

## 略显平淡的数据，期待后续发力

### ——12月社融数据点评

#### 摘要

- **社融存量增速回升，新增人民币贷款不及预期。**从社融存量看，2023年12月末，社融存量同比增长9.5%，较前值回升0.1个百分点。从社融增量看，12月社会融资规模增量为1.94万亿元，比2022年同期多增6342亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加1.105万亿元，同比少增3351亿元，不及市场预期。2024年，货币整体基调仍稳健，对于实体经济的支持力度仍大。
- **政府债券仍为直接融资主要拉动，表外融资占比回落。**从社融结构看，新增政府债券融资较多，但企业债券融资和未贴现银行承兑汇票拖累较多，直接融资占比较上月有所回落，12月新增直接融资占同期社会融资规模增量的36.92%，其中新增政府债券融资9279亿元，同比多增6470亿元。表外融资减少，占比也明显回落。
- **企业中长贷拖累明显，居民端短期贷款同比多增。**12月份人民币贷款增加1.17万亿元，同比少增2401亿元，企业贷款增加9474亿元，其中，短期贷款减少635亿元，同比多减219亿元，企业短贷同比多减与基数以及季节性原因都有关系；中长期贷款增加8612亿元，同比明显少增3498亿元，也为本月企业贷款的主要拖累；票据融资增加1497亿元，同比多增351亿元，后续在政策效果逐渐显现，生产持续复苏等促进下，新增企业贷款预计有所恢复。12月，住户贷款增加2221亿元，同比多增469亿元，其中居民短期贷款增加759亿元，同比多增872亿元，在元旦节等的提振下，居民消费有所回暖；中长期贷款增加1462亿元，同比少增403亿元，后续房地产政策效果有望逐渐显现，居民长期贷款预计将稳中向好。
- **剪刀差缩窄，存款同比少增。**12月，M2同比增长9.7%，增速较上月末回落0.3个百分点。12月人民币存款增加868亿元，同比少增6402亿元，其中住户存款同比少增9123亿元，居民存款同比少增较多主要与高基数及近期消费意愿有所回暖有关，非金融企业存款同比多增2341亿元，财政性存款减少9221亿元，非银行业金融机构存款减少5326亿元。M1与M2剪刀差较上月缩窄0.3个百分点。后续货币政策仍将坚持稳健取向，预计M2增速较为平稳。
- **风险提示：**国内需求不及预期，房地产市场较弱。

#### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

#### 相关研究

1. CPI、PPI小幅回升，预期仍待提振——12月通胀数据点评（2024-01-12）
2. 住房租赁推进政策加码，海外数据表现差异（2024-01-12）
3. PSL重启稳增长，联储纪要并不“鸽”（2024-01-05）
4. 又是一轮“虚幻的黎明”？——关于日本疫后物价上行持续性的探究（2024-01-04）
5. 制造业与建筑业景气分化——12月PMI数据点评（2024-01-02）
6. 辞旧迎新：国内重点部署，海外资产波动（2023-12-30）
7. 贷款不降存款降，地缘政治又生变数（2023-12-23）
8. 工业生产加快，经济仍在持续修复中（2023-12-16）
9. 地产政策继续优化，美联储放“鸽”（2023-12-15）
10. 居民贷款表现好转，政策提速或支持后续数据——11月社融数据点评（2023-12-14）

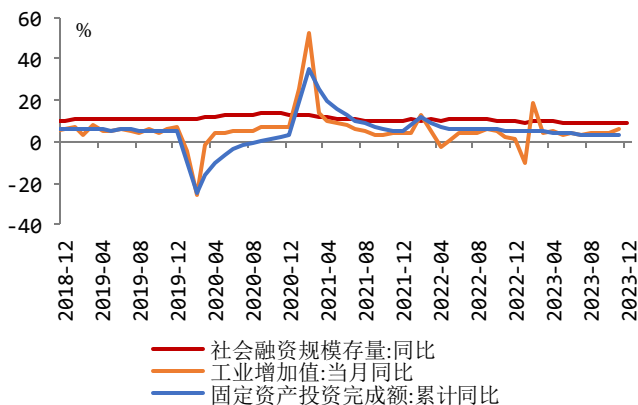
2023年12月，新增人民币贷款不及市场预期，直接融资占比较上月回落，其中政府债券融资仍是主要贡献项。贷款方面，企业部门短期和中长期贷款同比少增；居民部门短期贷款同比多增、中长期贷款同比少增，后续政策发力下信心有望回暖。

