

政府债券融资支撑社融 ——2023年12月金融数据点评

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：游勇

邮箱：youyong@zts.com.cn

相关报告

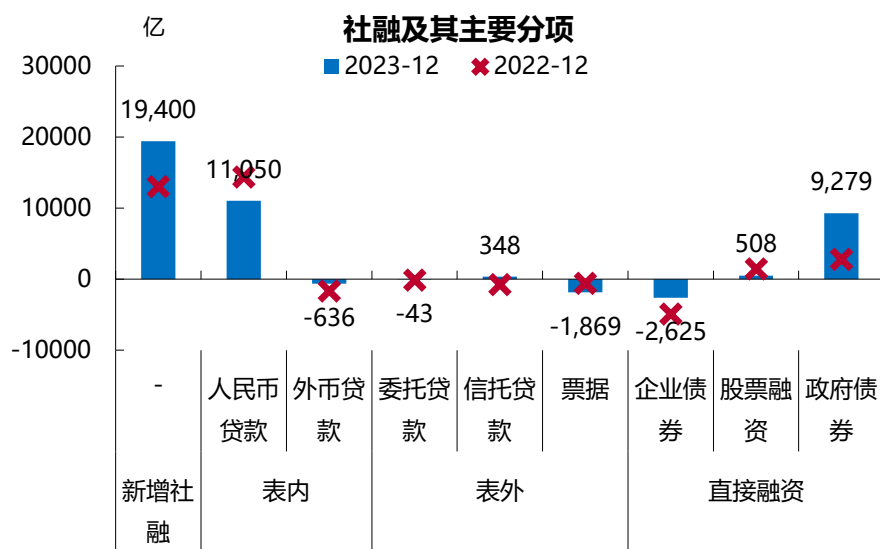
投资要点

- 2023年12月，中国新增社融和信贷分别为19400亿元和11700亿元，新增社融略低于Wind统计的市场预期值20578亿元，新增信贷基本符合市场预期（11729亿元）。我们认为本月金融数据有四点值得关注：
- **第一，新增社融方面，12月延续政府债券融资拉动的特征，政府债券融资对新增社融同比增量贡献率超过100%。**
- 12月新增社融19400亿元，其中新增表内融资、表外融资、直接融资分别为10414亿元、-1564亿元和7162亿元。对比2022年同期，新增社融同比多增6342亿元，其中表内融资、表外融资、直接融资分别同比少增2322亿元、多减145亿元、多增7797亿元。
- **表内融资中，新增政府债券融资同比大幅多增，企业债券融资改善。**12月新增直接融资7162亿元，其中新增政府债券融资9279亿元，新增股票融资508亿元，新增企业债券融资-2625亿元。和2022年同期相比，2023年12月政府债券融资同比多增6470亿元，企业债券融资同比少减2262亿元，股票融资同比少增935亿元。
- 政府债券融资同比持续多增，反映了2023年10月以来国债、地方债的发行放量。企业债券融资连续第2个月同比改善，但和11月因地产债券融资改善不同，12月企业债券融资改善可能与2022年非地产债券融资的低基数有关。根据中指研究院，2023年12月房地产行业信用债发行总额273.6亿元，同比下降33.3%。2022年底疫情扰动以及债市震荡也冲击了非房地产债券的发行，造成了2022年12月企业债券融资的低基数。
- **表外融资中，新增委托贷款同比少减，新增信托贷款同比多增，新增票据融资同比大幅多减。**12月新增委托贷款、信托贷款、票据融资分别为-43亿元、348亿元和-1869亿元，同比分别少减58亿元、多增1112亿元、多减1315亿元。
- **第二，信贷方面，2023年12月信贷同比大幅少增。中长贷拖累企业信贷同比大幅少增，居民部门信贷同比虽改善，却是近10年同期次低值。**
- 12月新增人民币贷款11700亿元，同比少增2300亿元。其中，新增企业贷款8916亿元，新增居民贷款2221元，新增非银贷款94亿元。
- 企业贷款同比少增3721亿元，主要是企业中长贷拖累，企业短贷与中长贷同比分别多减219亿元、少增3498亿元。12月企业中长贷同比大幅少增，主因2022年企业中长贷的历史同期最高值（12110亿元）的高基数，相比2019-2021年同期的平均值（4290亿元），2023年12月企业中长贷还是增加的。此外，可能也和存款利率持续下调后，存-贷款套利活动减少有关。
- 居民贷款同比多增468亿元，其中，居民中长贷同比少增403亿元，居民短贷同比多增872亿元。居民信贷的改善主要由基数效应贡献。2022年12月受疫情因素与地产低迷的影响，居民短贷与中长贷均为近10年同期最低值。2023年12月新增居民信贷虽然同比改善，但在过去10年同期中也仅高于2022年水平。尤其是居民中长贷仍同比少增，或表明稳地产政策有待进一步

