

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号: S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152692

杨亚仙
分析师
SAC 执证编号: S0110522080001
yangyaxian@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152627

相关研究

- 宏观经济周报：股弱债强，继续待机
- 12月PMI数据点评：PMI延续回落
- 宏观周报：部分兑现，继续等待机会

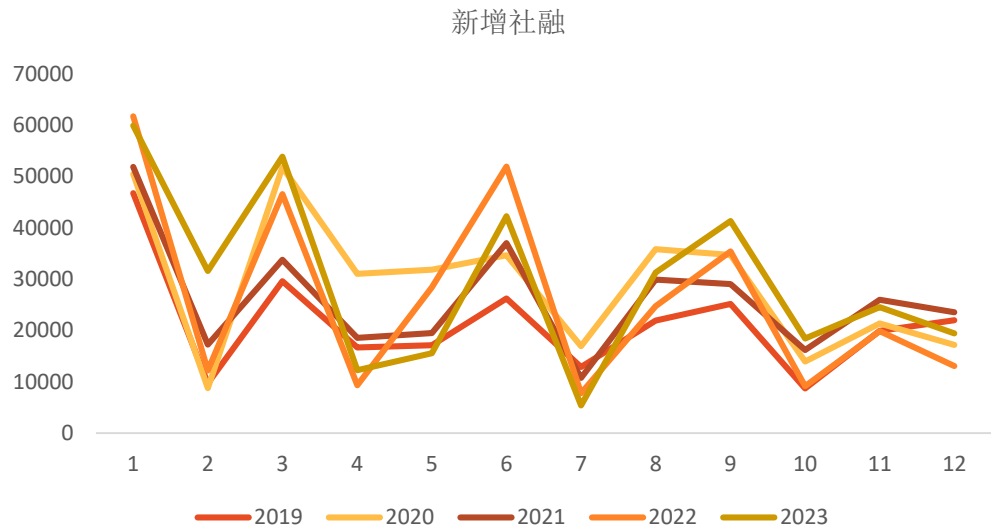
- 2024年1月11日，中国人民银行公布2023年12月金融数据。12月社融增量1.94万亿元，wind一致预期2.06万亿元，略不及市场预期，同比多增6169亿元。社融存量同比增速为9.5%，继续较前值上升0.1个百分点，连续三个月保持回升。
- 从当月社融新增的分项来看，一方面，政府债券仍是托举社融的关键，尽管地方专项债由于额度限制发行变缓，但新增万亿国债助力政府债融资继续高增，财政继续发力托举经济；另一方面，IPO放缓的影响仍在持续，9-12月非金融企业境内股票融资量持续处于低位。
- 12月新增人民币贷款1.17万亿，同比少增2300亿元，与季节性水平相差不大。从新增人民币贷款结构来看，一方面，居民短贷好于长贷。居民贷款2221亿元，同比多增468亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别为759亿元和1462亿元，同比分别多增872亿元和少增403亿元。12月居民短贷增幅较大，年末银行信贷需求偏弱，在此背景下，短期消费贷冲量的可能性较大；但居民长贷略低于2022年同期，居民加杠杆的意愿仍然不强，新增居民贷款或仍有压力。
- 另一方面，企业贷款结构仍未改善。企（事）业单位贷款8916亿元，同比少增3721亿元。其中中长期贷款、短期贷款分别新增8612亿元、-635亿元，同比分别少增3498亿元、多减219亿元。尽管PSL重启对企业中长贷有一定的积极作用，但受高基数的影响，12月仍录得同比少增，实体经济的融资需求仍然偏弱。票据融资1497亿元，同比多增351亿元，说明仍有一定的冲量现象。但12月票据融资低于季节性水平，同时国股银票转贴现利率12月整体上行幅度有限，因此票据冲量的影响不大。
- 12月M2同比增速为9.7%，较上月下降0.3个百分点；M1同比增速为1.3%，与上月持平，M1-M2剪刀差有所收敛，体现货币活性边际改善，或是一个积极信号。2023年四季度的政府债融资高增将使2024年一季度财政支出的力度加大，可能会推动M2增速的上行。
- 往后看，央行多次强调要适度平滑信贷波动，加强贷款均衡投放，增强信贷增长的稳定性，一定程度上降低了市场对于2024年一季度“开门红”的预期。但1月份的经济内生增长动能可能仍然较弱，一季度仍有降息降准的必要。

