

社融多增、结构不佳，关注一季度信贷预期差

证券研究报告

2024年01月13日

2023年12月金融数据点评

摘要：

12月社融信贷的三点关注：

第一，社融同比多增，主要靠政府债券、企业债券、信托贷款做支撑，人民币贷款、表外票据和委托贷款形成拖累。

第二，人民币贷款同比少增，居民中长贷、企业贷款形成拖累，居民短贷、表内票据构成主要支撑。

第三，M1同比持平，库存周期回升仍需时间；M2增速下行主要源于2022年末存款回表。

社融虽然同比多增，但主要靠国债发行放量做支撑，结构并未显著改善，对债市并非利空，降息前后叠加资金面整体均衡，短期内债市继续看多。

后续需要重点关注：一是2023年三季度货政报告“统筹衔接好年末年初信贷工作”的诉求似乎并未实现，建议对应考虑一季度信贷政策力度；二是重启PSL、结合金监会2号文督促租赁住房贷款支持计划落地，后续结构性工具能否延续运用是关键，可能会造成预期差。

风险提示：货币政策不及预期、增量政策超预期、基本面超预期

作者

孙彬彬 分析师
SAC执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 分析师
SAC执业证书编号：S1110523110001
suixiuping@tfzq.com

马戎 联系人
marong@tfzq.com

近期报告

- 《固定收益：12月通胀数据点评-固定收益点评》2024-01-12
- 《固定收益：12月出口数据点评-固定收益点评（2024-01-12）》2024-01-12
- 《固定收益：市场关心哪些问题？——总量每周论势2024年第2期-天风总量联席解读（2024-01-10）》2024-01-10

内容目录

1. 2023 年 12 月社融信贷的三点关注	3
2. 社融同比多增，结构表现不佳	4
3. 信贷低于预期	4
4. M1 未见改善	5

图表目录

图 1：社融、M2 与信贷增速	3
图 2：社融同比多增、回归季节性水平	3
图 3：人民币贷款同比少增	3
图 4：2023 年政府债券节奏靠后、12 月净融资高于季节性	4
图 5：企业债券同比少减但仍大幅低于季节性	4
图 6：信托贷款同比多增	4
图 7：委托贷款未见放量	4
图 8：企业中长贷大幅同比少增	5
图 9：居民中长贷低于季节性	5
图 10：M1 同比与上月持平，未见改善	5
图 11：非银存款位于季节性上沿	5

1. 2023 年 12 月社融信贷的三点关注

第一，社融同比多增，主要靠政府债券、企业债券、信托贷款做支撑，人民币贷款、表外票据和委托贷款形成拖累。

第二，人民币贷款同比少增，居民中长贷、企业贷款形成拖累，居民短贷、表内票据构成主要支撑。

第三，M1 同比持平，库存周期回升仍需时间；M2 增速下行主要源于 2022 年末存款回表。

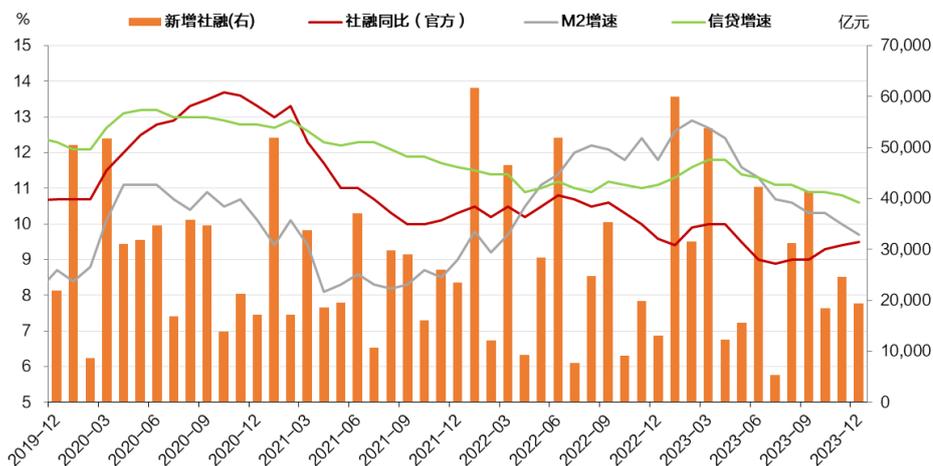
社融虽然同比多增，但主要靠国债发行放量做支撑，结构并未显著改善，对债市并非利空，降息前后叠加资金面整体均衡，短期内债市继续看多。

