

隐债置换继续影响新增贷款规模，年末宽信用主要体现于社融持续大幅多增

——2023年12月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2024年1月12日，央行公布数据显示，2023年12月新增人民币贷款1.17万亿，同比少增2401亿；12月新增社会融资规模1.94万亿，同比多增6169亿。12月末，广义货币(M2)同比增长9.7%，增速比上月末低0.3个百分点；狭义货币(M1)同比增长1.3%，增速与上月末持平。

基本观点：12月贷款同比少增，主要原因是当月特殊再融资债券资金用于置换城投平台存量贷款持续推进，对新增贷款规模有一定影响；另外，年末经济运行仍稳中放缓，房地产市场持续低位徘徊，导致实体经济内生融资需求不足，整体信贷需求仍然较弱。12月社融同比多增主要源自政府债券融资多增以及企业债券融资少减。在稳增长政策发力背景下，新增社融结构“政府强、企业弱”的特征明显。受新增贷款规模较小影响存款派生，特别是增发1万亿国债中有5000亿留待2024年使用，形成短期货币回笼等因素影响，12月末M2增速下行，但继续保持接近两位数的较高增长水平。12月末M1增速延续低位运行状态，主要受房地产市场低位运行拖累，也表明当前实体经济活跃度偏低。

展望未来，在银行落实“信贷均衡投放”要求，加之隐债置换还有可能影响新增贷款，我们判断2024年1月新增贷款规模可能会受到一定影响。不过，2023年四季度官方制造业PMI持续运行在收缩区间，稳增长政策需求加大，这会对新发放贷款形成一定推动作用。由此，我们判断1月新增贷款大概率会保持同比多增，多增规模大约会在4000亿左右。另外，受低基数影响，1月债券融资也有望实现同比多增，预计新增社融规模也将保持同比多增势头，宽信用进程将在1月延续。最后，考虑到一季度将是2024年稳增长政策发力的关键阶段，降息降准有望落地。

具体来看：

一、12月贷款同比少增，主要原因有二：一是当月特殊再融资债券资金用于置换城投平台存量贷款持续推进，对新增贷款规模有一定影响；二是年末经济运行仍稳中放缓，房地产市场持续低位徘徊，导致实体经济内生融资需求不足，整体信贷需求仍然较弱。

12月新增人民币贷款1.17万亿元，环比仅多增800亿元，同比少增2401亿元，拖累月末贷款余额增速较上月末放缓0.2个百分点至10.6%。在宽信用政策基调延续，以及央行等部门要求银行在2023年底和2024年初“信贷均衡投放”的背景下，12月新增贷款仍偏弱，我们判断主要有两方面原因：一是12月特

殊再融资债券资金用于置换城投平台存量贷款持续推进，而新增贷款为新发放贷款减去当期偿还贷款之差，因此，当月新增贷款规模会受到一定影响。事实上，这一影响在 11 月新增贷款同比少增中已有所体现。二是 12 月制造业 PMI 在收缩区间进一步下探，房地产市场持续低位徘徊，显示年末经济运行仍稳中放缓。因此，尽管央行重启 PSL 等稳增长政策加力对贷款需求有一定提振，但实体经济内生融资需求仍然不足，整体信贷需求仍然较弱。

从结构来看，12 月企业中长期贷款同比少增 3498 亿，这主要体现特殊再融资债券资金置换城投存量贷款的影响。同时，四季度以来，伴随地方化债提速，城投新增融资监管受到更加严格的控制，也令新增贷款规模受到一定限制。12 月企业短贷同比多减 219 亿元，票据融资同比小幅多增 351 亿元，显示当月银行信贷冲量现象并不突出，可能是因为当前的净息差水平较低，导致银行冲量的动力相对不足。居民贷款方面，12 月居民短贷同比多增 872 亿元，而居民中长期贷款再现 403 亿元的同比少增，前者主因上年同期基数偏低，后者的主要原因仍然是房地产销售端的持续低迷——当月 30 城商品房销售面积日均值同比下降 10.4%。

