

# 社融总量略低于预期，结构延续分化

中信期货研究所 宏观与商品策略研究团队

张文 从业资格号：F3077272 投资咨询号：Z0018864  
研究员 屈涛 从业资格号：F3048194 投资咨询号：Z0015547  
刘道钰 从业资格号：F3061482 投资咨询号：Z0016422

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

**事件：**中国12月社会融资规模新增19400亿元，预期20600亿元；人民币贷款新增11700亿，预期11700亿；社会融资规模存量同比增长9.5%，预期9.6%，前值9.4%；M2同比增长9.7%，预期10.1%，前值10.0%。

**观点：**

**1、12月社融总量表现一般，低基数效应推高社融增速。结构上看，政府债券净融资增长较快，但企业债券净融资显著减少。**12月社会融资规模新增19400亿元，同比多增6336亿元，主要因为去年同期基数偏低，这也导致社融存量同比增速回升0.1个百分点至9.5%。12月新增社融比预期少增1200亿元，比过去5年同期的中位数水平仅多增89亿元（以下简称“较基准”），总体表现一般。分项来看，12月政府债券净融资新增9279亿元，较基准多增5541亿元，是拉动社融的主要因素。12月对实体经济发放的人民币贷款新增11050亿元，较基准多增280亿元，表现一般。12月企业债券净融资-2625亿元，较基准少增4792亿元。这反映企业融资需求偏弱，可能也与化债资金到位后地方政府提前偿还隐性债务有关。

**2、12月居民融资需求仍偏弱，企业中长期贷款增长较快。**12月住户贷款新增2221亿元，较基准少增2283亿元。其中，住户中长期贷款新增1462亿元，较基准少增2096亿元，表现仍偏弱。12月企(事)业单位贷款新增8916亿元，较基准多增2963亿元。其中，中长期贷款较基准多增4634亿元，而短期贷款与票据融资合计较基准少增1689亿元。12月央行投放PSL资金3500亿元，这对中长期贷款投放的拉动可能已经有所显现。

**3、12月M1同比增长缓慢，经济活力仍然不足；M2同比增速有所回落。**12月M1同比增长1.3%，仍处于较低水平；环比增长0.7%，显著低于过去10年的中位数水平2.0%，反映活期存款增长缓慢，经济活力相对不足。12月M2与人民币存款余额分别同比增长9.7%、10.0%，增速较上月分别回落0.3、0.2个百分点。

**4、12月银行间利率继续回落，资金面总体中性。**12月银行间同业拆借加权平均利率环比下降11BP至1.78%，大体持平于1.8%的7天期逆回购利率。

**5、展望：未来几个月社融增速可能缺乏继续上升动力，但万亿国债落地或将支持经济温和恢复。**万亿国债增发已经完成，未来几个月社融增速可能缺乏继续上升的动力。房地产仍处于去库存过程之中，房价表现依然低迷，预计未来几个月商品房销售仍然偏弱，居民融资需求也偏弱。万亿国债主要在2024年上半年落地生效，这有望支持国内经济进一步恢复；不过，偏弱的房地产可能限制经济恢复的力度。总体来看，国内经济处于波浪式恢复过程之中。