后续需要重点关注：

一是 2023 年三季度货政报告“统筹衔接好年末年初信贷工作”¹的诉求似乎并未实现，建议对应考虑一季度信贷政策力度；

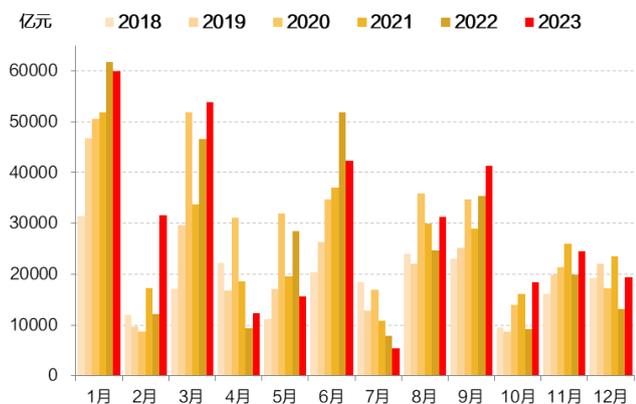
二是重启 PSL、结合金监会 2 号文督促租赁住房贷款支持计划²落地，后续结构性工具能否延续运用是关键，可能会造成预期差。

图 1：社融、M2 与信贷增速



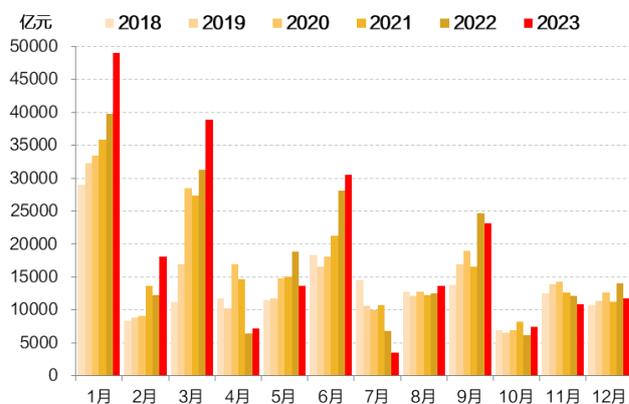
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：社融同比多增、回归季节性水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：人民币贷款同比少增



资料来源：Wind，天风证券研究所

¹ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4883187/5150339/2023112817393565251.pdf>
² https://www.gov.cn/govweb/zhengce/zhengceku/202401/content_6924672.htm