风险提示：政策不及预期；海外扰动超预期

1 财政仍是社融的重要支撑

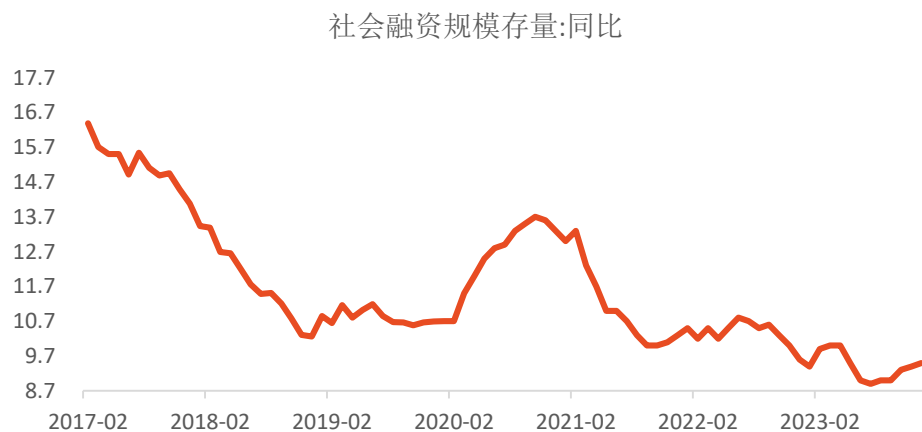
2024年1月11日，中国人民银行公布2023年12月金融数据，12月社融增量1.94万亿元，wind一致预期2.06万亿元，略不及市场预期，同比多增6169亿元。社融存量同比增速为9.5%，继续较前值上升0.1个百分点，连续三个月保持回升。

图1：社会融资规模:当月值（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图2：社融存量同比增速（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

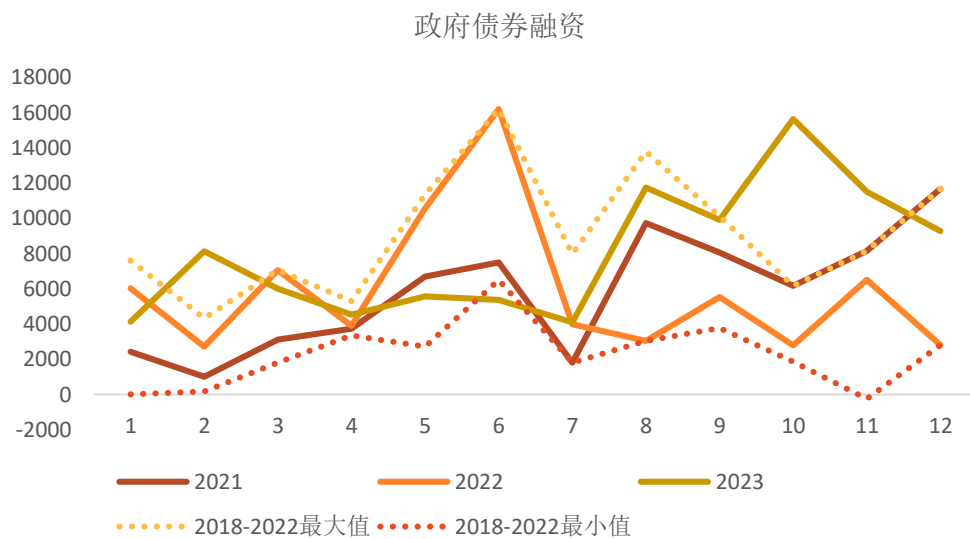
从当月社融新增的分项来看，政府债券仍是托举社融的关键，企业股票融资则明显减弱：

- (1) 社融口径新增人民币信贷11050亿元，同比少增335亿元；
- (2) 政府债券融资净增加9279亿元，同比多增6470亿元；
- (3) 企业债券融资净减少1144亿元，同比少减2262亿元；

- (4) 企业股票融资增加 508 亿元，同比少增 935 亿元；
- (5) 外币贷款净减少 636 亿元，同比少减 1029 亿元；
- (6) 非标融资-1564 亿元，同比多减 145 亿元，其中，新增信托贷款 348 亿元，同比多增 1112 亿元，新增委托贷款-43 亿元，同比少减 58 亿元，新增未贴现银行承兑汇票-1869 亿元，同比多减 1315 亿元。