**风险提示：房地产显著下滑，货币政策大幅放松**

图1：新增社会融资规模当月值（亿元）

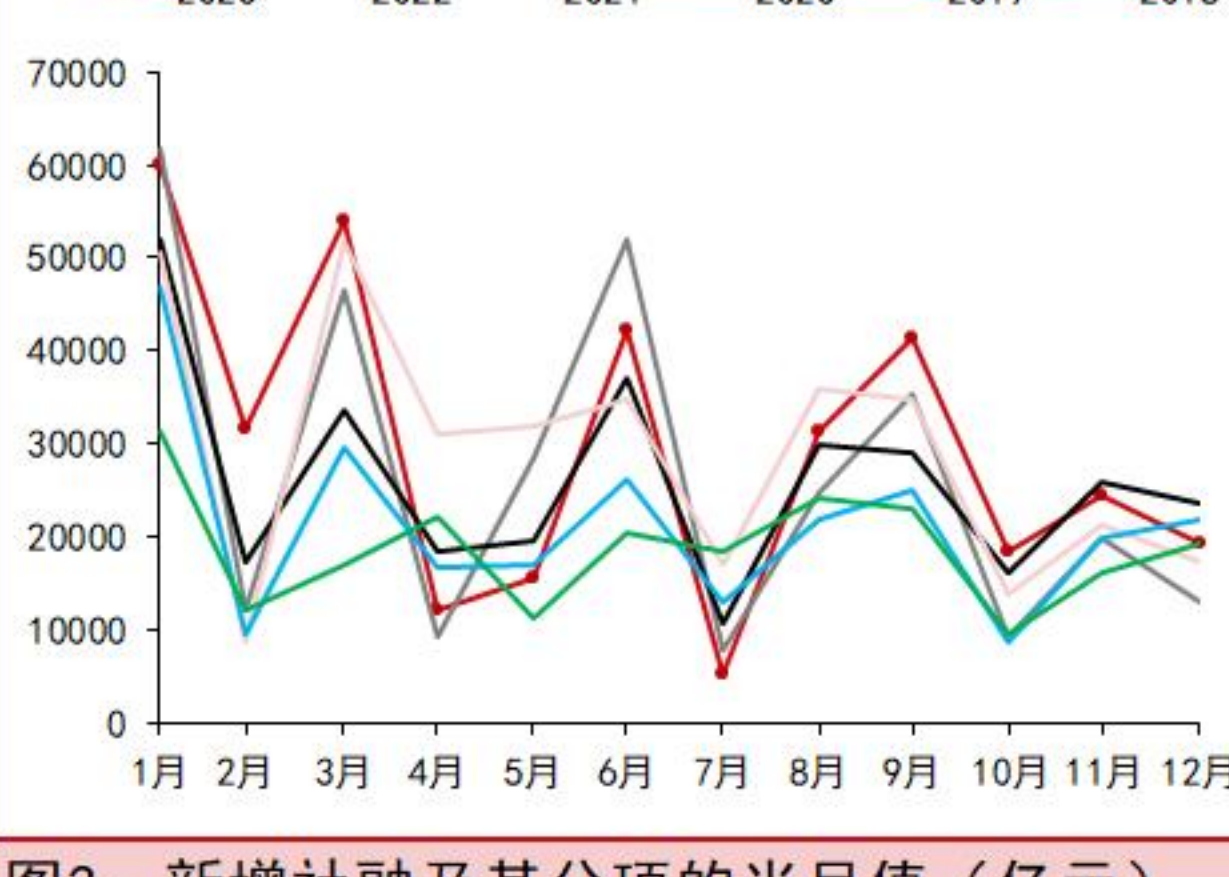


图2：社会融资规模存量同比增速（%）



图3：新增社融及其分项的当月值（亿元）



图4：新增社融及其分项当月值的同比变化



图5：新增社融及其分项较基准的变化（亿元）

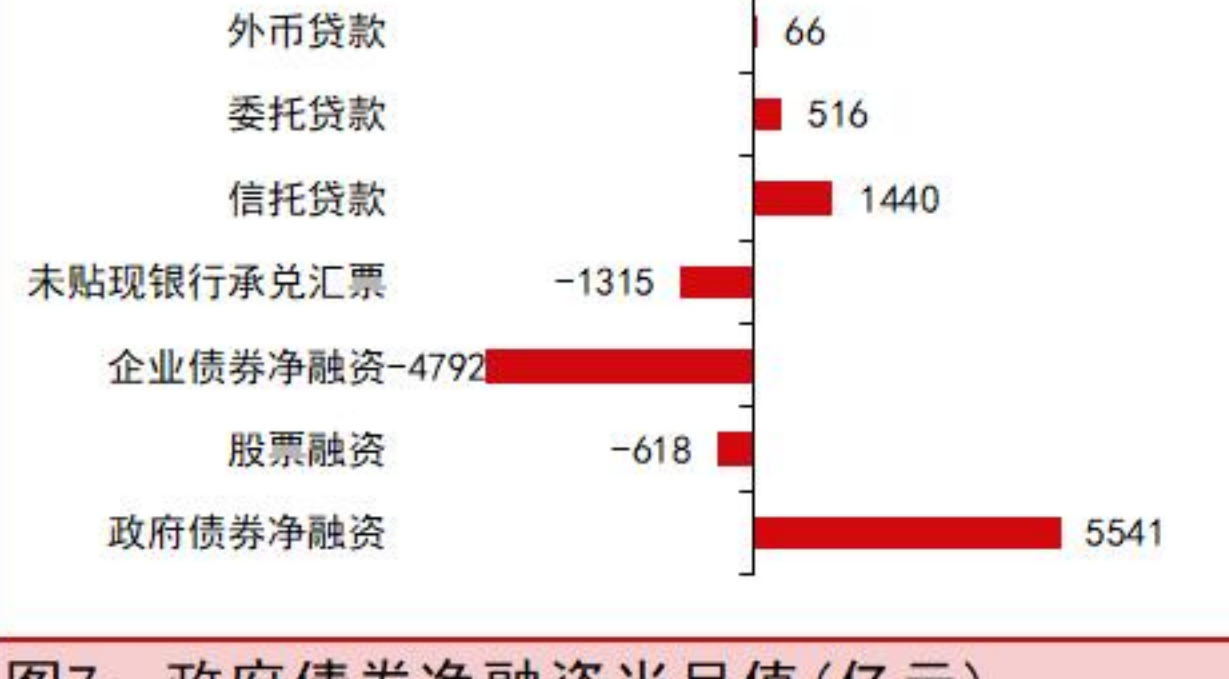


