

## 政府债继续推升社融增速

——银行行业月报

强于大市 (维持)

2024 年 01 月 15 日

## 事件:

2024 年 1 月 12 日, 中国人民银行发布 2023 年金融统计数据报告、社融存量以及增量统计数据报告。

## 投资要点:

**12 月社融存量增速 9.5%, 环比回升 0.1 个百分点:** 2023 年 12 月, 社融新增 1.94 万亿元, 同比多增 6169 亿元, 政府债同比大幅多增仍是主要拉动因素。12 月政府债延续 8 月以来的同比大幅多增态势, 8 月-12 月政府债累计同比多增 3.74 万亿元。另外, 分项数据全年累计值显示, 政府债、人民币贷款以及信托贷款是主要拉动因素。表外非标部分的融资也从拖累项转为拉动项。

**需求仍相对疲弱:** 12 月, 新增人民币贷款 1.17 万亿元, 同比少增 2401 亿元。1-12 月, 累计新增人民币贷款规模达到 22.75 万亿元, 同比多增 1.31 万亿元。金融机构人民币贷款余额 237.59 万亿元, 同比增长 10.6%, 增速环比下滑 0.2%。居民端, 12 月居民端新增贷款规模同比小幅多增, 主要是短期贷款同比多增拉动。另外, 从 2023 年四季度居民中长期贷款整体的数据看, 仅同比多增 200 亿元, 基本符合我们此前预期, 但仍显示需求端的相对乏力。企业端, 12 月中长期贷款同比少增, 或与 2022 年同期政策性金融工具带来的高基数有关。结合企业债的融资数据, 以及新发放贷款的利率数据, 预计微观主体的活力仍未有明显改善。

**投资策略:** 综合看 2023 年 12 月金融数据, 政府债仍是社融多增的最主要拉动项。企业和居民部门的需求仍偏弱。我们预计未来一段时间的扩张或仍然依赖于政策端。另外, 从 12 月企业端新增信贷数据看, PSL 效果并未体现。而 2023 年 1 季度较高的同比基数, 或对 2024 年的同比增速形成一定的扰动。我国经济已由高速增长阶段转入高质量发展阶段, 信贷增速本身需要适配经济增长逐步提质换档。当前资金存量远大于每年的增量, 并且存量贷款形成的企业资产、派生的货币资金, 仍持续在经济循环中发挥作用。盘活低效占用的金融资源, 将成为未来的重点关注方向。2024 年个股选择上, 我们认为债务问题化解阶段, 市场不确定性较大, 高股息个股的配置价值仍值得重视。而在企业和居民投资和消费逐步回暖后, 部分零售业务占比高的银行, 净息差或有望边际企稳, 叠加规模扩张的支撑, 营收端保持稳定增长。

**风险因素:** 宏观经济下行, 企业偿债能力超预期下降, 对银行的资产质量造成较大影响; 宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响; 监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

新发短期产品占比基本保持上升态势  
政策强调精准有效 关注实际利率变动  
存款端利率再次下调

## 分析师:

郭懿

执业证书编号:

S0270518040001

电话:

01056508506

邮箱:

guoyi@wlzq.com.cn

## 正文目录

1 12月社融存量增速 9.5%，环比回升 0.1%.....	3
2 需求仍相对疲弱.....	4
3 M1 同比增速 1.3%，增速环比持平.....	5
4 投资策略.....	6
5 风险提示.....	6