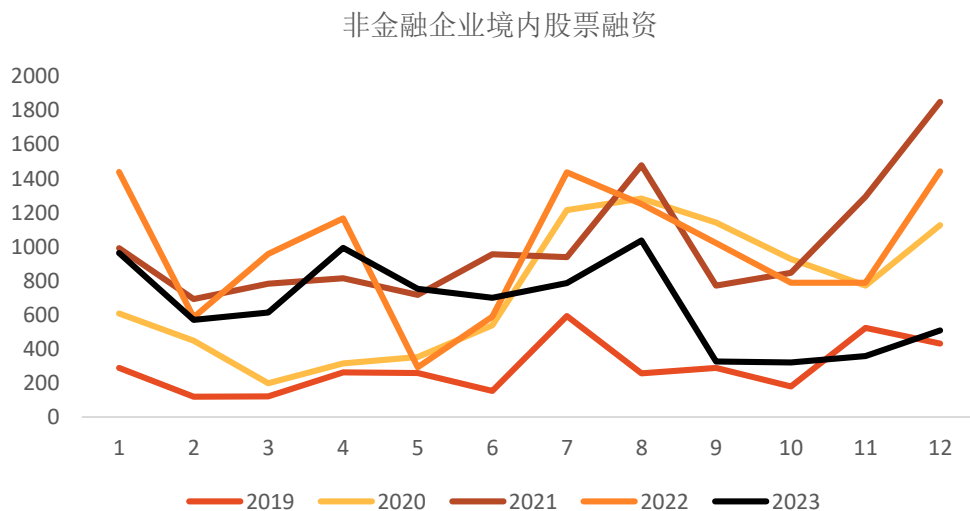
12 月社融的结构特征继续反映政策的取向。一方面，财政继续发力托举经济，尽管地方专项债由于额度限制发行变缓，但新增万亿国债助力政府债融资继续高增；另一方面，IPO 放缓的影响仍在持续，9-12 月非金融企业境内股票融资量持续处于低位。

图 3：新增政府债券融资（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：新增股票融资（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