图6：新增人民币贷款当月值（亿元）

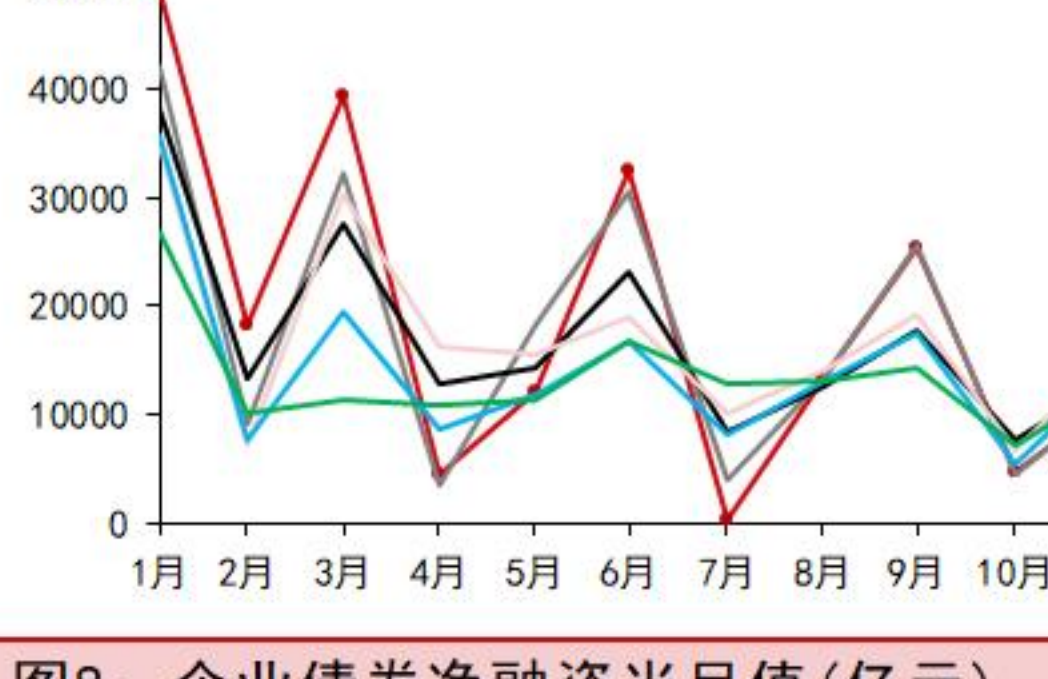


图7：政府债券净融资当月值（亿元）

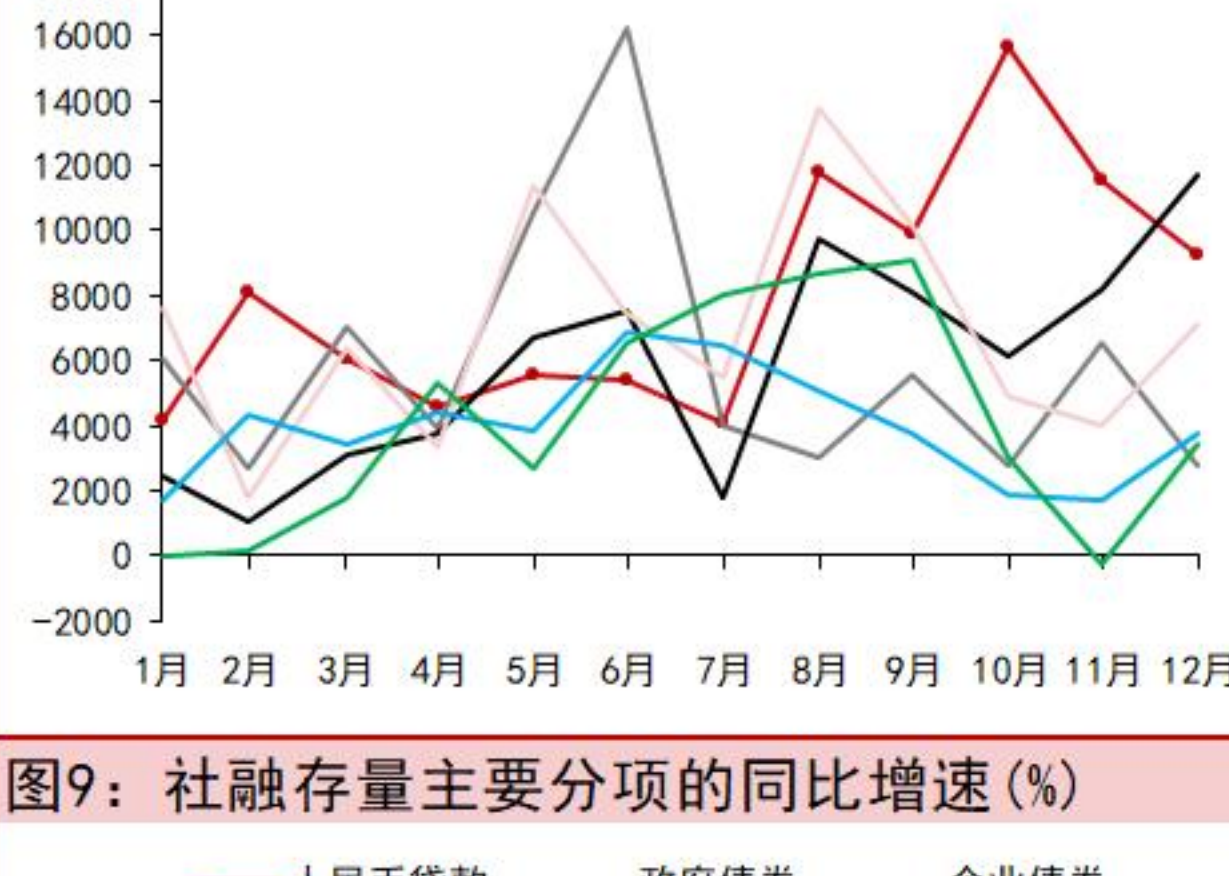


图8：企业债券净融资当月值（亿元）

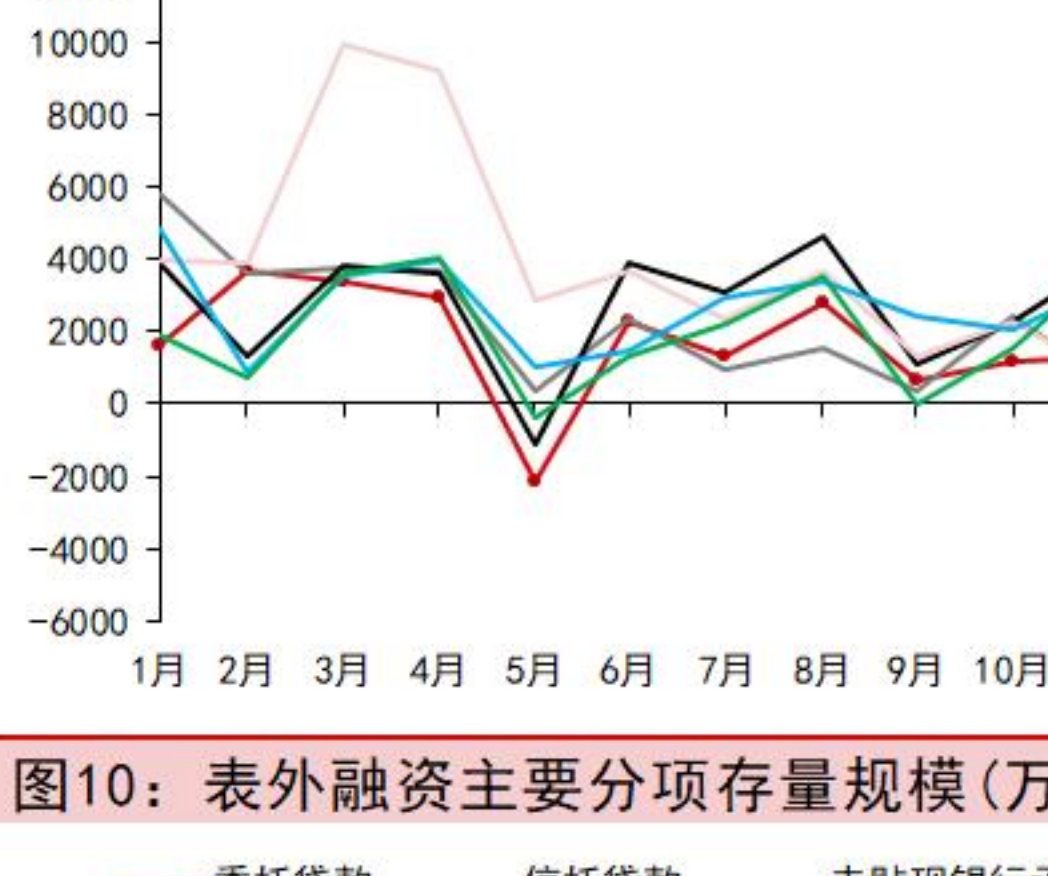


图9：社融存量主要分项的同比增速（%）

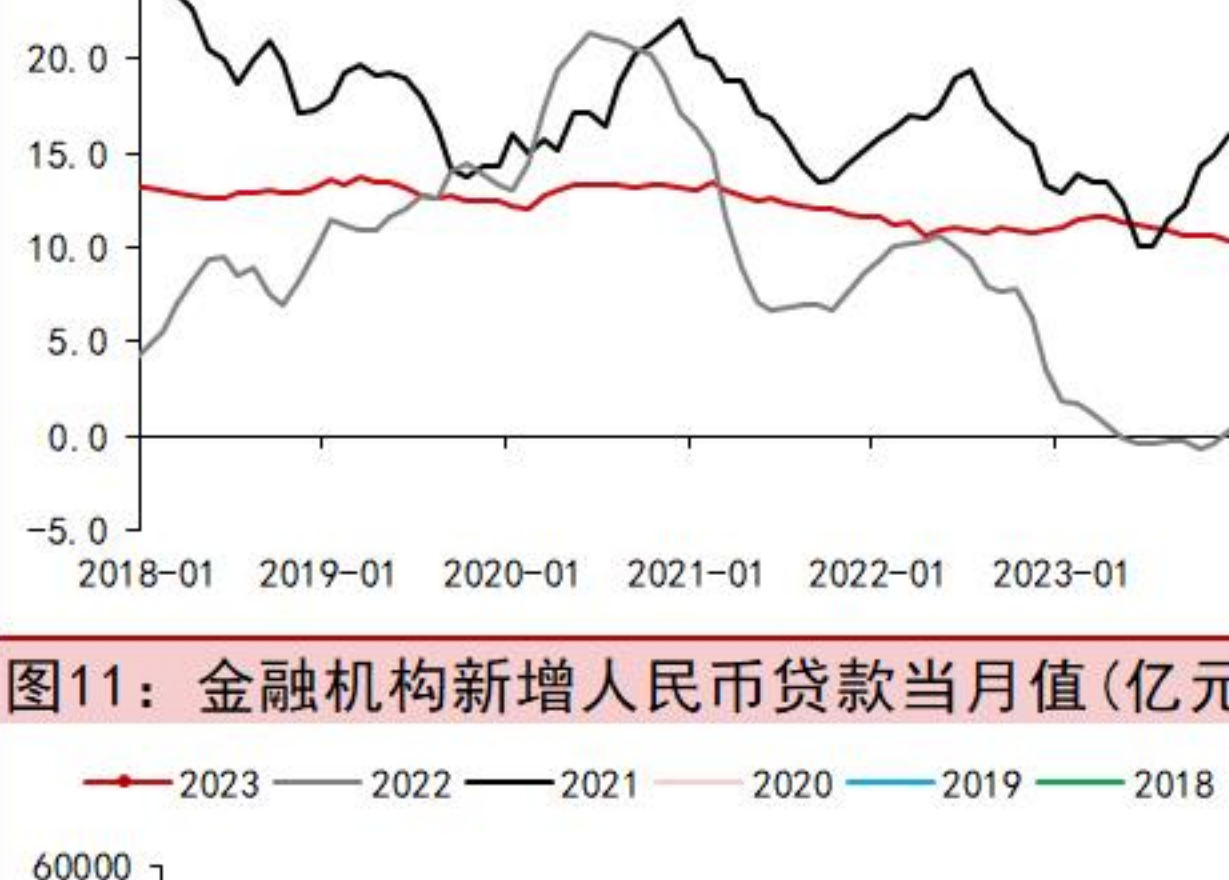


