

2023年12月金融数据解读

“开门红”能否再现

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号

S1060522080003

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- **新增社融仍以政府债为主要带动。**2023年12月新增社融同比多增，社融存量的同比增速提升0.1个百分点至9.5%。主要分项中：**1）政府债净融资**是最重要支撑，拉动社融同比增速较上月提升0.18个百分点；**2）**作为主体部分的**人民币信贷**弱于去年同期，对新增社融的拖累超过0.1个百分点；**3）企业直接融资**有小幅带动，主要受去年同期企业债券发行低迷的低基数推升；**4）表外融资**延续此前趋势，对新增社融的影响相对有限。
- **企业中长贷需求走弱。**2023年12月新增人民币贷款同比少增2000多亿元；贷款存量同比增速回落0.2个百分点至10.6%。其中，**企业中长期贷款是拖累**，基本能够解释人民币贷款增速的回落。原因有二：一方面，增发国债项目尚未“接续”，基建中长期贷款需求不强。据Mysteel不完全统计，2023年12月，全国重大项目开工投资额同比增速仅-34%。另一方面，制造业贷款需求继续走弱。制造业PMI数据与相关贷款需求指数基本同步，2023年12月仅49，连续3个月回落，位于荣枯线之下。
- **货币供应和存款方面：1）企业部门活力依显不足。**2023年12月，M1同比增速持平于1.3%，仍处1996年有月度统计以来的低位（剔除受春节影响较大的1月数据）。一方面，企业部门经营承压，现金流入不足。2023年12月企业新增存款约3165亿元，是2009年以来同期的次低点。另一方面，企业定期存款维持增势，但活期存款持续压降。在经济复苏斜率相对有限的当下，企业部门更多追求确定性收益，加剧企业活期存款的颓势。**2）M2同比增速回落。**2023年12月，M2同比增速较上月回落0.3个百分点，同期人民币贷款增速回落0.2个百分点，信用扩张放缓存在拖累。
- **2023年社融信贷呈现以下特征：一是，政府债融资**上半年偏弱，下半年持续推升社融，对全年社融同比增量的贡献接近7成。二是，**表内贷款**前4个月偏强，而后震荡回落，对全年社融同比增量的贡献约45%。分项中，企业中长期贷款带动总体较强，但下半年逐步回落；居民中长期贷款略弱于去年同期，与房地产销售形势相匹配；居民短期贷款基数偏低，企业短期贷款在高基数下稳步扩张，二者亦贡献相对增量。此外，表内票据融资同比大幅缩量，得益于信贷融资需求的相对稳定，银行票据贴现冲量诉求减弱，还受到票据新规实施的影响。三是，**表外融资**维持增量，但未抵消**企业直接融资**的回落。从社融增量结构的变化可以看出，2023年中国经济的复苏动能在一季度偏强，二季度明显回落，三四季度企业融资虽有走弱，但政府部门“加杠杆”托底力度加大，经济复苏势头保持相对稳定。**展望2024年**，考虑到房地产行业趋势性恢复仍需时日，出口恢复的节奏和斜率存在一定不确定性，经济增长动能的提振仍有赖于政府债融资“续力”。具体到**2024年一季度**，考虑到信贷投放平滑的窗口指导、地方政府债提前批筹备节奏略弱于2023年同期，社融增速可能面临一定回落压力。

一、年末社融平稳收官

新增社融仍以政府债为主要带动。2023年12月新增社融规模1.94万亿元，同比多增6000多亿元，系历史同期第三高位（弱于19及21年同期）。社融存量的同比增速提升0.1个百分点至9.5%。主要分项中，政府债净融资是最重要支撑，拉动社融同比增速较上月提升0.18个百分点；作为主体部分的人民币信贷弱于去年同期，对新增社融的拖累超过0.1个百分点；非金融企业直接融资有小幅带动，主要受去年同期企业债券发行低迷的低基数推升；企业表外融资延续此前趋势，对新增社融的影响相对有限。

图表1 2023年12月新增社融同比增量



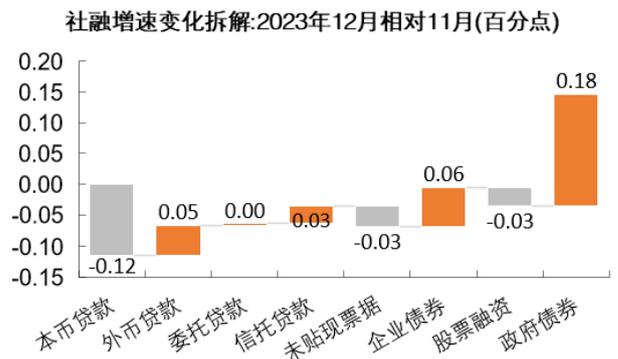
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 2023年12月社融增速提升, 贷款增速回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2023年12月新增社融主要受政府债融资支撑