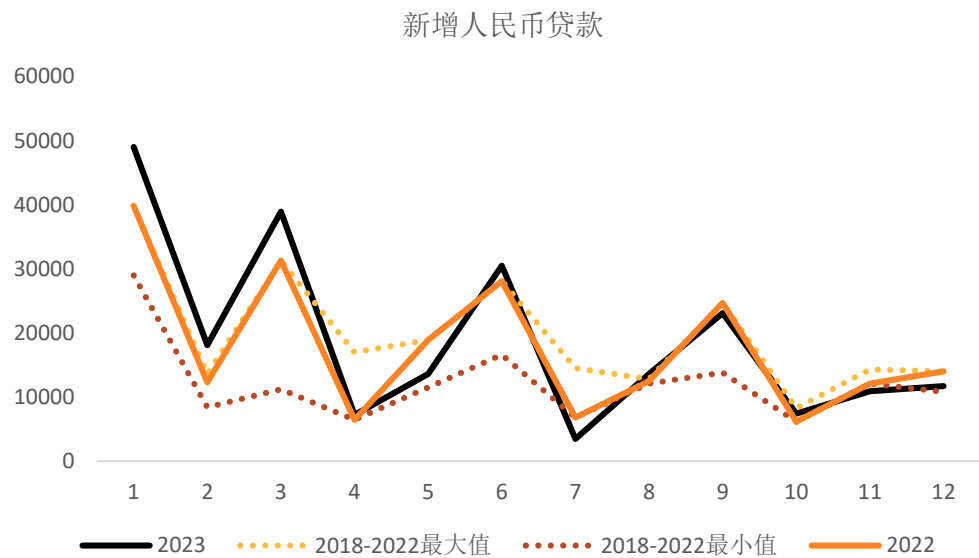
2 贷款结构仍待改善

12月新增人民币贷款1.17万亿，同比少增2300亿元，与季节性水平相差不大。

从新增人民币贷款结构来看，居民短贷好于长贷，企业贷款结构仍未改善，有一定的冲量特征：

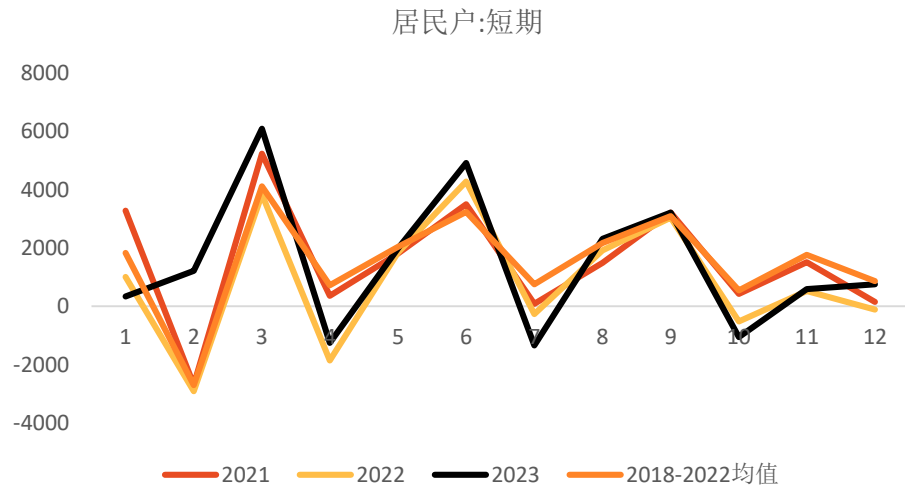
居民贷款2221亿元，同比多增468亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别新增759亿元和1462亿元，同比分别多增872亿元和少增403亿元。12月居民短贷增幅较大，年末银行信贷需求偏弱，在此背景下，短期消费贷冲量的可能性较大；但居民长贷略低于2022年同期。可以看到，居民中长贷与房地产销售面积明显正相关，目前房地产成交面积仍未出现明显改善，居民加杠杆的意愿仍然不强，新增居民贷款或仍有压力。

图5：新增人民币贷款（亿元）



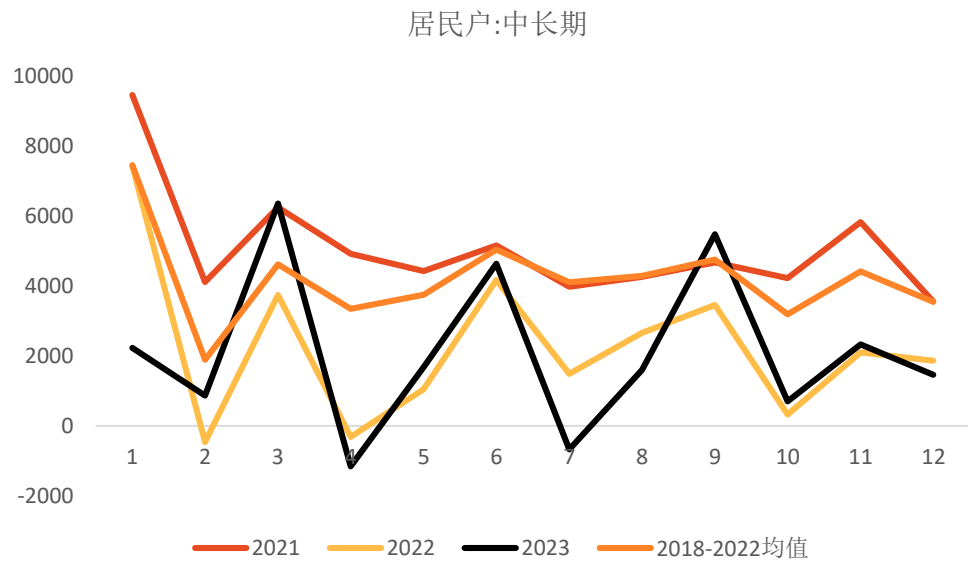
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6: 新增居民贷款: 短期 (亿元)