全年来看，2023 年人民币贷款同比多增 1.31 万亿元，主要源于企业中长期贷款同比多增约 2.5 万亿元，背后是稳增长政策发力带动基建贷款增速加快，以及政策面持续支持制造业转型升级，制造业中长期贷款余额保持 30%以上的高增。2023 年企业和居民短期贷款也有一定幅度多增，体现后疫情阶段企业经营及居民消费逐步修复。2023 年居民中长期贷款同比少增约 2000 亿，在居民经营贷款和中长期消费贷款保持多增的背景下，主要源于楼市低迷造成居民按揭贷款大幅少增。最后，2023 年信贷数据的最大减项是票据融资同比大幅少增约 2.6 万亿元，背后是伴随疫情结束，银行风险偏好回升，票据冲量偏好下降，更愿意向企业发放贷款。这也是信贷结构改善的主要标志。

二、12 月社融同比多增主要源自政府债券融资多增以及企业债券融资少减。在经济基本面偏弱而稳增长政策发力背景下，新增社融结构“政府强、企业弱”的特征明显。

12 月新增社融 1.94 万亿元，环比少增 5147 亿元，同比多增 6169 亿元，提振月末社融存量增速较上月末加快 0.1 个百分点至 9.5%。从分项来看，12 月社融同比多增主要受债券融资拉动。其中，12 月增发 1 万亿国债大规模发行，加之国债到期量显著下降，带动当月政府债券融资同比大幅多增 6470 亿；12 月企业债券融资受城投新增融资监管政策收紧等因素影响出现负增，但因上年同期理财“赎回潮”冲击下企业债券净供给缺口更大，因而当月企业债券融资同比少减 2262 亿元。另外需要说明的是，12 月新增政府债券融资和企业债券融资规模都明显低于 11 月，也成为当月社融环比少增逾 5000 亿元的主要拖累项。

其他分项中，12 月外币贷款和信托贷款有千亿左右规模的同比少减或多增，对当月社融整体同比多增

也有一定贡献，新增委托贷款规模同比基本持平，小幅多增 58 亿元，而投向实体经济的人民币贷款和表外票据融资同比出现较大幅度少增或多减，其中，12 月表外票据融资同比多减 1315 亿元，主要原因或因经济基本面偏弱导致企业开票需求不足。

全年来看，2023 年新增社融同比多增 3.41 万亿元，这是货币政策在总量方面发力的集中体现。除了投向实体经济的人民币贷款同比多增 1.18 万亿元外，其他主要贡献来自政府债券融资，同比多增 2.48 万亿元——这包括 2023 年末增发 1 万亿国债带来的增量。另外，在严监管效应持续缓解后，2023 年表外融资整体上同比多增。不过，在美元贷款利率处于高位的背景下，2023 年外币贷款余额下降，同比少增 3048 亿；受城投债发行受到严监管、贷款对债券融资起到替代效应，以及房企发债依然困难等因素影响，企业债券融资同比少增 4254 亿。从结构上看，2023 年政府债券融资大幅多增，占新增社融的比重达到 27.0%，较上年提升 4.7 个百分点，表明当前政府债券正在成为货币投放的一个重要渠道。这也是在金融周期下行背景下，经济增长结构正在发生变化，宏观政策稳增长力度增强的一个标志。

三、受新增贷款规模较小影响存款派生，特别是增发 1 万亿国债中有 5000 亿留待 2024 年使用，形成短期货币回笼等因素影响，12 月末 M2 增速下行，但继续保持接近两位数的较高增长水平。12 月末 M1 增速延续低位运行状态，主要受房地产市场低位运行拖累，也表明当前实体经济活跃度偏低。

M2 方面，2023 年 12 月末同比增速为 9.7%，较上月末回落 0.3 个百分点。主要原因有两个：一是受隐债置换等因素影响，当月新增贷款规模偏低，影响存款派生；二是 2023 年底增发 1 万亿国债，其中 5000 亿要留待 2024 年使用，这会在短期内推高财政存款规模——12 月财政存款同比少减 1636 亿——形成货币回笼，压低 M2 增速。需要指出的是，当前 M2 增速的绝对值继续处于接近两位数的较快增长水平，明显高于名义 GDP 增速。这表明当前货币政策逆周期调节力度较大，金融对经济的支持力度整体较高。