发力。

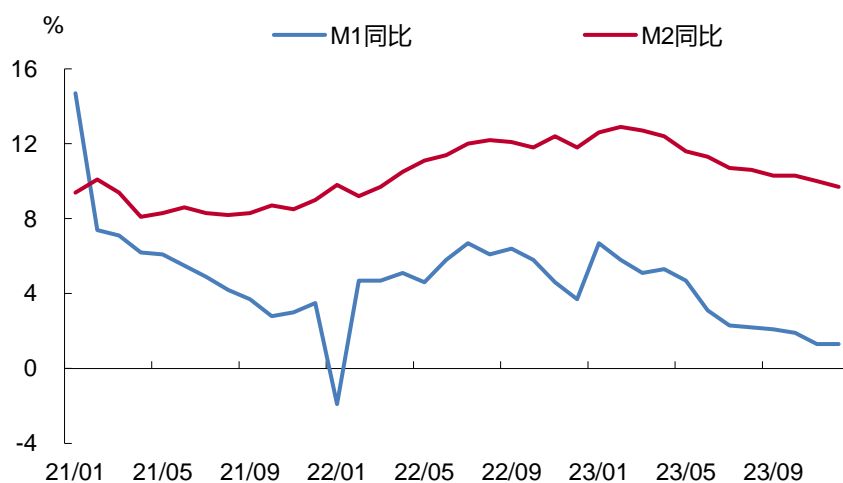
- **第三，存款方面，财政支出发力，新增财政存款同比小幅多增，企业存款同比大幅多增。**
- 12月新增人民币存款 868 亿元，同比少增 6374 亿元。其中，12月新增居民存款 19780 亿元，同比少增 9123 亿元；新增企业存款 3165 亿元，同比多增 2341 亿元；新增财政存款-9221 亿元，同比少减 1636 亿元；新增非银存款-5326 亿元，同比少减 2 亿元。
- 年底财政支出加快，12月新增财政存款季节性下降，企业存款增加。同比来看，在政府债券融资同比多增 6470 亿元的情况下，财政存款同比仅少减 1636 亿元，企业存款同比大幅增加 2341 亿元，可能表明 12月财政支出力度较大，加快了财政资金拨付。2023年12月新增居民存款同比大幅少增，2022年12月居民理财赎回的高基数所致，2023年12月新增居民存款高于2019-2021年平均水平（16958 亿元）。
- **第四，M2-M1 剪刀差收窄，但仍是 2023 年次低增速。**12月 M2 和 M1 同比分别为 9.7%和 1.3%。M2 增速回落 0.3 个百分点，M1 增速与 11月持平。剪刀差收窄主要由 M2 贡献，企业资金活化程度并没有提高，企业对未来的预期仍偏弱。
- 总的来说，12月金融数据延续政府债券融资支撑的特征，存款端也显现财政支出继续发力，但居民和企业融资需求仍然不强，有效需求不足仍然是经济面临的主要挑战，M1 的持续低迷也表明社会预期偏弱。
- 展望 2024 年，2023 年中央经济工作会议指出“保持流动性合理充裕，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”、“加强政策工具创新和协调配合”，在经济内生动能不足、通胀持续低迷的情况下，2024 年货币与财政政策将进一步发力。短期来说，有两点值得关注：一是 2024 年初信贷投放节奏，2023 年四季度货政例会要求“引导信贷合理增长、均衡投放”；二是 2023 年 12 月新一轮 PSL 落地，且可能持续投放，关注其对企业中长期信贷的撬动情况。
-
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

图表 1: 2022 年和 2023 年 12 月的社融及其主要分项



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 2023 年 12 月 M2-M1 剪刀差收窄



来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。