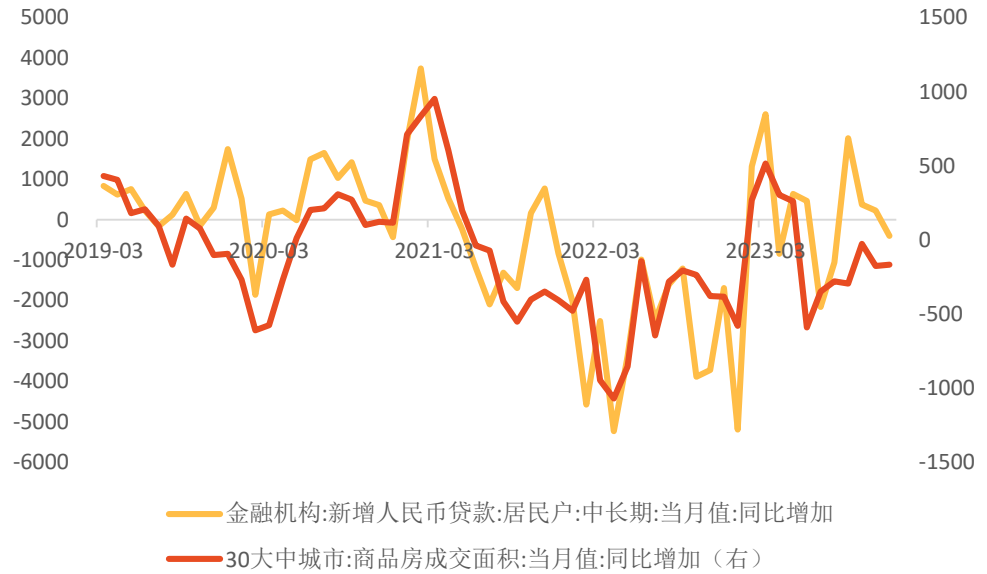
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 7: 新增居民贷款: 长期 (亿元)



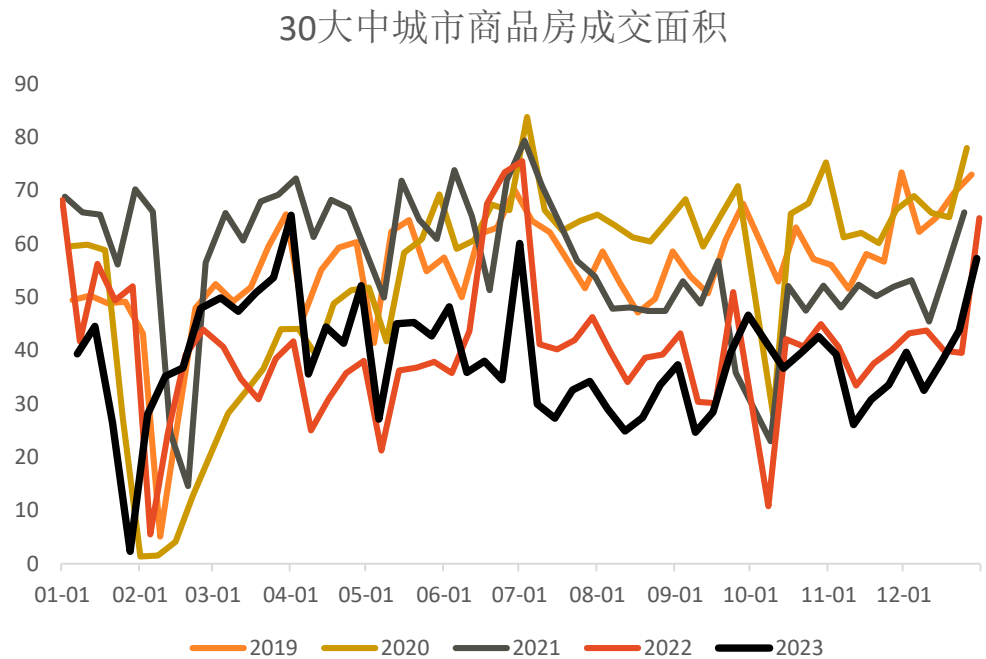
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 8：居民户中长期贷款和 30 大中城市商品房成交面积（亿元，万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