图10：表外融资主要分项存量规模（万亿元）

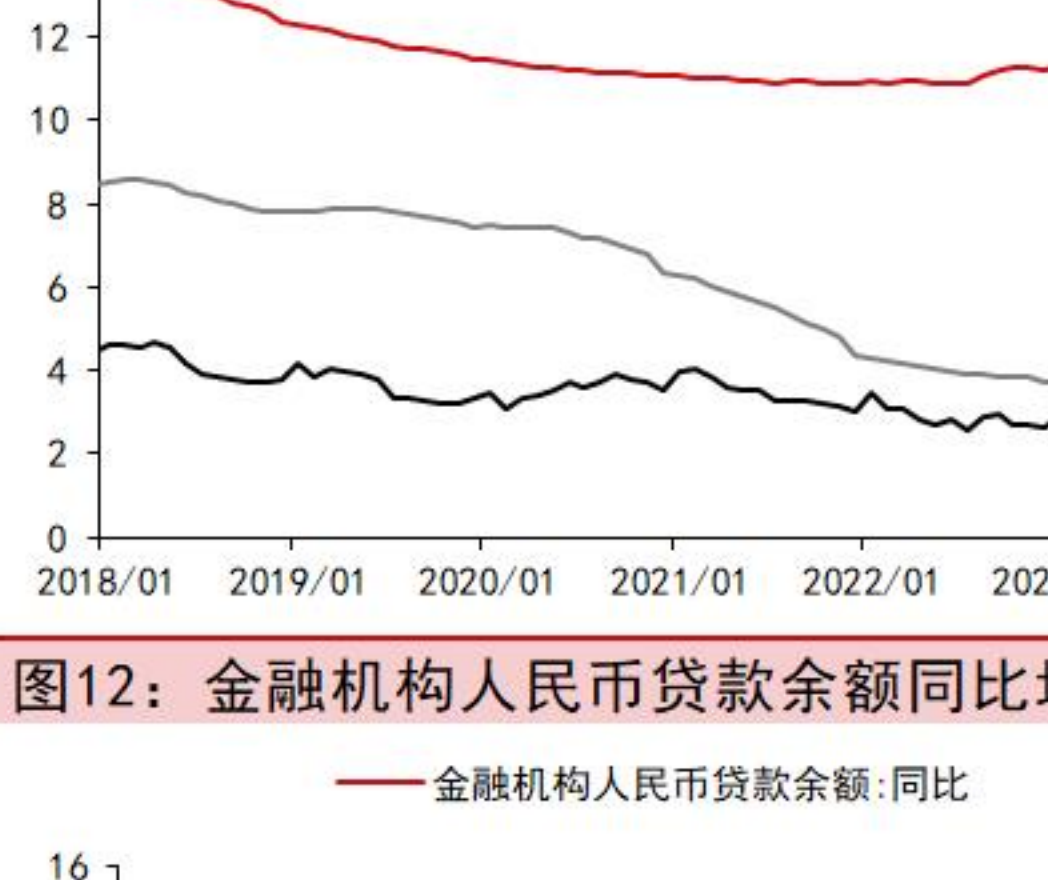


图11：金融机构新增人民币贷款当月值（亿元）

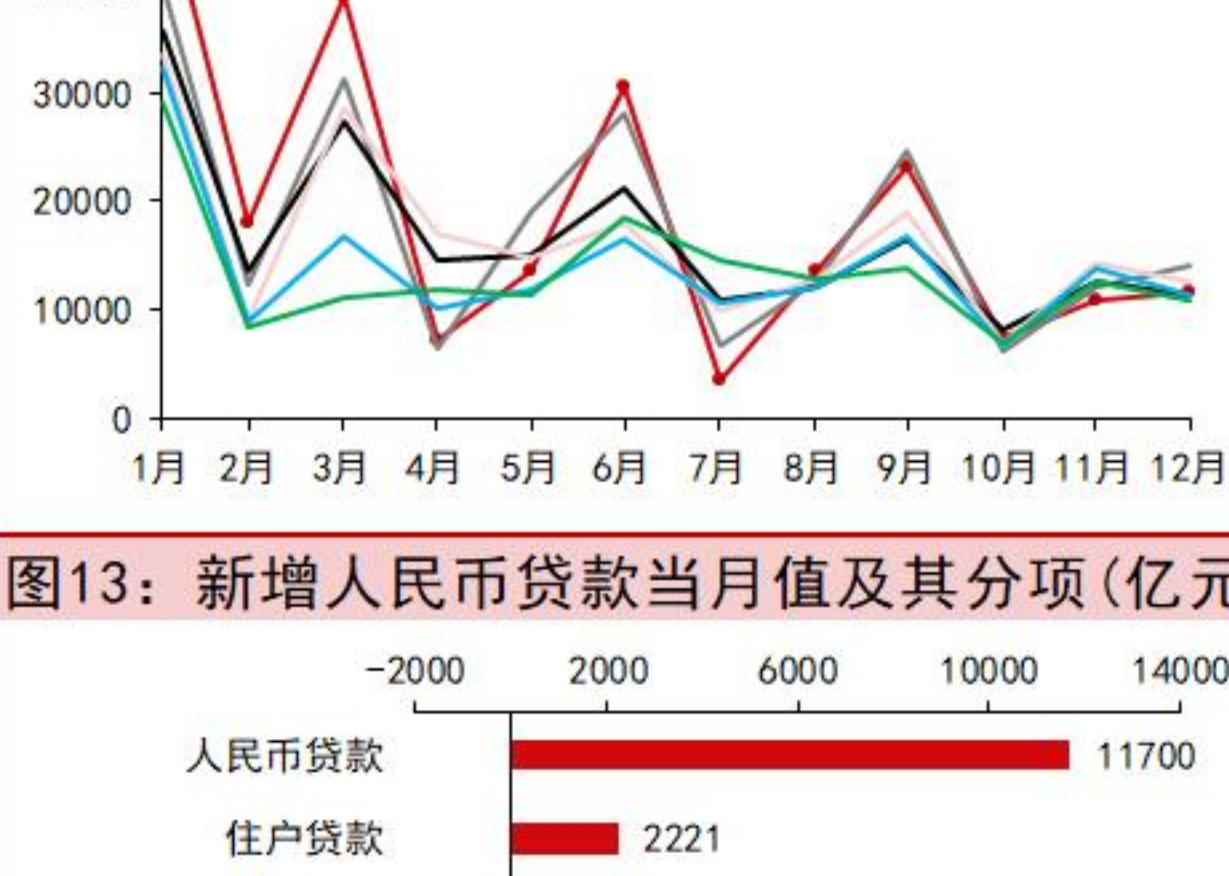


图12：金融机构人民币贷款余额同比增速（%）



图13：新增人民币贷款当月值及其分项（亿元）

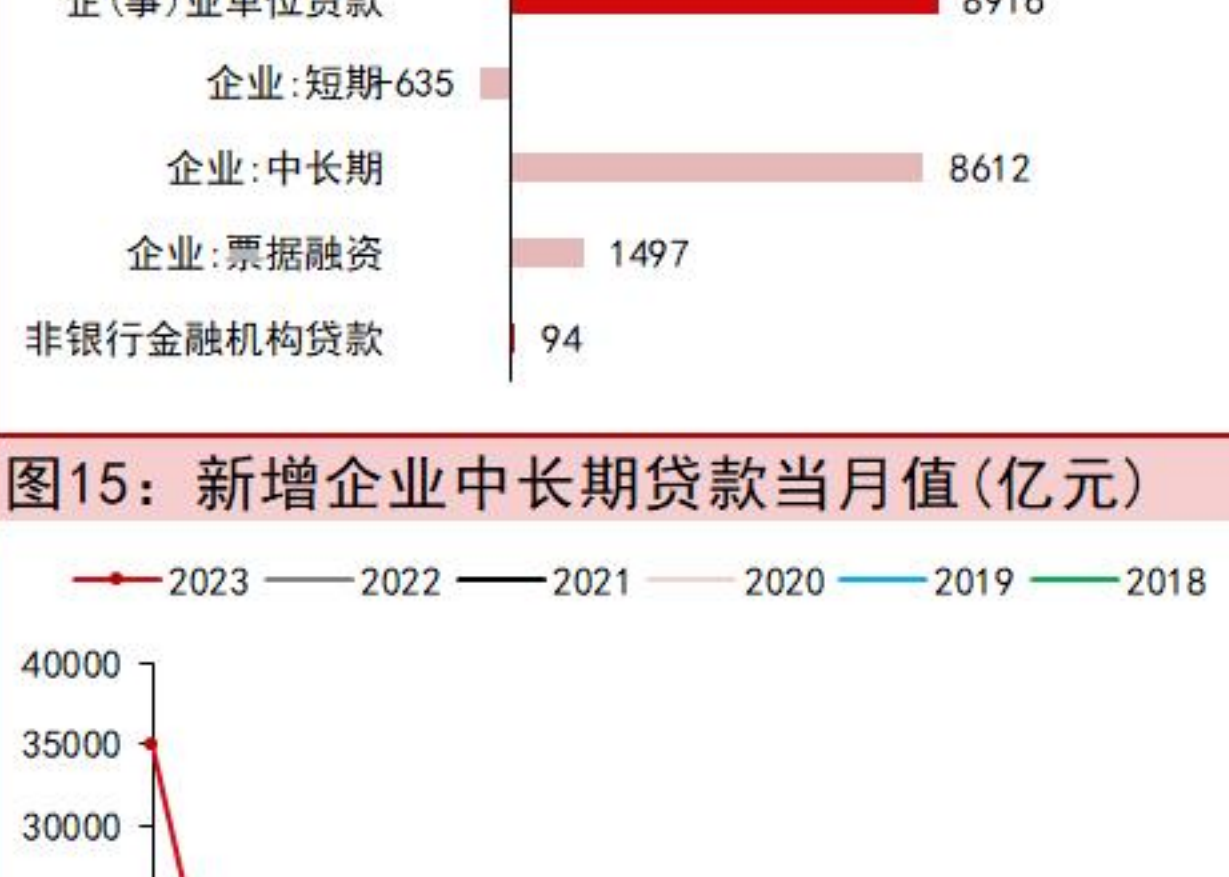