## 1 社融存量增速回升，新增人民币贷款不及预期

**新增人民币贷款同比少增，不及市场预期。**2023年末社会融资规模存量为378.09万亿元，同比增长9.5%，较前值回升0.1个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为235.48万亿元，同比增长10.4%，增速较前值回落0.3个百分点。从结构看，2023年末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.3%，同比高0.5个百分点，占比与前值持平；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比0.4%，同比低0.1个百分点。从社融增量看，2023年全年社会融资规模增量累计为35.59万亿元，比上年多3.41万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加22.22万亿元，同比多增1.18万亿元。12月单月，社会融资规模增量为1.94万亿元，比2022年同期多增6342亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.105万亿元，同比少增3351亿元，不及市场预期，环比11月少增70亿元，较2021年同期同比多增700亿元。

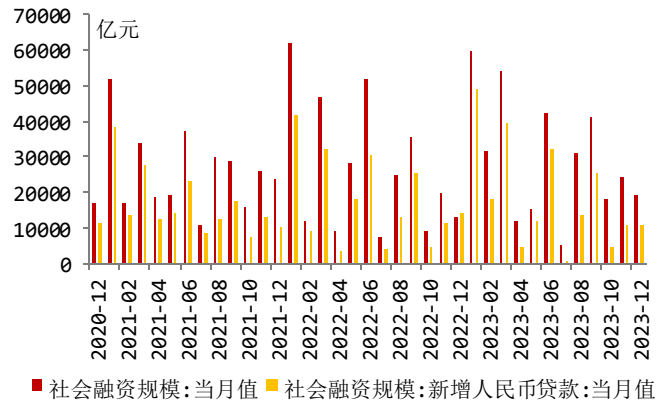
2024年1月9日消息，央行货币政策司长邹澜在接受采访时表示，总量方面，将综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑，同时，防止资金淤积，引导金融机构加强流动性风险管理，维护货币市场平稳运行。优化资金供给结构，要做到有增有减，增的方面，要进一步提升货币信贷政策引导效能，紧扣重大战略、重点领域和薄弱环节，重点做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，服务好高质量发展；减的方面，要通过债务重组、市场出清等多种方式，盘活被低效占用的金融资源。价格方面，继续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。2024年中国人民银行工作会议1月4日-5日在京召开，分析当前形势，部署2024年工作，继续强调稳健的货币政策灵活适度、精准有效。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。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。2024年，货币整体基调仍稳健，对于实体经济的支持力度仍大。