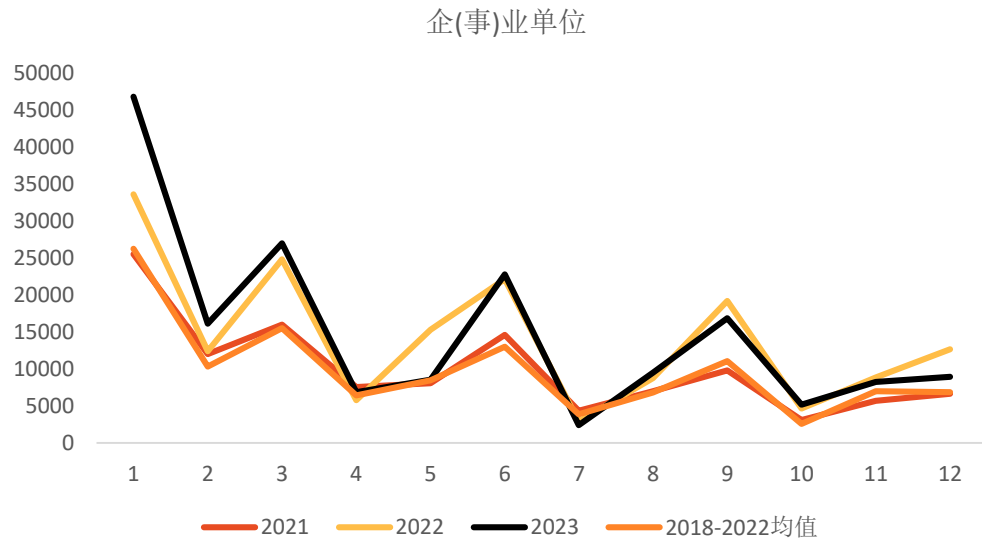
图 9：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

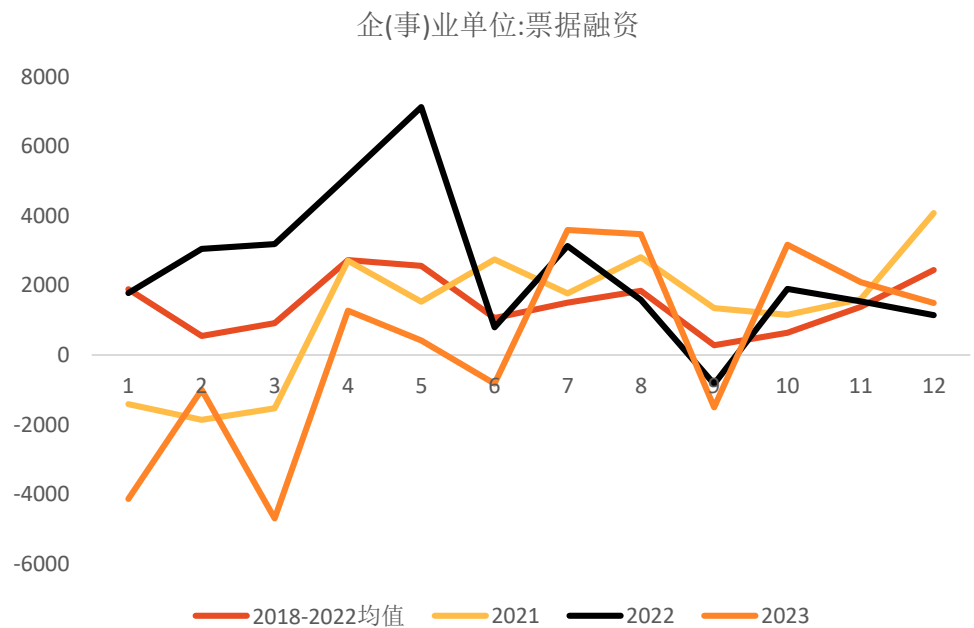
企（事）业单位贷款 8916 亿元，同比少增 3721 亿元。其中中长期贷款、短期贷款分别为 8612 亿元、-635 亿元，同比分别少增 3498 亿元、多减 219 亿元。尽管 PS� 重启对企业中长贷有一定的积极作用，但受高基数的影响，12 月仍录得同比少增，实体经济的融资需求仍然偏弱。票据融资 1497 亿元，同比多增 351 亿元，说明仍有一定的冲量现象。但 12 月票据融资低于季节性水平，同时国股银行票据转贴现利率 12 月整体上行幅度有限，因此票据冲量的影响不大。

图 10：企业贷款：当月新增（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11：企业：票据融资：当月新增（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 票据利率 12 月略有上行 (%)