图14：新增人民币贷款当月值较基准的变化

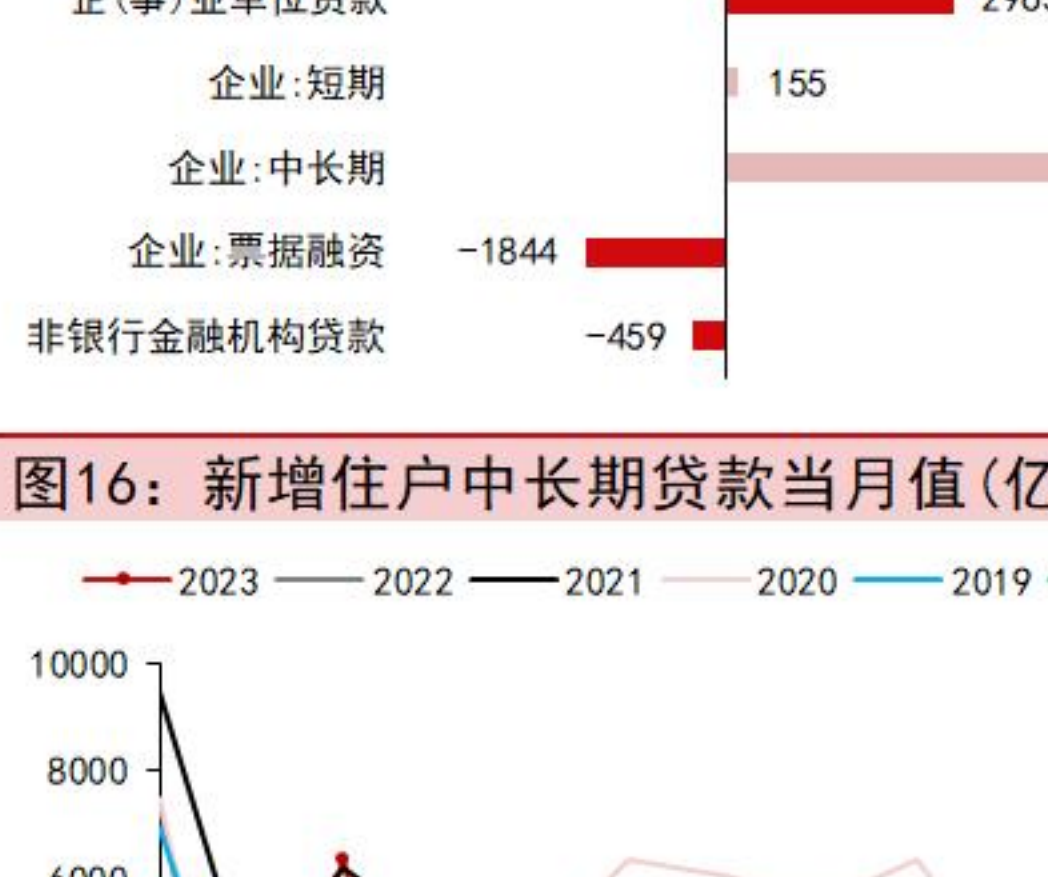


图15：新增企业中长期贷款当月值（亿元）

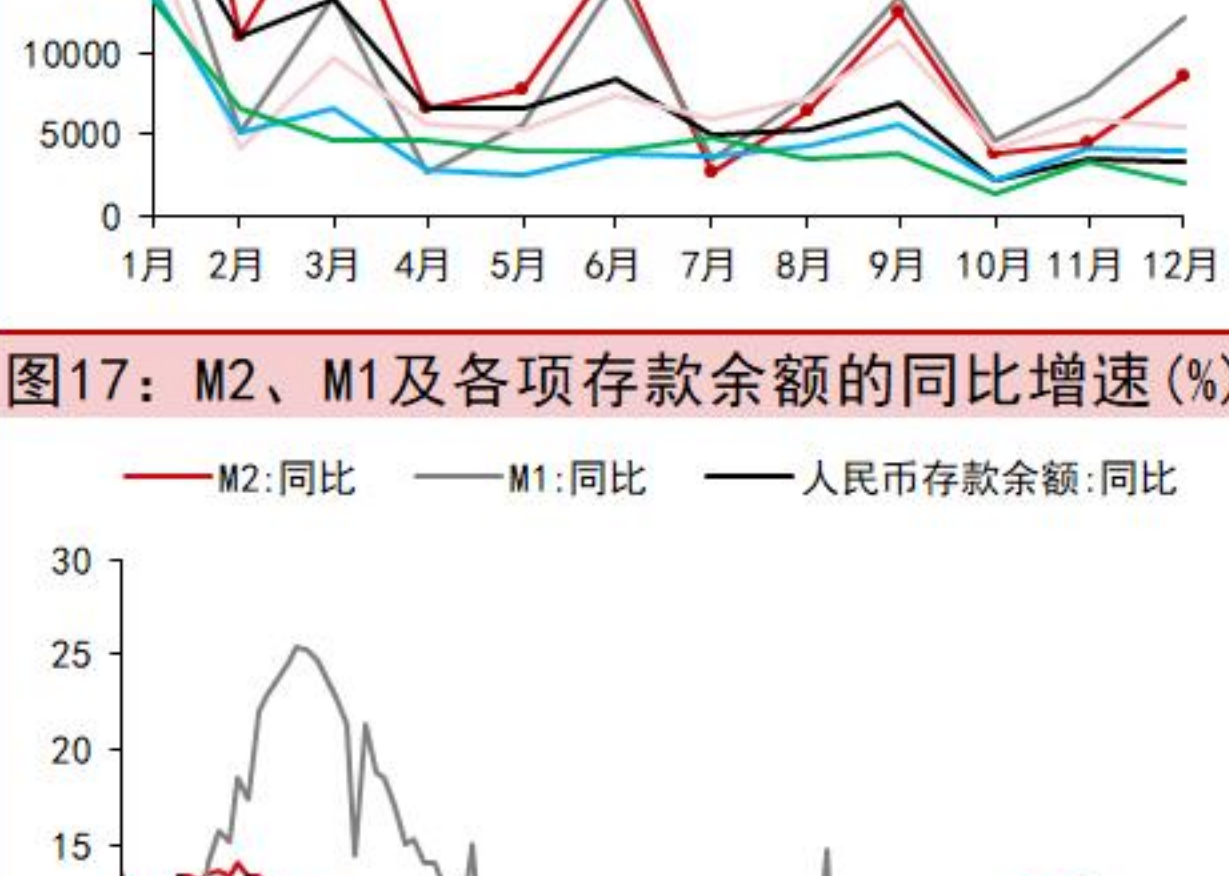


图16：新增住户中长期贷款当月值（亿元）

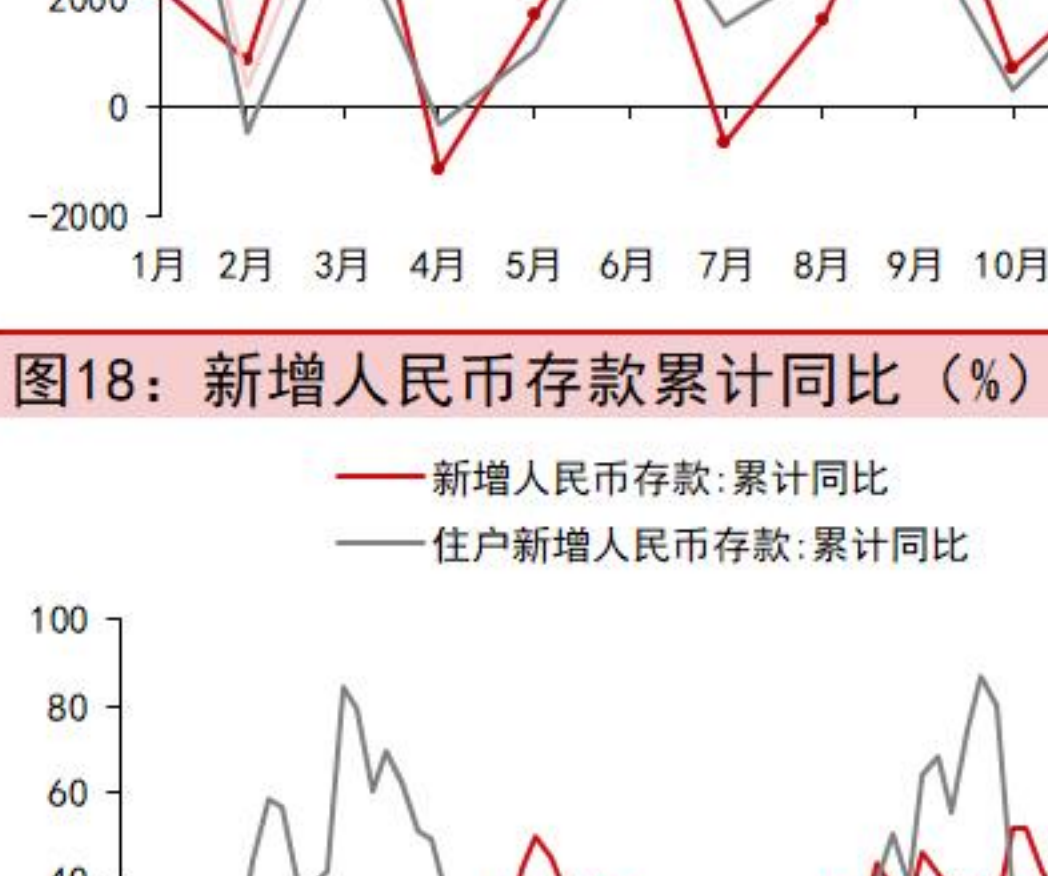


图17：M2、M1及各项存款余额的同比增速（%）