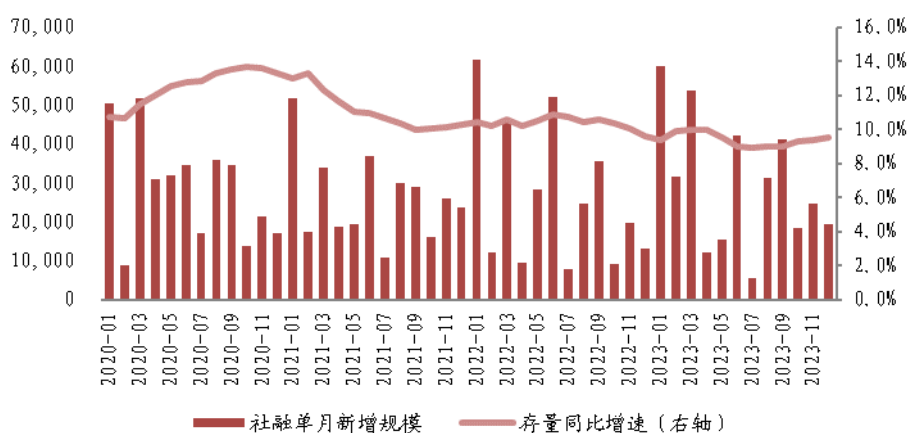
图表 1: 社融单月新增规模及存量增速 (单位: 亿元, %)	3
图表 2: 2023 年分项数据同比变动 (单位: 亿元)	4
图表 3: 表外融资规模变动 (单位: 亿元)	4
图表 4: 新增人民币贷款规模及存量增速 (单位: 亿元, %)	4
图表 5: 企业中长期贷款增长略显乏力 (单位: 亿元)	5
图表 6: M1 和 M2 同比增速 (单位: %)	5

## 1 12月社融存量增速9.5%，环比回升0.1%

12月，社融新增1.94万亿元，同比多增6169亿元，政府债同比大幅多增仍是主要拉动因素。其中，当月政府债同比多增6470亿元。12月政府债延续8月以来的同比大幅多增态势，叠加基数效应，对社融的新增形成明显支撑，符合我们此前的预判。

1-12月，社融累计新增规模达到35.59万亿元，同比多增3.41万亿元。12月末社融存量为378.09万亿元，存量同比增速9.5%，环比回升0.1%。7月末政治局会议后，财政明显发力，政府债发行放量，以及特别国债推出，8-12月政府债累计同比多增3.74万亿元。

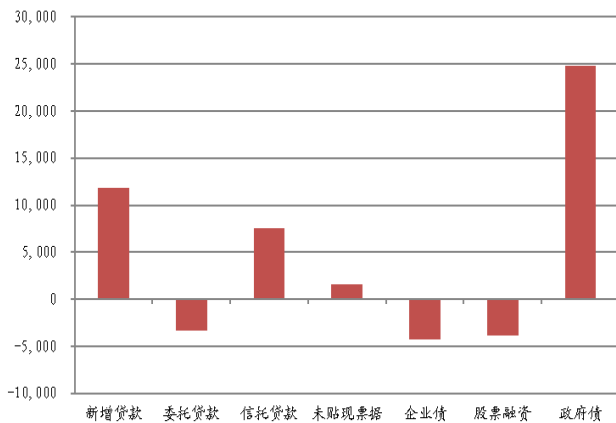
图表1: 社融单月新增规模及存量增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

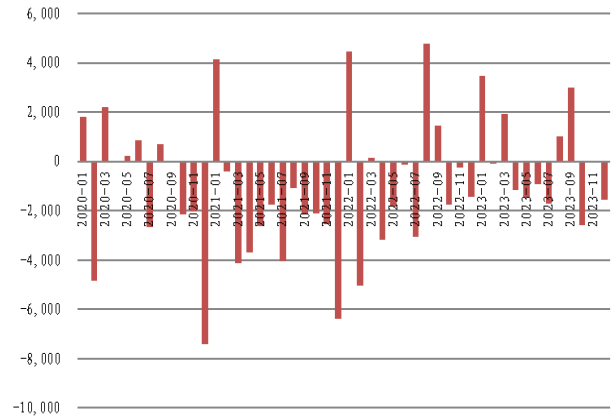
分项数据全年累计值看, 2023年, 社融口径的新增人民币贷款22.22万亿元, 同比多增1.18万亿元; 委托贷款增加199亿元, 同比少增3380亿元; 信托贷款增加1576亿元, 同比多增7579亿元; 未贴现的银行承兑汇票减少1784亿元, 同比少减1627亿元; 企业债券净融资1.63万亿元, 同比少4254亿元; 政府债券净融资9.6万亿元, 同比多2.48万亿元; 非金融企业境内股票融资7931亿元, 同比少3826亿元。综合来看, 政府债、人民币贷款以及信托贷款是主要拉动因素。此外, 表外非标部分的融资也从拖累项转为拉动项。