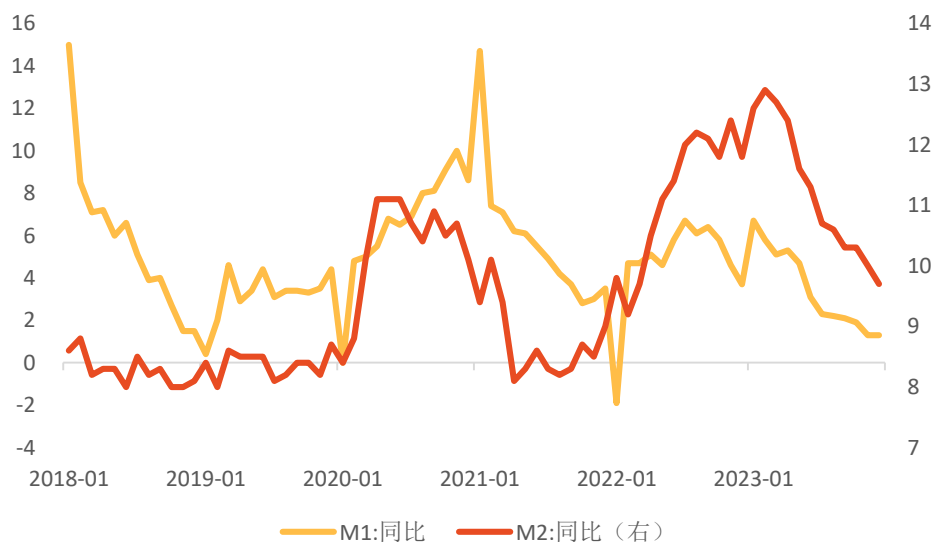


资料来源: wind, 首创证券研究发展部

3 M1 增速止跌

12 月 M2 同比增速为 9.7%，较上月下降 0.3 个百分点；M1 同比增速为 1.3%，与上月持平。M1-M2 剪刀差有所收敛，体现货币活性边际改善，或是一个积极信号。往后看，2023 年四季度的政府债融资高增将使 2024 年一季度财政支出的力度加大，可能会推动 M2 增速的上行。

图 13: M1 与 M2 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

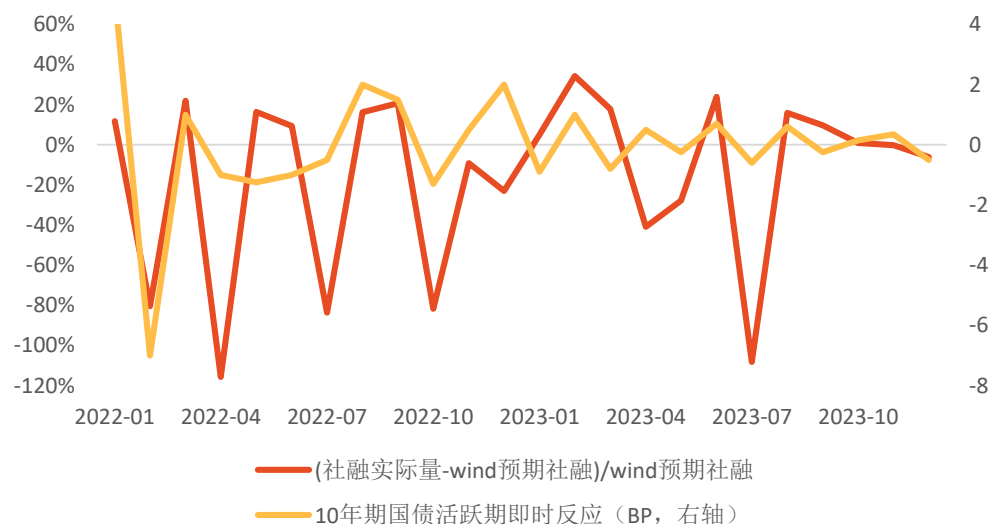
金融数据公布后，10 年期国债活跃券收益率瞬时下行 0.5BP，社融的预期差与债市的即时反应仍有一定的相关性。但短暂的下行后 10 年国债收益率又上行 0.85BP，目前债市止盈压力较大，但本月 15 日降息预期落空后，降息的博弈仍将持续，短期债市可能呈现震荡走势。

图 14：国债 10 年活跃券即时反应 (%)



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图 15：社融公布后债市的即时反应



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

央行多次强调要适度平滑信贷波动，加强贷款均衡投放，增强信贷增长的稳定性，一定程度上降低了市场对于 2024 年一季度“开门红”的预期。但 1 月份的经济内生增

长动能可能仍然较弱，一季度仍有降息降准的必要。

5 风险提示

政策不及预期；海外扰动超预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，宏观分析师，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

评级	说明
股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
	中性 行业与整体市场表现基本持平
	看淡 行业弱于整体市场表现