资料来源: wind, 平安证券研究所

二、企业中长贷需求走弱

2023年12月新增人民币贷款1.17万亿元，同比少增2000多亿元；贷款存量同比增速回落0.2个百分点至10.6%。各分项中，企业中长期贷款是主要拖累，对人民币贷款增速的拖累约0.2个百分点；居民贷款增速稳定，短期贷款表现略强于中长期；企业短期贷款和票据融资的合计增速基本持平于上月。2023年12月企业中长期贷款的回落主要受两方面因素影响：

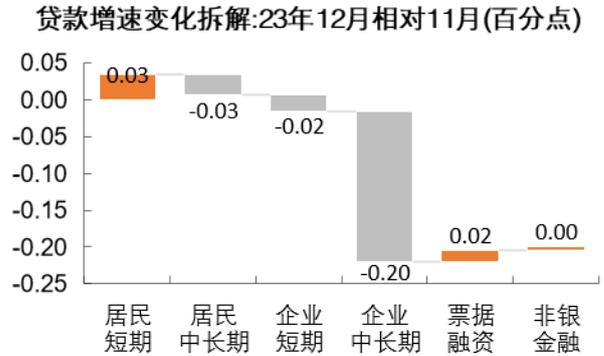
一方面，增发国债项目尚未“接续”，基建中长期贷款需求不强。据 Mysteel 不完全统计，2023 年 12 月，全国重大项目开工投资额约 17951.34 亿元，同比增速约为-34%。另一方面，制造业贷款需求继续走弱。制造业 PMI 数据与相关贷款需求指数基本同步，2023 年 12 月仅 49，连续 3 个月回落，位于荣枯线之下。

图表4 2023 年 12 月企业中长期贷款同比少增



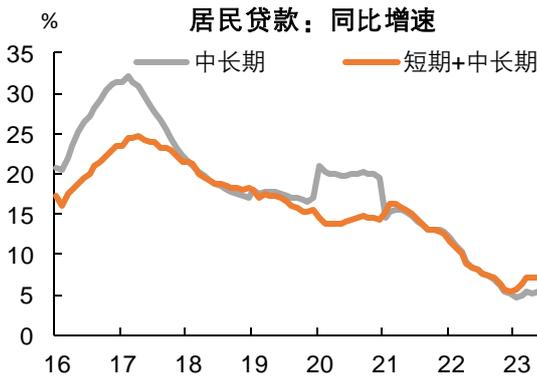
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 2023 年 10 月人民币贷款增速变化拆解



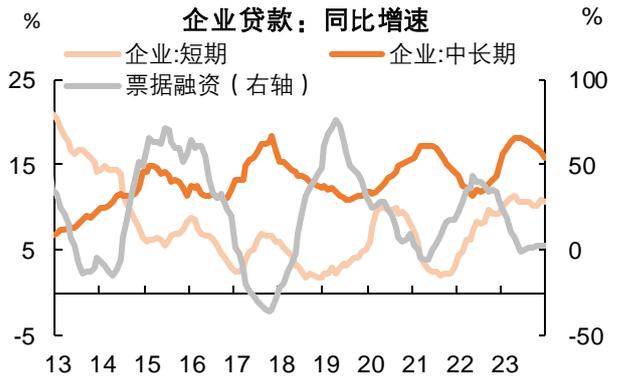
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 2023 年 12 月居民贷款增速基本稳定



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 2023 年 12 月企业中长期贷款同比增速回落



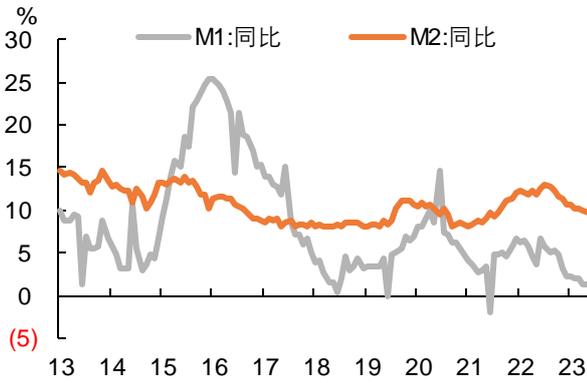
资料来源:wind, 平安证券研究所

三、M1 增速持平于低位

M1 同比增速持平于历史低位，企业部门活力依显不足。2023 年 12 月，M1 同比增速持平于 1.3%，仍处 1996 年有月度统计以来的低位（剔除受春节影响较大的 1 月数据）。M1 同比增速的变化以企业活期存款为主导，其增速低迷受两方面原因影响。一方面，企业部门经营承压，现金流入不足。2023 年 12 月企业新增存款约 3165 亿元，是 2009 年以来同期的次低点（仅强于 2022 年同期新增 824 亿元的表现）。另一方面，企业部门信心不足，投资扩产意愿偏弱。从企业定期存款和活期存款的结构看（目前公布至 11 月份），近 12 个月企业活期存款规模合计减少超过 0.9 万亿元，而定期存款规模合计新增约 4.5 万亿元。在经济复苏斜率相对有限的当下，企业部门资金有限，且更多追求确定性收益，加剧了企业活期存款的颓势。