12 月末 M1 增速为 1.3%，与上月末持平，继续处于明显偏低状态。主要原因是房地产市场仍处于调整阶段——历史数据显示，M1 增速与房地产市场景气状态高度相关。另外，偏低的 M1 增速也显示企业经营投资活动仍处于低迷状态，企业存款活化水平较低。这与 12 月官方制造业 PMI 指数连续三个月运行在收缩区间，官方服务业 PMI 指数也连续两个月处于荣枯平衡线之下相印证。

12 月末 M2 和 M1 增速的“剪刀差”升至 8.4 个百分点，继续处于年内高点附近。M1 主要由企业活期存款构成。2023 年以来，M2 与 M1 增速“剪刀差”持续上升，主要原因是房地产市场低迷背景下，居民购房需求下降，居民存款向房企活期存款转移受阻。这也意味着“宽货币”向“稳增长”的传导不畅。当前亟需通过有效刺激内需、提振实体经济活跃度，特别是推动房地产行业尽快实现软着陆等方式，改善经济内生增长动能。

整体上看，12月信贷同比少增，主要与特殊再融资债券资金置换城投平台存量贷款等因素有关，不代表新发放信贷力度实质性减弱。另外，隐债置换存量贷款有助于盘活贷款存量，是当前货币政策的一个重要发力点，这将有助于提高贷款使用效率，激发经济增长活力。12月新增社融持续高增，主要推动因素是政府债券融资规模同比显著扩大，这是当前衡量宽信用进程的主要指标，也体现于当前政策面在稳增长、防风险方向持续加力。全年来看，新增信贷同比多增1.31万亿元，主要贡献来自企业中长期贷款大幅多增，代表稳增长政策发力，以及政策面持续支持制造业转型升级，票据融资大幅少增则代表信贷结构明显改善。2023年社增同比大幅多增，主要贡献来自政府债券融资，也是稳增长政策发力的一个集中体现。

展望未来，在银行落实“信贷均衡投放”要求，加之隐债置换还有可能影响新增贷款，我们判断2024年1月新增贷款规模可能会受到一定影响。不过，2023年四季度官方制造业PMI持续运行在收缩区间，稳增长政策需求加大，这会从供给端对新发放贷款形成一定推动作用。由此，我们判断1月新增贷款大概率会保持同比多增，多增规模大约会在4000亿左右，基本相当于过去5年平均多增水平。另外，受低基数影响，1月企业债券融资也有望实现同比多增，预计新增社融规模也将保持同比多增势头，宽信用进程将在1月延续。

与此同时，考虑到一季度将是2024年稳增长政策发力的关键阶段，降息降准有望落地。其中，着眼于增强经济回升动能，全面提振内需，缓解物价水平偏低对企业和居民实际贷款利率的推高效应，2024年一季度降息有可能落地，即MLF操作利率将下调10个基点，进而带动LPR报价跟进下调，并引导实体经济融资成本继续“稳中有降”。另外，从支持商业银行全面参与城投平台债务重组、保持2024年一季度信贷投放合理增长，以及兼顾春节流动性安排等角度出发，2024年2月也存在降准的可能，预计降准幅度为0.25个百分点，释放长期资金6000亿左右。

最后，2024年结构性货币政策工具将受到进一步倚重，继续加大对小微企业、房地产行业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、绿色发展、及“三大工程”建设等重点领域的支持力度。我们判断，接下来除了制造业中长期贷款、普惠小微企业贷款、绿色贷款等会持续高增外，未来结构性货币政策工具将重点加大对平急两用基础设施、城中村改造、保障房建设等“三大工程”领域的支持力度，其中PSL有望持续较大规模新增，为“三大工程”提供中长期低成本资金，也不排除央行创新新的政策工具的可能。这意味着2024年基建投资还会保持7.0%左右的较快增长水平。另外，接下来将在“因城施策”原则下，通过新发放首套房贷利率政策动态调整机制，以及适当降低二套房贷利率下限等方式，加快下调居民房贷利率，切实降低购房成本。这是扭转市场预期、推动2024年楼市企稳回暖的关键一招。这也意味着无论2024年MLF利率是否下调，居民房贷利率都将有较大幅度下行。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。