图 1：社融存量同比增速回升



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：12月新增社融同比多增



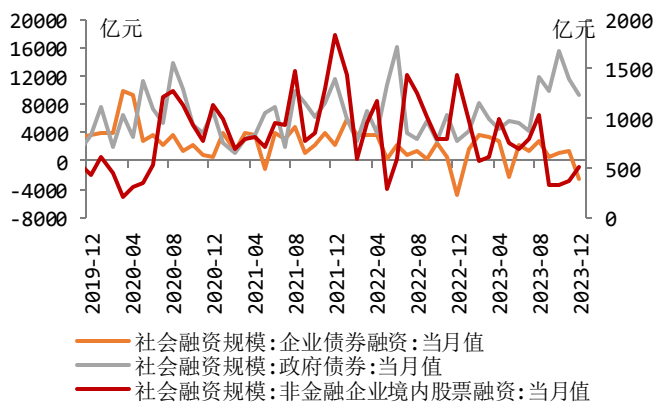
数据来源: wind、西南证券整理

## 2 政府债券仍为直接融资主要拉动，表外融资占比回落

从社融结构看，直接融资占比回落明显，其中政府债券仍是主要拉动项。2023年全年，企业债券净融资1.63万亿元，同比少4254亿元；政府债券净融资9.6万亿元，同比多2.48万亿元；非金融企业境内股票融资7931亿元，同比少3826亿元。单月看，2023年12月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为56.96%，较上月回升11.66个百分点；12月，特殊再融资债券、叠加特别国债发行，继续支撑新增政府债券融资较多，但企业债券融资和未贴现银行承兑汇票拖累较多，直接融资占比较上月有所回落，2023年12月新增直接融资7162亿元，同比多增7797亿元，环比少增6039亿元。12月新增直接融资占同期社会融资规模增量的36.92%，较11月回落16.86个百分点。从分项看，政府债券新增量较多，依然是直接融资的主要贡献项。12月新增政府债券融资9279亿元，同比多增6470亿元，环比11月少增2233亿元，较2021年同期少增2395亿元。据统计，2023年29地共发行用于偿还存量债务的再融资债券1.39万亿元。2023年特殊再融资债发行规模前三的地方为贵州、天津、云南，分别为2263亿元、1286亿元和1256亿元。此外，湖南、内蒙古额度也超千亿。此外，2023年地方债发行总计9.32万亿元，净融资规模5.66万亿元，双双创下历史新高。随着地方政府债券发行规模增加，2023年末地方政府债务余额超过40万亿元。**企业债券方面**，12月企业债券融资减少2625亿元，基数较低下同比少减2262亿元，环比多减3955亿元，较2021年同期少增4792亿元，后续在市场趋稳下，企业债券融资或向好。12月，非金融企业境内股票融资508亿元，同比少增429亿元，环比少增935亿元，较2021年同期少增1343亿元。

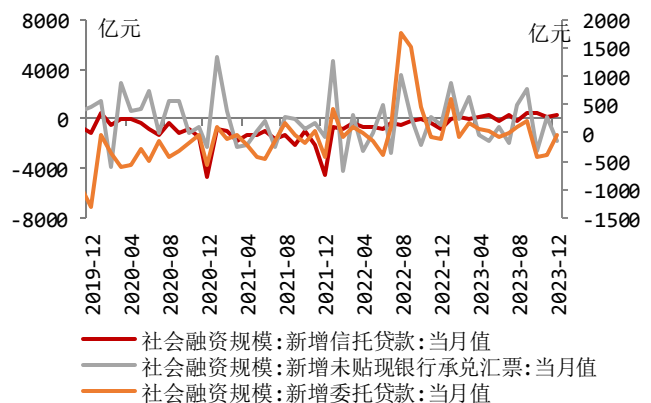
**表外融资减少，占比也明显回落。**2023年全年，委托贷款增加199亿元，同比少增3380亿元；信托贷款增加1576亿元，同比多增7579亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1784亿元，同比少减1627亿元；企业债券净融资1.63万亿元，同比少4254亿元；政府债券净融资9.6万亿元，同比多2.48万亿元；非金融企业境内股票融资7931亿元，同比少3826亿元。2023年12月，表外融资减少1564亿元，同比多减145亿元，环比多减1578亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为-8.1%，占比较上月回落8.1个百分点。12月未贴现银行承兑汇票减少1869亿元，同比多减1315亿元，环比多减2072亿元；委托贷款减少43亿元，同比少减58亿元，环比少减343亿元；信托贷款增加348亿元，同比多增1112亿元，环比多增151亿元。

