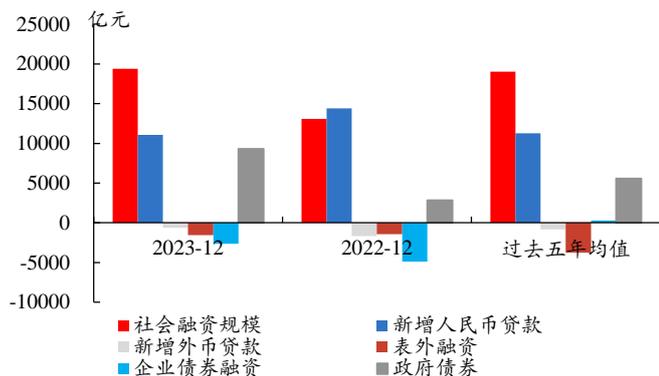
**图3：12月票据利率仍在低位震荡**


数据来源：Wind、开源证券研究所

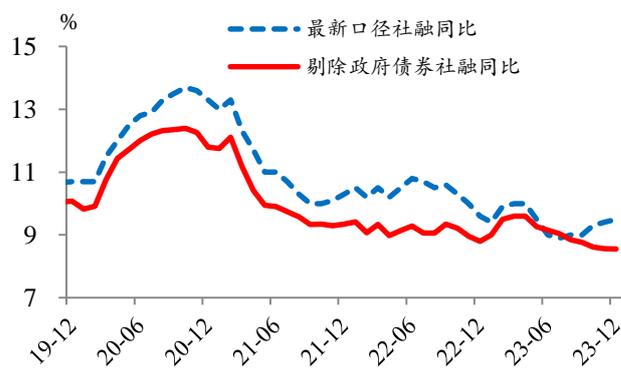
## 2、社融：国债发行推动社融总量同比大增

12月社融新增1.94万亿元，同比多增6169亿元，社融存量增速升至9.5%。政府债券为主要拉动项，企业债券、委托、信托贷款多增对冲表内信贷下降。2023年全年社融净增量为34万亿。

2023年增发国债已基本发行完毕，国债发行支撑12月社融高增。2023年12月，社融口径新增人民币贷款1.1万亿，同比少增3351亿元。人民币信贷增量偏低的同时，化债或一定程度缩减存量。政府债券新增9279亿元，同比多增6470亿元。2023年12月政府债券主要由国债组成，当月国债净融资额达8476亿元，万亿增发国债从财政端支撑了社融增长。根据Wind数据，2023年国债净融资额共计41248亿元，而若假设计划内国债净融资额与中央赤字匹配，即约为31600亿元，则计划外国债约有9648亿，我们判断万亿国债已基本发行结束。剔除政府债券后的社融增速为8.55%，环比下降0.1个百分点，降幅有所收窄（11月环比下降0.5个百分点）。企业债券融资延续改善，12月企业债券融资同比少减2262亿，2022年12月信用债取消发行和抛售压力较大，基数较低背景下本月读数回升明显。委托和信托贷款同比多增1170亿元，表外业务的收缩较2022年同期有所放缓。企业股票融资继续下滑，同比少增935亿元。未贴现银行承兑汇票同比大幅减少，多减1315亿元，一是企业开票需求较弱，二是银行贴现行为增加，与表内票据增长呈现相反趋势。