2. 社融同比多增，结构表现不佳

2023年12月社融19400亿元，同比多增6342亿元；社融同比增速9.50%，较上月上升0.1个百分点。

分项来看，人民币贷款增加11050亿元，同比少增3351亿元；

企业债券减少2625亿元，同比少减2262亿元；

政府债券增加9279亿元，同比多增6470亿元；

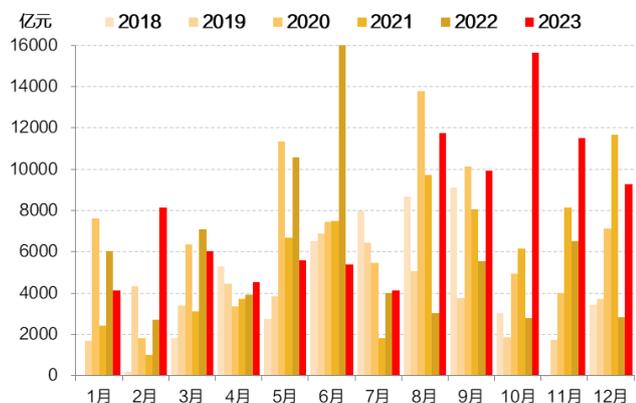
非标融资减少1564亿元，同比多减145亿元。

其中：委托贷款减少43亿元，同比少减58亿元；

信托贷款增加348亿元，同比多增1112亿元；

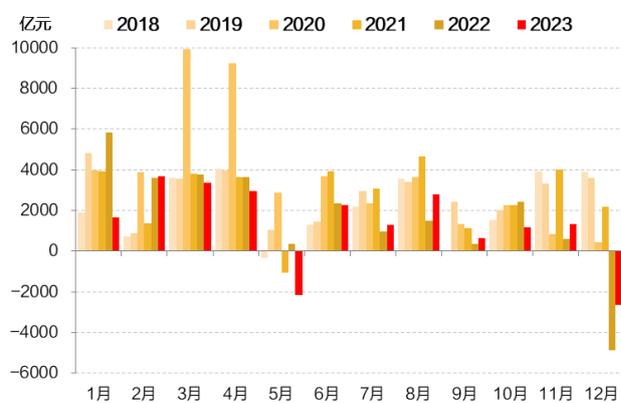
未贴现票据减少1869亿元，同比多减1315亿元。

图4：2023年政府债券节奏靠后、12月净融资高于季节性



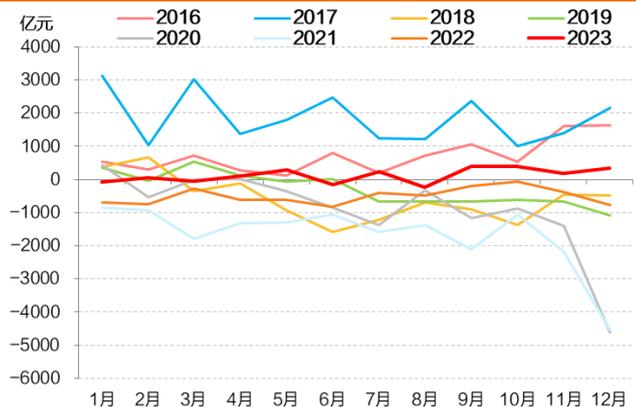
资料来源：Wind，天风证券研究所

图5：企业债券同比少减但仍大幅低于季节性



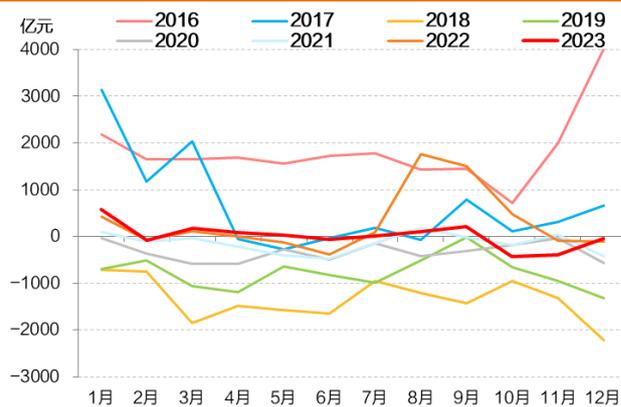
资料来源：Wind，天风证券研究所

图6：信托贷款同比多增



资料来源：Wind，天风证券研究所

图7：委托贷款未见放量



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 信贷低于预期

12月新增人民币贷款11700亿元，同比少增2300亿元；各项贷款余额同比增速10.60%，较上月下降0.2个百分点。

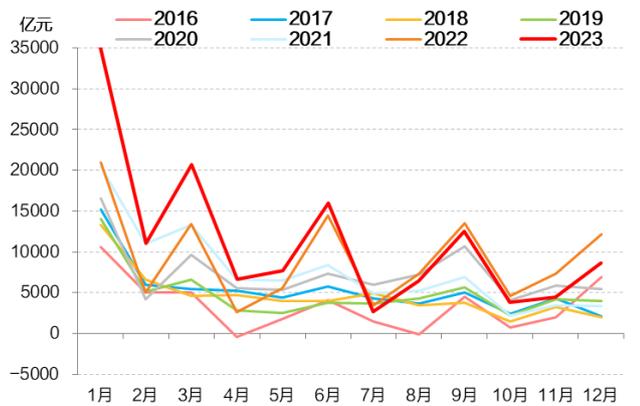
分贷款类别来看，居民短期贷款增加759亿元，同比多增872亿元；

居民中长期贷款增加1462亿元，同比少增403亿元；