图 3：12月直接融资各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：12月表外融资分项表现



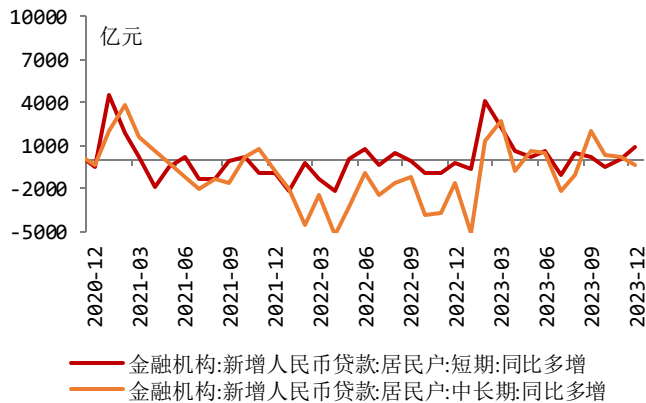
数据来源：wind、西南证券整理

### 3 企业中长贷拖累明显，居民端短期贷款同比多增

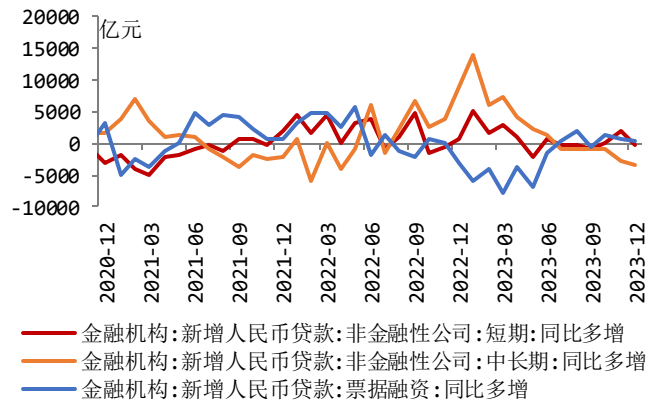
企业中长期贷款同比少增较多，短期贷款也同比少增，票据融资同比多增。2023 年全年，人民币贷款增加 22.75 万亿元，同比多增 1.31 万亿元，企（事）业单位贷款增加 17.91 万亿元，其中，短期贷款增加 3.92 万亿元，中长期贷款增加 13.57 万亿元，票据融资增加 3410 亿元；非银行业金融机构贷款增加 1928 亿元。2023 年 12 月份，人民币贷款增加 1.17 万亿元，同比少增 2401 亿元。分部门看，12 月，企（事）业单位贷款增加 9474 亿元，其中，短期贷款减少 635 亿元，同比多减 219 亿元，环比 11 月多减 2340 亿元，同比 2021 年同期少减 419 亿元，企业短贷同比多减与基数以及季节性原因都有关；中长期贷款增加 8612 亿元，同比明显少增 3498 亿元，也为本月企业贷款的主要拖累，环比 11 月多增 4152 亿元，同比 2021 年同期多增 5219 亿元；票据融资增加 1497 亿元，同比多增 351 亿元，环比 11 月少增 595 亿元，同比 2021 年同期少增 2590 亿元，票据融资仍在较高位置。2023 年 12 月制造业采购经理人指数较上月回落 0.4 个百分点至 49.0%，连续三个月位于收缩区间。从需求端看，12 月新订单指数为 48.7%，较 11 月下降 0.7 个百分点，季节性因素导致内需放缓，外需也呈走弱态势。企业调查显示，12 月反映市场需求不足的制造业企业比重为 60.8%，较上月上升 0.2 个百分点。从生产端看，在生产淡季因素影响下，12 月生产指数较 11 月回落 0.5 个百分点至 50.2%。从企业预期来看，12 月政府加快对明年工作的部署，企业对于后市的预期稳中有升。后续在政策效果逐渐显现，生产持续复苏等促进下，新增企业贷款预计有所恢复。

居民端中长期贷款同少增，居民短期贷款同比多增。2023 年全年，住户贷款增加 4.33 万亿元，其中，短期贷款增加 1.78 万亿元，中长期贷款增加 2.55 万亿元。12 月单月，住户贷款增加 2221 亿元，同比多增 469 亿元，有所好转。其中，短期贷款增加 759 亿元，同比多增 872 亿元，环比 11 月多增 165 亿元，在元旦节等的提振下，居民消费有所回暖；居民中长期贷款增加 1462 亿元，同比少增 403 亿元，环比 11 月少增 869 亿元，同比 2021 年同期少增 2096 亿元。2024 年 1 月，央行已批复总额 1000 亿元的住房租赁团体购房贷款，支持 8 个试点城市购买商品住房用作长租房，年化利率约为 3%，期限最长不超过 30 年。贷款渠道主要为国开行、中国银行等 7 个国有银行。2024 年 1 月 5 日，《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于金融支持住房租赁市场发展的意见》从加强住房租赁信贷产品和服务模式创新、拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道、加强和完善住房租赁金融管理等方面提出 17 条支持住房租赁市场发展的措施。“住房租赁团体购房贷款”是属于央行结构性货币政策工具，一方面有助于满足团体批量购买租赁住房的合理融资需求，另一方面也有助于推动商品房去库存。后续在房地产政策、消费政策的利好下，居民贷款或表现稳中向好。