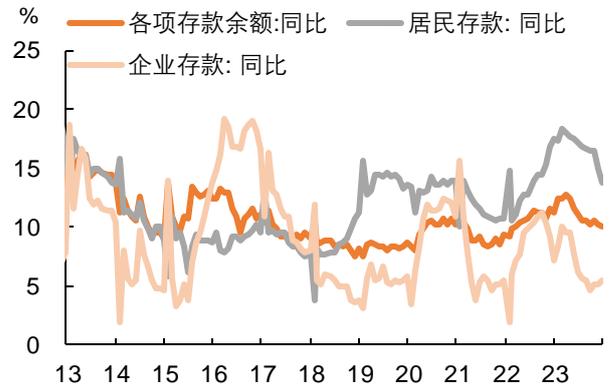
M2 同比增速回落，受信贷投放的拖累。2023 年 12 月，M2 同比增速为 9.7%，较上月回落 0.3 个百分点。同时，2023 年 12 月人民币贷款增速回落 0.2 个百分点，信用扩张速度放缓存在拖累。

图表8 2023年12月M1增速持平，M2增速回落



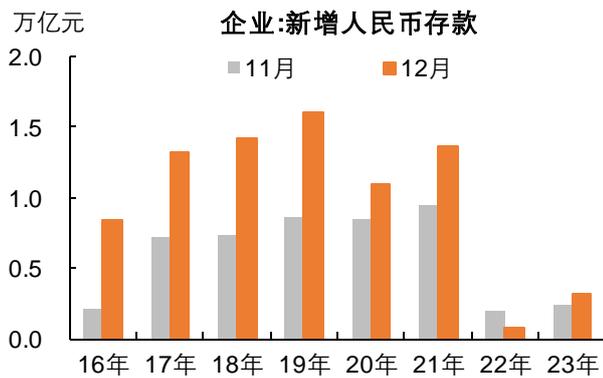
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2023年12月企业存款增速回升



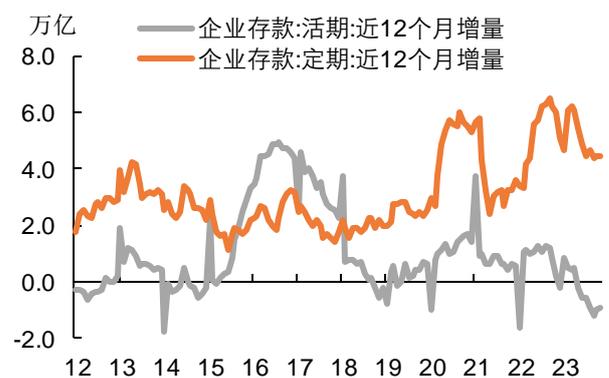
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2023年12月新增企业存款规模仅高于去年同期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 近12个月企业活期存款同比减少



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、稳信用仍需政府续力

回顾 2023 年全年，新增社融同比增量的变化呈现以下特征：

一是，政府债融资上半年偏弱，下半年持续推升社融。政府债融资在 2023 年上半年同比少增约 1.3 万亿元，主因地方政府债券剩余批次发行节奏弱于 2022 年。2023 年三季度地方政府专项债加速发行，四季度 1.3 万亿特殊再融资债券和 1 万亿增发国债落地，持续推升社融表现。2023 年全年，政府债融资累计同比多增近 2.5 万亿元，对社融同比增量的贡献近 7 成。