图表2: 2023年分项数据同比变动(单位:亿元)



资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

图表3: 表外融资规模变动(单位:亿元)

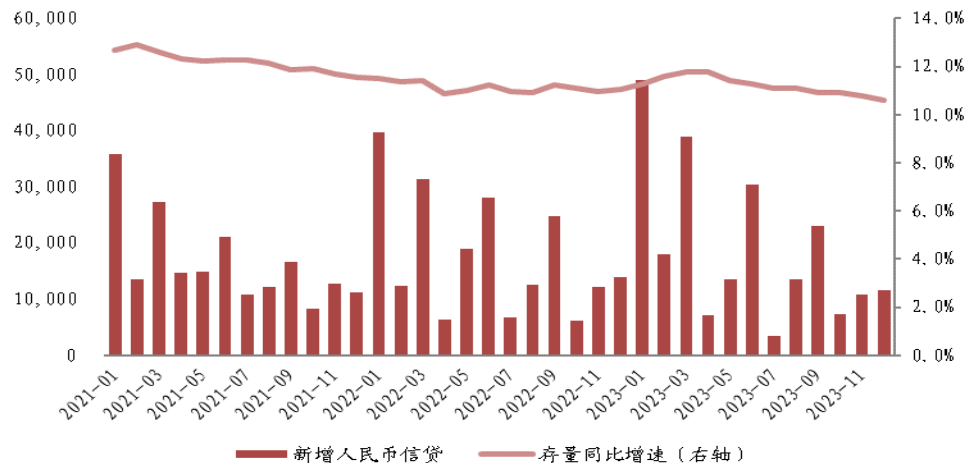


资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

## 2 需求仍相对疲弱

12月, 新增人民币贷款1.17万亿元, 同比少增2401亿元。1-12月, 累计新增人民币贷款规模达到22.75万亿元, 同比多增1.31万亿元。金融机构人民币贷款余额237.59万亿元, 同比增长10.6%, 增速环比下滑0.2%。

图表4: 新增人民币贷款规模及存量增速(单位:亿元, %)



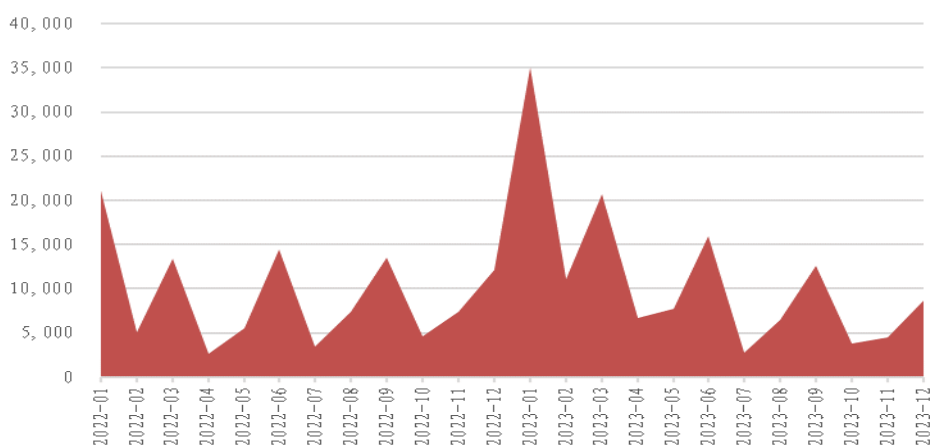
资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

居民端, 2023年增加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月居民端新增贷款规模同比小幅多增, 主要是短期贷款同比多增拉动。另外, 从四季度居民中长期贷款整体的数据看, 仅同比多增200亿元, 基本符合我们此前预期, 但仍显示需求端的相对乏力。