图18：新增人民币存款累计同比（%）

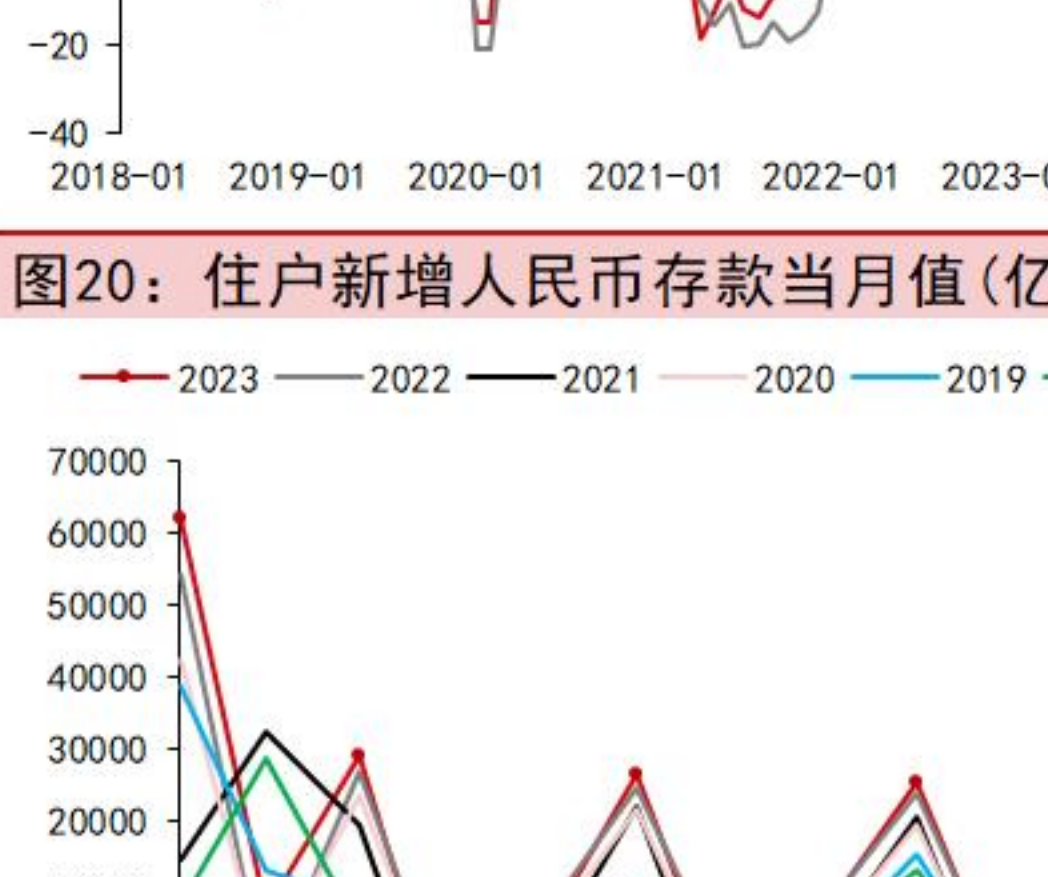


图19：新增人民币存款当月值（亿元）

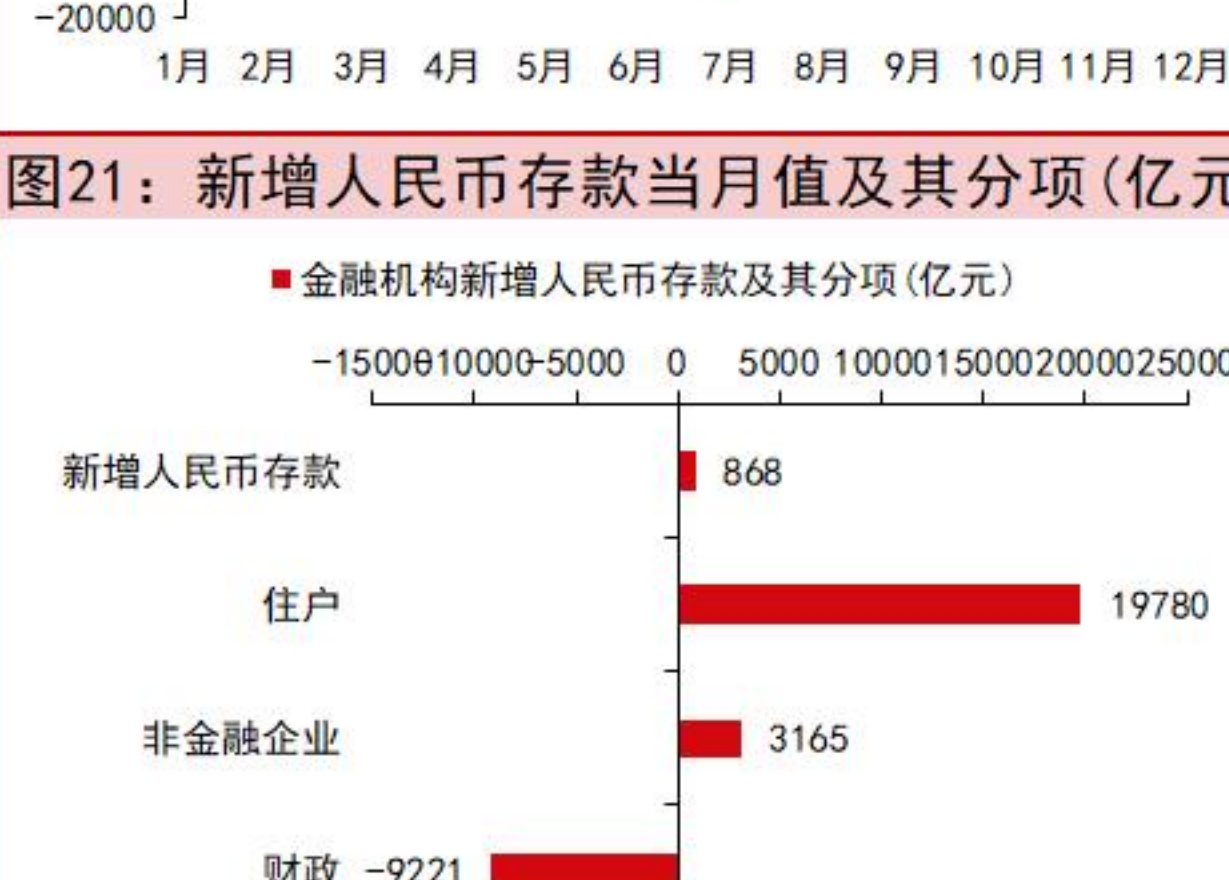


图20：住户新增人民币存款当月值（亿元）

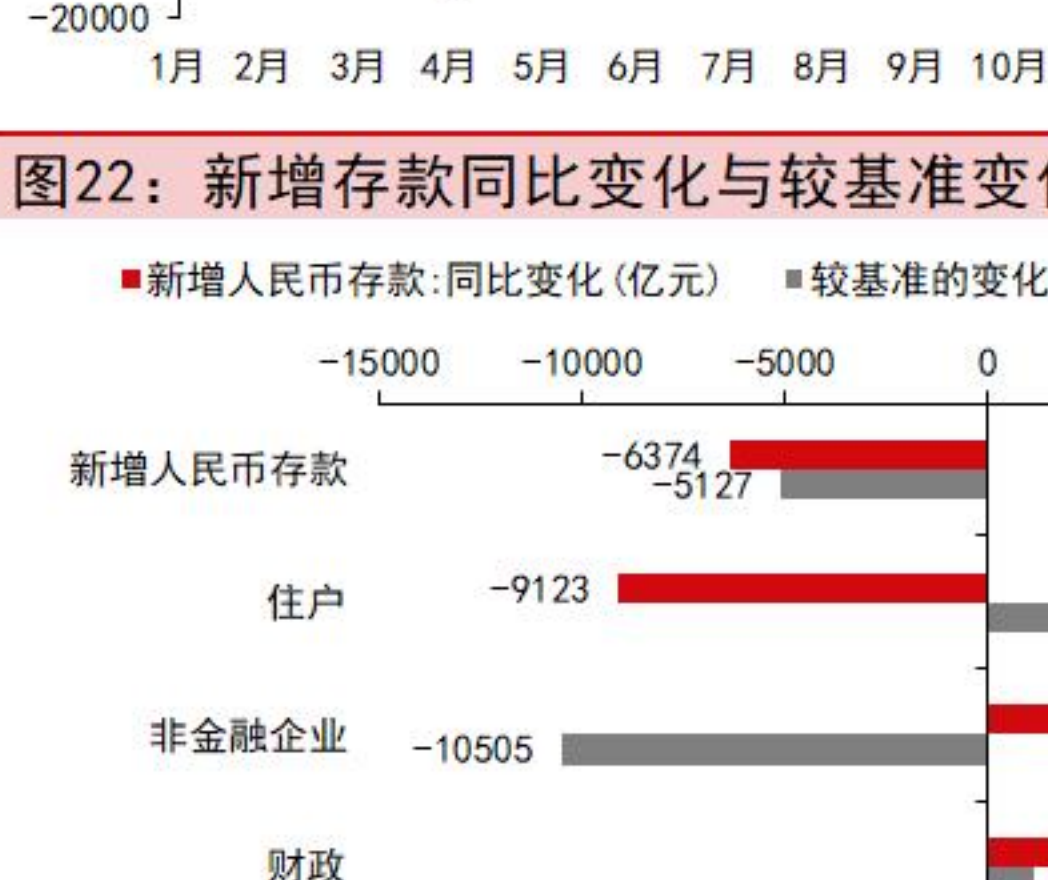


图21：新增人民币存款当月值及其分项（亿元）