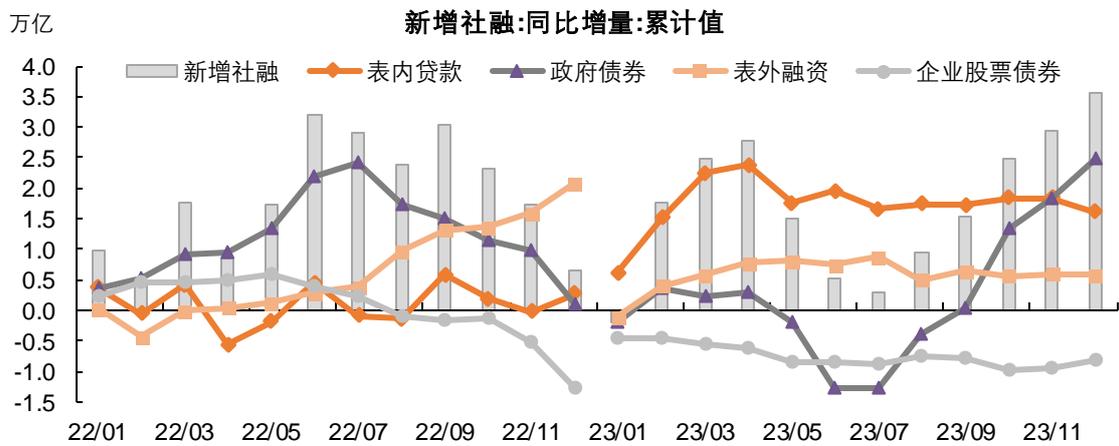
二是，表内贷款前 4 个月偏强，而后震荡回落。将表内人民币贷款与外币贷款结合起来看，表内贷款在 2023 年前 4 个月“开门红”期间表现亮眼，累计同比增量近 2.4 万亿元，而后震荡回落至 1.6 万亿元，全年对社融同比增量贡献率约 45%。拆分人民币贷款各分项。1) 企业中长期贷款带动较强，全年累计同比增量达到 2.5 万亿元，但其贡献在下半年不断走弱。2) 居民中长期贷款略弱于去年同期，全年同比少增约 2000 亿元，与房地产销售形势相匹配。3) 居民和企业的短期贷款也有贡献，2023 年合计同比多增 1.6 万亿元。其中，居民短期贷款基数偏低，同比多增约 7000 亿元，基本恢复至 2021 年水平。企业短期贷款在高基数下稳步扩张，同比多增近 9000 亿元。4) 票据融资方面，得益于信贷融资需求的相对稳定，银行票据贴现冲量诉求减弱，叠加 2023 年起票据新规实施的影响，全年表内票据融资同比少增 2.6 万亿元。

三是，表外融资维持增量，但未抵消企业直接融资的回落。表外委托贷款、信托贷款和未贴现票据三项融资在 2023 年累计同比增量达 5800 多亿元，节奏上前高后低，一定程度上受去年同期基数的影响。非金融企业的直接融资主要包括股票和债券融资，受城投债融资管控、企业内生融资需求不强的抑制，二者在 2023 年表现持续低迷，全年同比少增 8000 多亿元。

从社融增量结构的变化可以看出，2023 年中国经济的复苏动能在一季度偏强，二季度明显回落，三四季度企业融资虽有走弱，但政府部门“加杠杆”托底力度加大，经济复苏势头保持相对稳定。

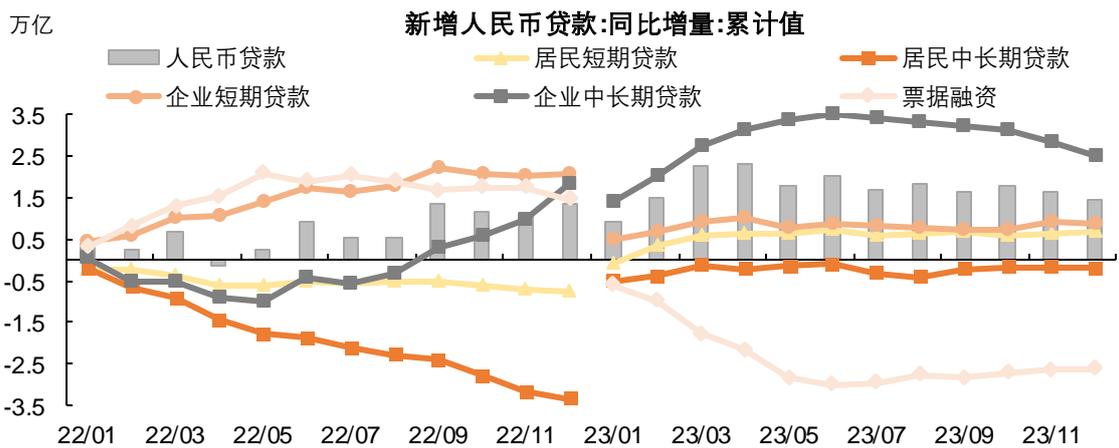
展望 2024 年，考虑到房地产行业趋势性恢复仍需时日，出口恢复的节奏和斜率存在一定不确定性，经济增长动能的提振仍有赖于政府债融资的“续力”。具体到 2024 年一季度，考虑到信贷投放平滑的窗口指导、地方政府债提前批筹备节奏略弱于 2023 年同期，社融增速可能面临一定回落压力。

图表 12 2023 年 12 月新增社融同比增量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 13 2023 年 12 月新增人民币贷款同比增量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层