企业端, 2023年新增1.9万亿元, 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。12月中长期贷款同比少增, 或与2022年同期政策性金融工具带来的高基数有关。结合企业债的融资数据, 以及新发放贷款

的利率数据，预计微观主体的活力仍未有明显改善。

图表5: 企业中长期贷款增长略显乏力 (单位: 亿元)



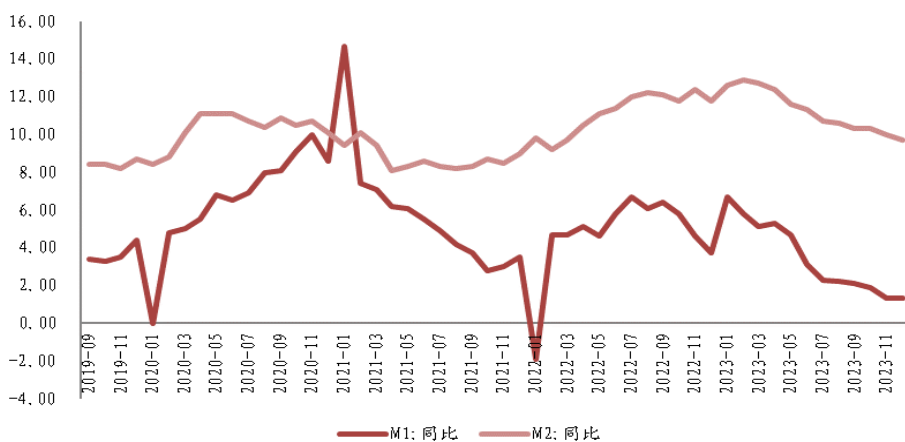
资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

### 3 M1 同比增速 1.3%，增速环比持平

12 月份，人民币存款增加 868 亿元，同比少增 6402 亿元。2023 年，人民币存款增加 25.74 万亿元，同比少增 5101 亿元。结构上，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。2023 年 12 月末人民币存款余额 284.26 万亿元，同比增长 10%。

12 月，M2 同比增长 9.7%，增速环比回落 0.3 个百分点；M1 同比增长 1.3%，增速环比持平于 11 月。

图表6: M1 和 M2 同比增速 (单位: %)



资料来源: 中国人民银行, 万得资讯, 万联证券研究所

## 4 投资策略

综合看2023年12月金融数据，政府债仍是社融多增的最主要拉动项。企业和居民部门的需求仍偏弱。我们预计未来一段时间的扩张或仍然依赖于政策端。另外，从12月企业端新增信贷数据看，抵押补充贷款（PSL）效果并未体现，预计政策效应或在2024年1季度体现。而2023年1季度较高的同比基数，或对2024年的同比增速形成一定的扰动。

展望2024年，在内需回升以及财政政策的推动下，预计企业端和居民端的投资和消费将逐步活跃，宏观经济总体呈现复苏格局，叠加各类债务问题的逐步缓解，银行业的资产质量或整体保持稳健。盈利方面，行业整体处于业绩触底阶段，随着重定价因素的逐步消退，需求端的回升或带动贷款端收益率逐步企稳，叠加存款端成本率的稳中下行，净息差有望筑底。另外，我国经济已由高速增长阶段转入高质量发展阶段，信贷增速本身需要适配经济增长逐步提质换档。当前资金存量远大于每年的增量，并且存量贷款形成的企业资产、派生的货币资金，仍持续在经济循环中发挥作用。盘活低效占用的金融资源，提高资金的使用效率，也将成为未来的重点关注方向。

2024年个股选择上，我们认为债务问题化解阶段，市场不确定性较大，高股息个股的配置价值仍值得重视，部分低估值高股息的个股市场表现或持续占优。而在企业和居民投资和消费逐步回暖后，部分零售业务占比高的银行，净息差或有望边际企稳，叠加规模扩张的支撑，营收端保持稳定增长。

## 5 风险提示

宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

### 附注：

自2023年1月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。



## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场