**图4：12月社融口径人民币信贷支撑减弱**


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：过去五年均值为2018-2022年年均值

**图5：12月剔除政府债券后社融增速降幅收窄**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、信贷社融结构改善有限，宽货币可期

**M1 增速与 11 月持平为 1.3%、M2 增速继续下行，下降 0.3 个百分点至 9.7%。社融-M2 剪刀差收敛至-0.2%，M1-M2 剪刀差小幅缩窄。**

**居民存款同比少增，或继续向理财转移；财政存款同比少减。**12月居民存款增加 19780 亿元，同比少增 9123 亿元。我们在 11 月点评中提到，近几个月居民存款少增但与历史均值水平接近，体现疫情波动后居民存款逐步回归正常化。2023 年居民存款少增量高于企业存款多增量，居民并未更多转向消费和投资，则存款向理财的“搬家”依然存在。企业存款增加 3165 亿元，同比多增 2341 亿元，企业存款的特点与居民相反，虽同比读数多增，但不及 2018-2022 同期均值。2018-2022 年 12 月，企业存款平均增加 1.1 万亿元，而 2023 年 12 月企业存款增速偏弱或反映企业经历冲击后营收修复仍缓慢。非银存款减少 5326 亿元，同比几乎持平，与季节性水平差异较小。财政存款同比少减 1636 亿元，财政支出强度依然不高，或指向年度财政支出保留一定空间的考量。

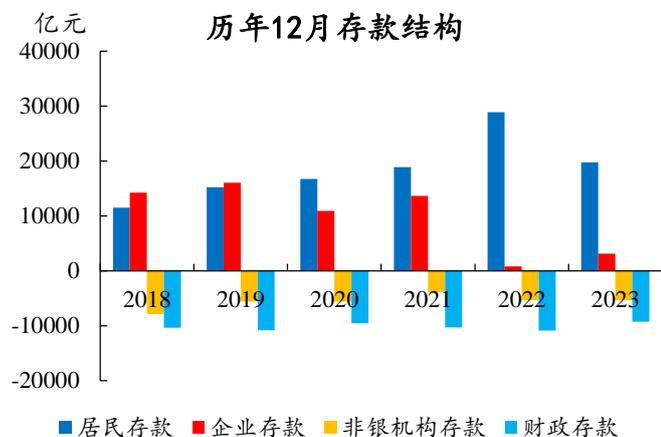
**12 月 M1 增速止住跌势，M2 同比延续下滑。**M2 增速下行或与信贷派生较弱有关。一方面，基本面和实体融资需求未见显著拐点；另一方面，政策起效有一定滞后，万亿国债两批项目已下达，但资金使用到项目以及撬动配套信贷可能需等到 2024 年一季度。

社融增速总量增长背后或仍揭示内需不足问题，政策发力窗口渐进。我们认为，一季度降准降息概率有所增加。向后看，我们判断 2024 年货币总体稳中偏宽，因为稳增长或仍是经济工作重心，降准降息皆有空间。信用方面，根据 2024 央行工作会议提出的“注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构，确保社会融资规模全年可持续较快增长”，我们判断人民币信贷投放节奏将适度平滑。

**重大基建项目和“三大工程”有望成为 2024 年稳增长的抓手，财政和准财政工具或将继续为信贷增长提供支持。**我们预计 2023 年增发的国债资金将于 2024 一-二季度形成实物工作量；央行显示 2023 年 12 月 PSL 发行 3500 亿元，预计将从一季度

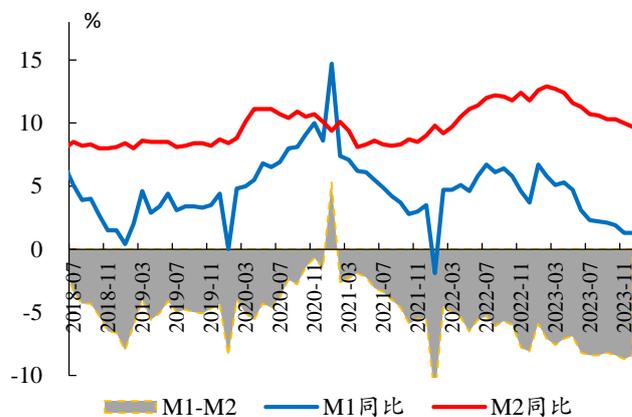
开始逐渐形成实物工作量；也可重点关注两会之后长期特别国债的发行情况。我们测算 2024 年全年人民币信贷增量或共约 26 万亿元；社融 2024 全年增速约为 9.6%。（预测详情参见《2024 新特点新变化——对我国货币政策目标的再思考》）

图6：2023 年 12 月居民存款同比大幅少增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：12 月 M1 增速持平，M2 增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn