

信用周期启动有赖财政发力

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2024年01月17日

投资摘要:

12月社融数据继续走弱，增量主要来自政府债券的支持。其中人民币贷款同比少增尤其是居民和企业部门的中长期贷款同比少增显示出实体的需求仍然较弱。而地产销售乏力也反映了在保持高位的M2与M1增速剪刀差上。在自发的融资需求走弱的背景下，新的信用周期开启有赖政府的支持，后续财政的力度和节奏对经济运行的影响值得高度关注。

12月社融整体仍然偏弱

- 12月新增社融强于2022年，但增速仍然较弱。12月当月新增社会融资规模1.9万亿元，同比多增6342亿元，但与2021年相比仍然少增4282亿元。社融存量378.1万亿元，同比增长9.5%，增速走势延续了8月以来的上升趋势，但与过去10年相比仍处低位。
- 2024年开年票据利率大幅上行或指示1月信贷高增。从票据利率上我们看到，进入12月后3M国股银票转贴现利率持续走低，而开年后大幅反弹。结合12月增量和增速都偏弱的社融数据，我们仍可对1月“开门红”的信贷节奏有所期待。
- 人民币贷款和政府债券提供社融增量。从12月数据来看，新增社融的主要贡献项是人民币贷款和政府债券，12月当月人民币贷款新增1.1万亿元，同比少增3351亿元；政府债券新增9279元，同比多增6470亿元，连续5个月当月新增超9000亿元。

居民和企业部门中长期贷款偏弱

- 中长期贷款占比较高，但同比少增。从期限结构来看，12月金融机构口径中长期人民币贷款新增1万亿元，在12月新增人民币贷款中占比达90%，但同比却少增3901亿元；新增短期及票据贷款1621亿元，同比多增1004亿元。短期及票据贷款中，居民户短期贷款新增759亿元，同比多增872亿元。
- 居民部门和企业人民币贷款一增一减。从部门来看，12月金融机构口径企业人民币贷款新增8916亿元，同比少增3721亿元。居民部门人民币贷款新增2221亿元，同比多增468亿元。从12月数据来看，居民部门的扩表意愿强于企业部门。
- 居民中长期贷款同比少增，地产限制政策放松对居民购房意愿的提振有限。12月金融机构口径下居民部门中长期人民币贷款新增1462亿元，同比少增403亿元，环比也继续走弱。2023年初以来房价下跌持续打压居民的购房意愿，并进一步对居民中长贷款的增长形成了拖累。12月居民部门短期贷款新增759亿元，同比多增872亿元；企业部门中长期贷款新增8612亿元，同比少增3498亿元，短期贷款和票据新增862亿元，同比多增132亿元。

政府债券持续发力

- 政府债券发行维持较大力度。12月政府债券新增9279亿元，同比多增6470亿元。2023年后5个月各月政府债券发行额均保持在9000亿元以上，前期较慢的发行节奏使得下半年发行额显著上量。目前我们看到部分省市已经下达了2024年地方债券的发行额度，在居民和企业部门扩表意愿不强的背景下，财政发力的必要性大幅提高。

广义货币增速下降

- M2-M1维持高位，M2-社融剪刀差收窄。12月M2同比增长9.7%，前值10.0%；M1同比增长1.3%，与前值持平。受地产销售的影响，M2与M1的增速差值仍然较高。12月M2与社融增速差值为0.2%，较上月收窄0.4个百分点，对应政府债券融资上量而实物工作量形成滞后。

风险提示：居民部门需求超预期修复、海外需求保持强劲、企业投资扩产需求超预期、政策风险。

曹旭特

分析师

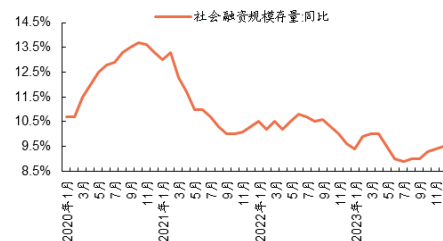
SAC执业证书编号：S1660519040001

李起

研究助理

SAC执业证书编号：S1660122090010

2020-2023年社融存量增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 《经济继续环比走平：宏观经济研究周报》2023-08-03
- 《消费生产回暖 地产出口承压：宏观经济研究周报》2023-07-25
- 《康波复苏的起点：宏观经济研究专题报告》2023-07-24
- 《4次降息中的资产价格变化：宏观经济研究周报》2023-07-18
- 《核心通胀仍在5%以上：宏观经济研究周报》2023-07-10

内容目录

1. 每周一谈：12月金融数据点评	3
1.1 12月社融整体仍然偏弱	3
1.2 居民和企业部门中长期贷款偏弱	4
1.2.1 中长期贷款同比少增	4
1.2.2 政府债券持续发力	5
1.2.3 企业债券融资同比走强，非标融资持续下降	5
1.3 广义货币增速下降	6
2. 风险提示	6

图表目录

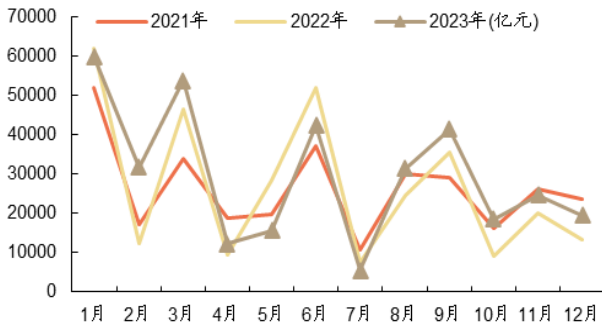
图 1：2021-23 年各月当月新增社融	3
图 2：2021-23 年各月社融存量增速	3
图 3：2023-24 年 3M 国股银票转贴现利率 (%)	3
图 4：2021-23 年新增社融结构	4
图 5：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按期限）	4
图 6：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按部门）	4
图 7：2022-23 年各月居民部门人民币信贷期限结构	4
图 8：2022-23 年各月企业部门人民币信贷期限结构	4
图 9：2021-23 年各月新增政府债券规模	5
图 10：2021-23 年各月新增企业债券规模	6
图 11：2022-23 年各月新增外币贷款与非标融资规模	6
图 12：2021-23 年各月 M1、M2 增速	6
图 13：2021-23 年社融及 M2 增速	6

1. 每周一谈：12月金融数据点评

1.1 12月社融整体仍然偏弱

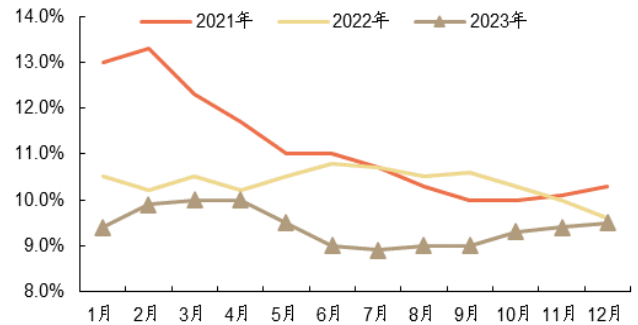
12月新增社融强于2022年，但增速仍然较弱。12月当月新增社会融资规模1.9万亿元，同比多增6342亿元，但与2021年相比仍然少增4282亿元。社融存量378.1万亿元，同比增长9.5%，增速走势延续了8月以来的上升趋势，但与过去10年相比仍处低位（图1、图2）。

图1：2021-23年各月当月新增社融



资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：2021-23年各月社融存量增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

2024年开年票据利率大幅上行或指示1月信贷高增。11月27日，央行发布《2023年第三季度中国货币政策执行报告》提出要“着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性”。市场将其解读为12月和1月信贷投放趋于平均。但从票据利率上我们看到，进入12月后3M国股银票转贴现利率持续走低，而开年后大幅反弹（图3）。结合12月增量和增速都偏弱的社融数据，我们仍可对1月“开门红”的信贷节奏有所期待。

图3：2023-24年3M国股银票转贴现利率(%)

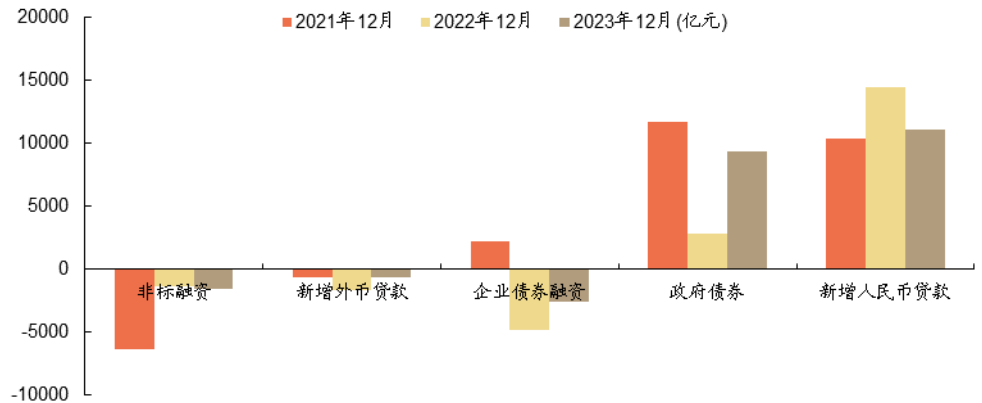


资料来源：Wind，申港证券研究所

人民币贷款和政府债券提供社融增量。从12月数据来看，新增社融的主要贡献项是人民币贷款和政府债券，12月当月人民币贷款新增1.1万亿元，同比少增3351亿元；政府债券新增9279元，同比多增6470亿元，连续5个月当月新增超9000亿元。企业债券融资减少2625亿元，同比少减2262亿元；非标融资规模减少1564

亿元，同比多减 145 亿元；外币贷款减少 636 亿元，同比少减 1029 亿元（图 4）。

图4：2021-23 年新增社融结构



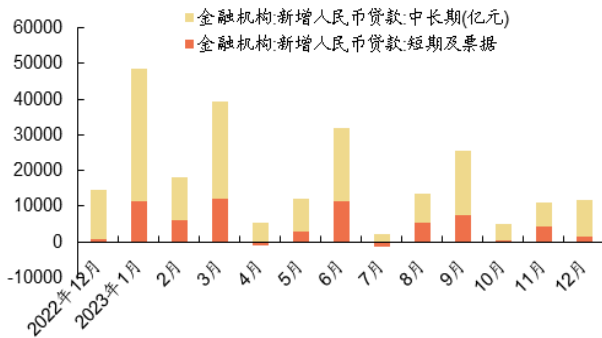
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 居民和企业部门中长期贷款偏弱

1.2.1 中长期贷款同比少增

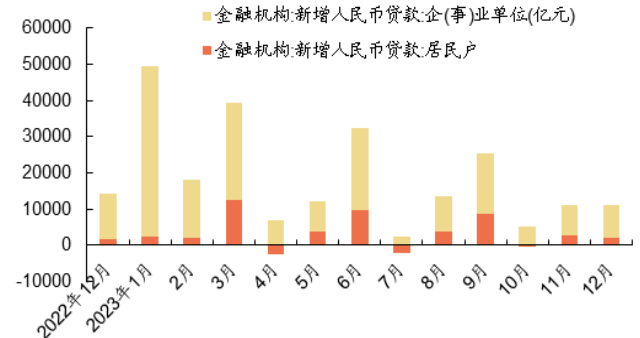
中长期贷款占比较高，但同比少增。从期限结构来看，12 月金融机构口径中长期人民币贷款新增 1 万亿元，在 12 月新增人民币贷款中占比达 90%，但同比却少增 3901 亿元；新增短期及票据贷款 1621 亿元，同比多增 1004 亿元。短期及票据贷款中，居民户短期贷款新增 759 亿元，同比多增 872 亿元（图 5）。

图5：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按期限）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：2022-23 年各月金融机构人民币贷款结构（按部门）

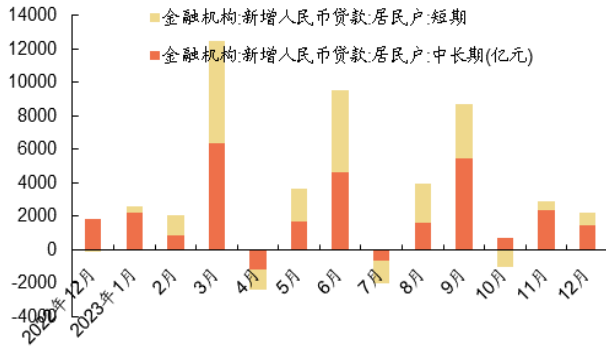


资料来源：Wind，申港证券研究所

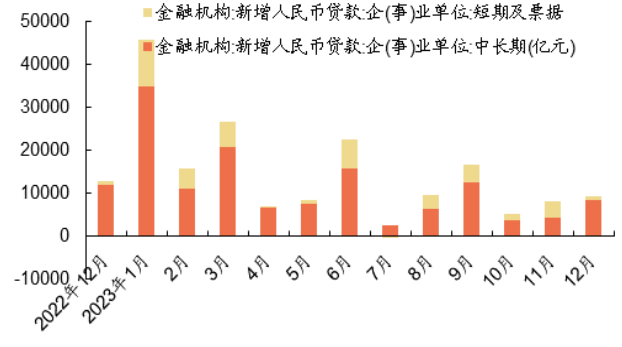
居民部门和企业人民币贷款一增一减。从部门来看，12 月金融机构口径企业人民币贷款新增 8916 亿元，同比少增 3721 亿元。居民部门人民币贷款新增 2221 亿元，同比多增 468 亿元（图 6）。从 12 月数据来看，居民部门的扩表意愿强于企业部门。

图7：2022-23 年各月居民部门人民币信贷期限结构

图8：2022-23 年各月企业部门人民币信贷期限结构



资料来源: Wind, 申港证券研究所



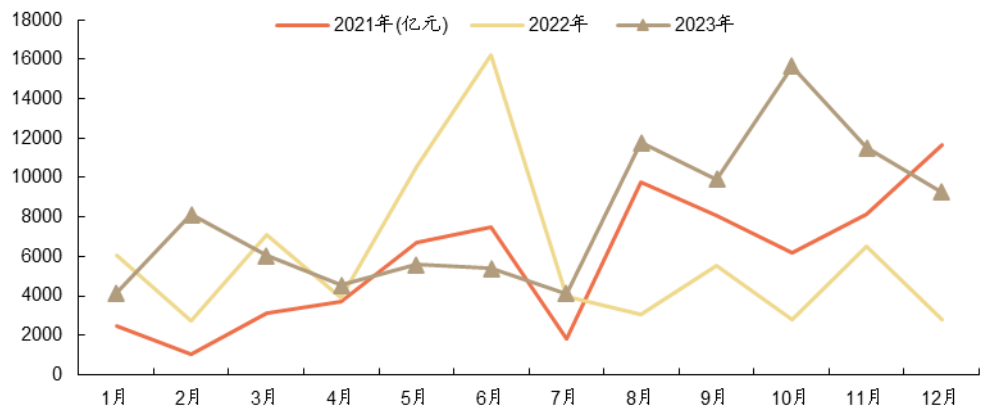
资料来源: Wind, 申港证券研究所

居民中长期贷款同比少增，地产限制政策放松对居民购房意愿的提振有限。12月金融机构口径下居民部门中长期人民币贷款新增 1462 亿元，同比少增 403 亿元，环比也继续走弱（图 7）。2023 年初以来房价下跌持续打压居民的购房意愿，并进一步对居民中长贷款的增长形成了拖累。12 月居民部门短期贷款新增 759 亿元，同比多增 872 亿元；企业部门中长期贷款新增 8612 亿元，同比少增 3498 亿元，短期贷款和票据新增 862 亿元，同比多增 132 亿元（图 8）。

1.2.2 政府债券持续发力

政府债券发行维持较大力度。12 月政府债券新增 9279 亿元，同比多增 6470 亿元（图 9）。2023 年后 5 个月各月政府债券发行额均保持在 9000 亿元以上，前期较慢的发行节奏使得下半年发行额显著上量。目前我们看到部分省市已经下达了 2024 年地方债券的发行额度，在居民和企业部门扩表意愿不强的背景下，财政发力的必要性大幅提高。

图9: 2021-23 年各月新增政府债券规模

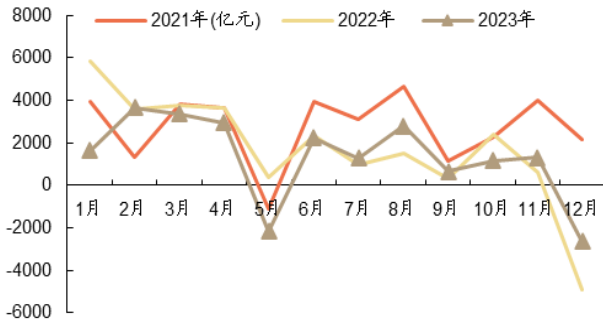


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.2.3 企业债券融资同比走强，非标融资持续下降

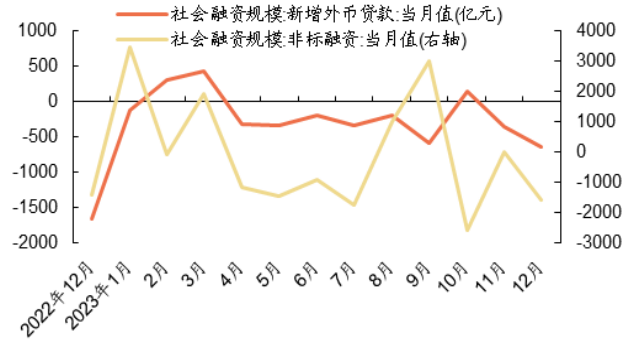
企业债券发行量同比改善。12 月企业债券融资规模下降 2625 亿元，同比少减 2262 亿元（图 10）。12 月外币贷款减少 636 亿元，同比少减 1029 亿元。非标融资中，未贴现银票减少 1869 亿元，同比多减 1315 亿元，信托贷款新增 348 亿元，同比多增 1112 亿元，委托贷款减少 43 亿元，同比少减 58 亿元（图 11）。

图10: 2021-23 年各月新增企业债券规模



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图11: 2022-23 年各月新增外币贷款与非标融资规模

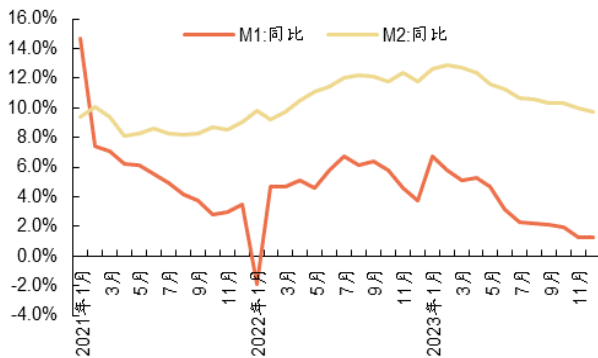


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 广义货币增速下降

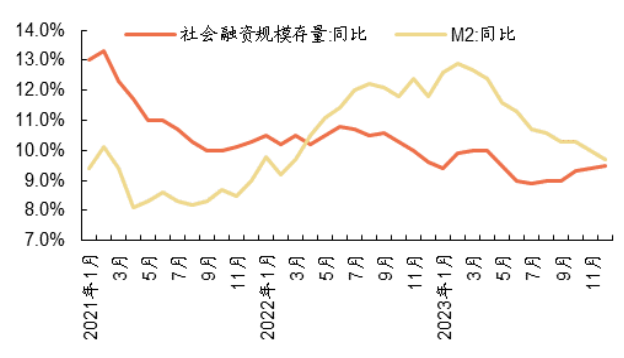
M2-M1 维持高位、M2-社融剪刀差收窄。12月M2同比增长9.7%，前值10.0%；M1同比增长1.3%，与前值持平（图12）。受地产销售的影响，M2与M1的增速差值仍然较高。12月M2与社融增速差值为0.2%，较上月收窄0.4个百分点，对应政府债券融资上量而实物工作量形成滞后（图13）。

图12: 2021-23 年各月 M1、M2 增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图13: 2021-23 年社融及 M2 增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2. 风险提示

居民部门需求超预期修复、海外需求保持强劲、企业投资扩产需求超预期、政策风险。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数）