企业短期贷款减少635亿元，同比多减219亿元；

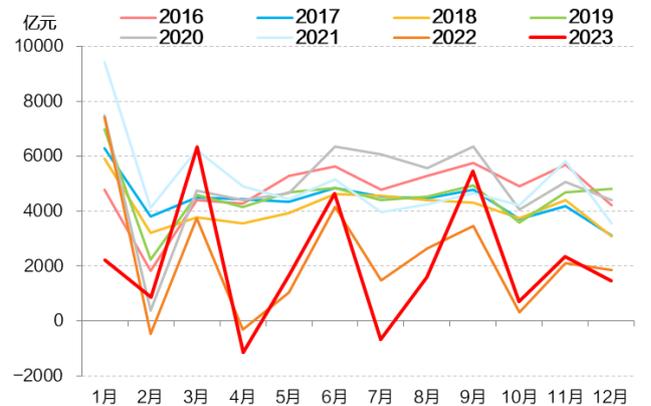
企业中长期贷款增加 8612 亿元，同比少增 3498 亿元；
 票据融资增加 1497 亿元，同比多增 351 亿元；
 非银贷款增加 94 亿元，同比多增 105 亿元。

图 8：企业中长贷大幅同比少增



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：居民中长贷低于季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. M1 未见改善

12 月 M2 同比增速 9.70%，较上月下降 0.3 个百分点。

12 月 M1 同比增速 1.30%，与上月持平。

各项存款同比增速 10.00%，较上月下降 0.2 个百分点。

12 月人民币存款增加 868 亿元，环比少增 24432 亿元，同比少增 6374 亿元。

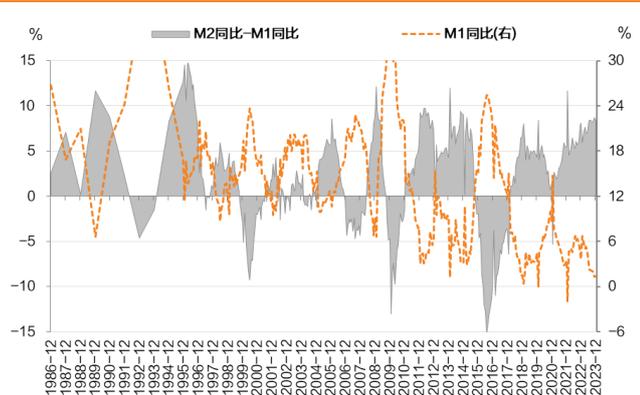
分存款类别来看，住户存款增加 19780 亿元，同比少增 9123 亿元；

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；

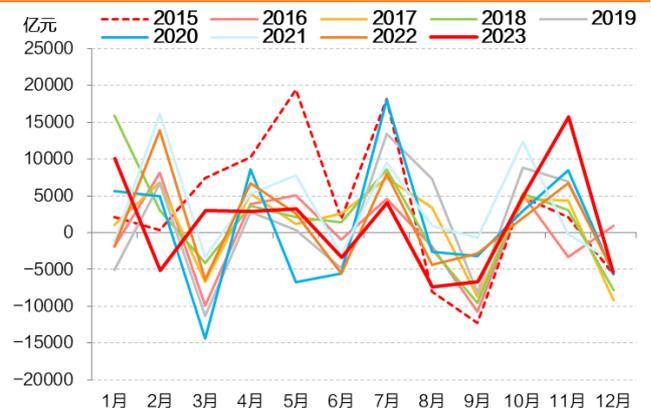
非银存款减少 5326 亿元，同比少减 2 亿元。

图 10：M1 同比与上月持平，未见改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：非银存款位于季节性上沿



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com