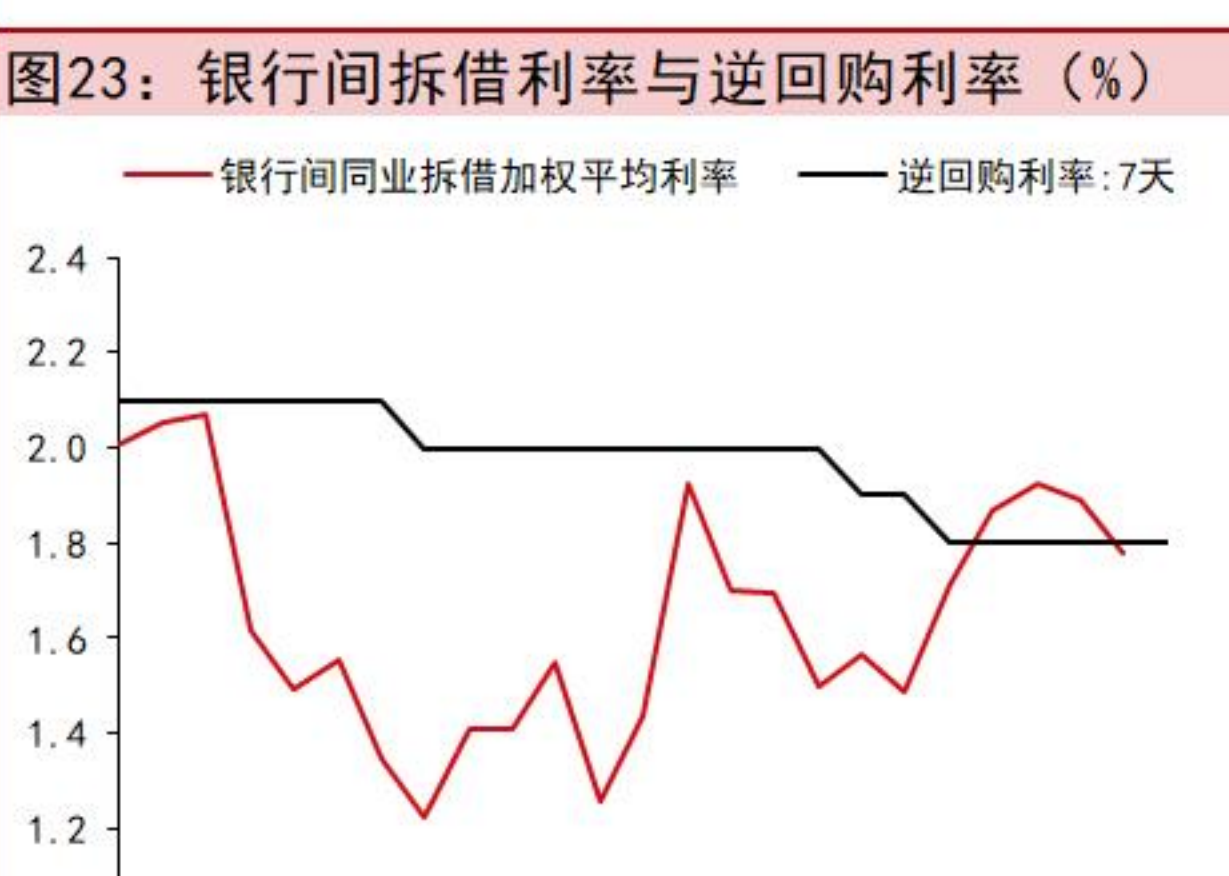


图22：新增存款同比变化与较基准变化（亿元）

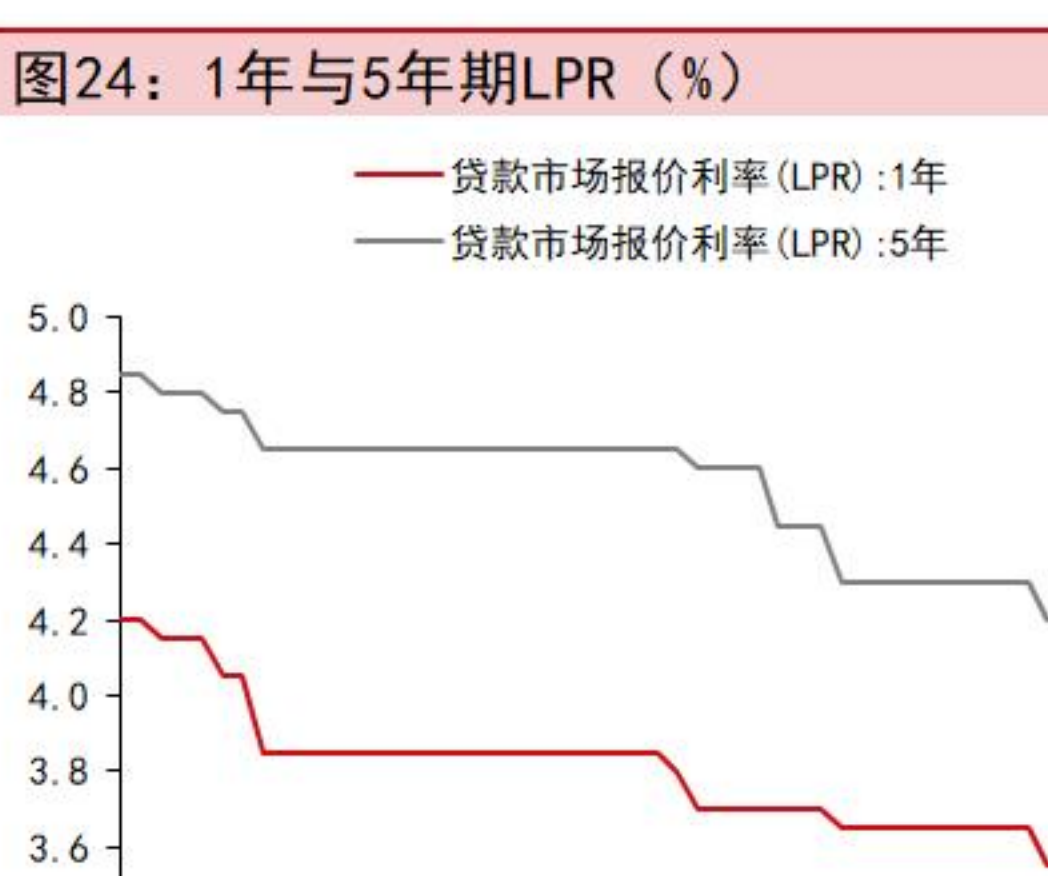


图23：银行间拆借利率与逆回购利率（%）

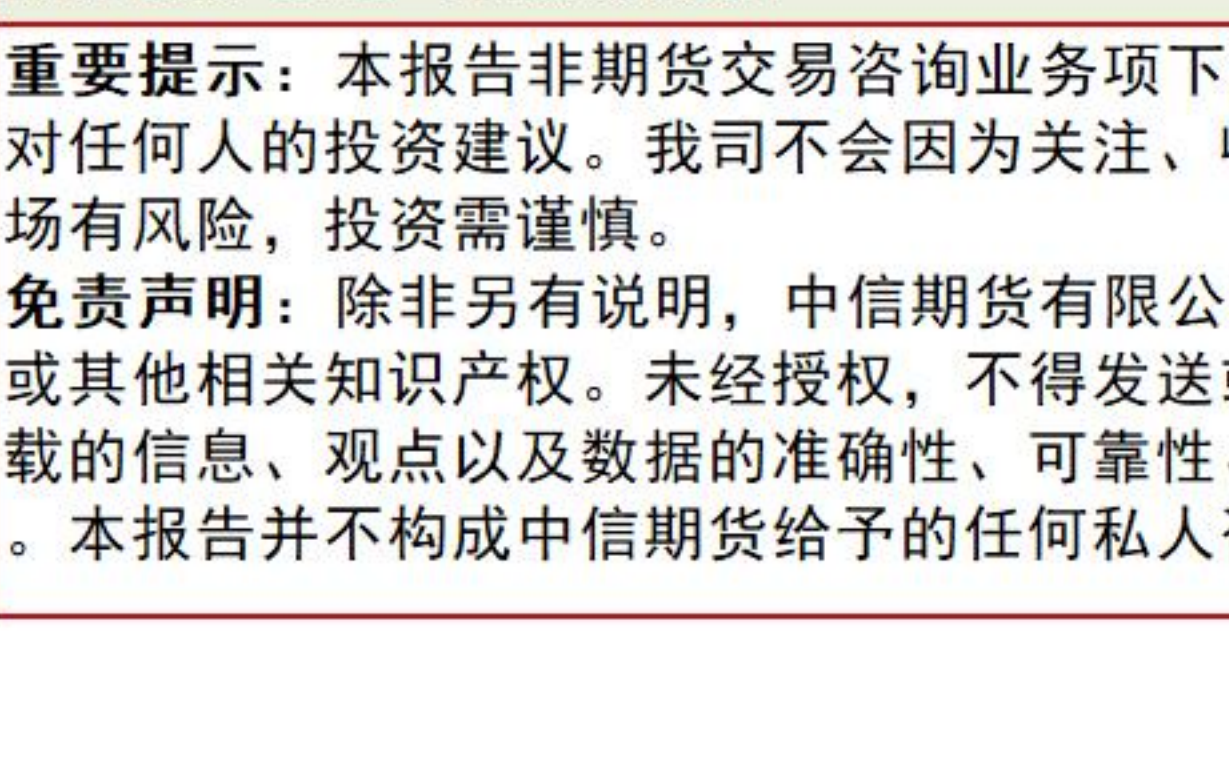
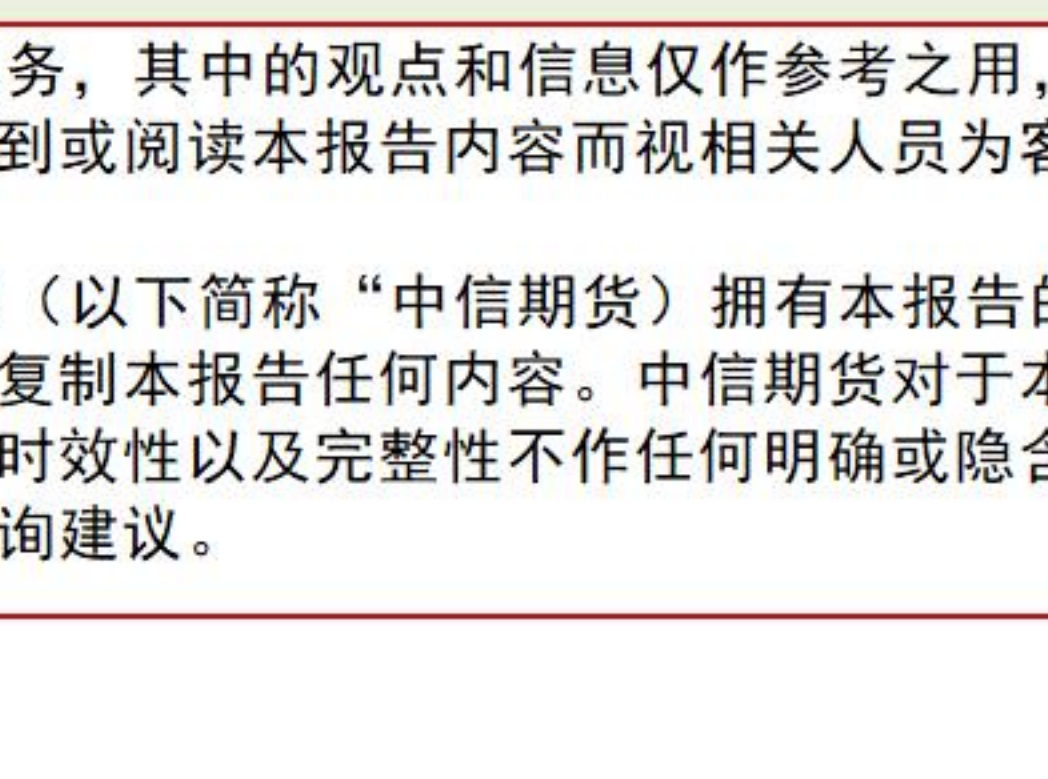


图24：1年与5年期LPR（%）



数据来源：Wind 中信期货研究所

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

**免责声明：**除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权/或其他相关知识产权。未经授权，不得发送或复制本报告任何内容。中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。本报告并不构成中信期货给予的任何私人咨询建议。