**图 5：居民部门中长期贷款同比少增**


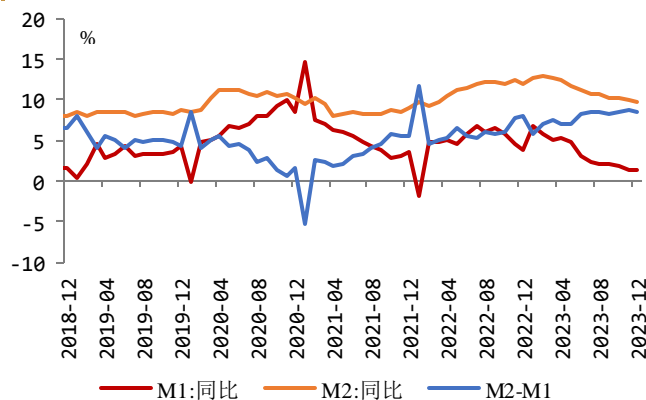
数据来源: wind、西南证券整理

**图 6：企（事）业单位短期贷款同比少增**


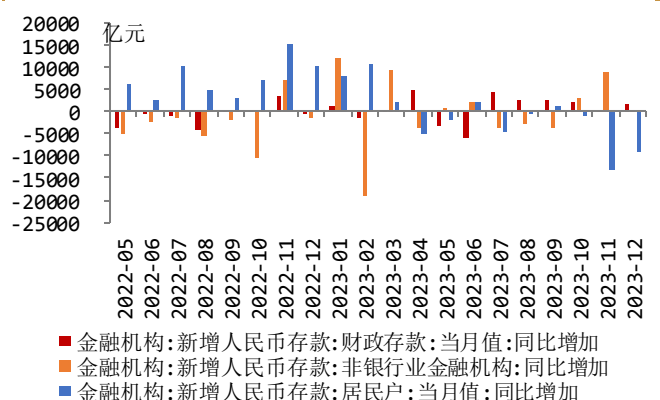
数据来源: wind、西南证券整理

## 4 剪刀差缩窄，存款同比少增

**M2 同比回落，财政存款减少。**12月末，广义货币（M2）余额 292.27 万亿元，同比增长 9.7%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 2.1 个百分点。12 月末，本外币存款余额 289.91 万亿元，同比增长 9.6%，增速较 11 月回落 0.2 个百分点。人民币存款余额 284.26 万亿元，同比增长 10%。2023 年全年人民币存款增加 25.74 万亿元，同比少增 5101 亿元。其中，住户存款增加 16.67 万亿元，非金融企业存款增加 4.22 万亿元，财政性存款增加 7924 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.64 万亿元。12 月份，人民币存款增加 868 亿元，同比少增 6402 亿元。其中，住户存款增加 19780 亿元，同比少增 9123 亿元，居民存款同比少增较多主要与高基数及近期消费意愿有所回暖有关；非金融企业存款增加 3165 亿元，同比多增 2341 亿元；财政性存款减少 9221 亿元，同比少减 1636 亿元；非银行业金融机构存款减少 5326 亿元，同比少减 2 亿元。狭义货币（M1）余额 68.05 万亿元，同比增长 1.3%，增速分别与上月末持平，比 2022 年同期低 2.4 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 8.4 个百分点，较上月缩窄 0.3 个百分点。后续货币政策仍将坚持稳健取向，预计 M2 增速较为平稳。

**图 7：12 月 M2 增速回落**


数据来源: wind、西南证券整理

**图 8：12 月财政存款减少**


数据来源: wind、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---