

# 宏观

证券研究报告

2024年01月17日

## 降还是不降？

回顾 2023 年的金融数据，有几个特征值得我们关注：

一是信贷投放前高后低，信贷受政策影响，大小月特征明显。二是政府债投放前低后高，社融增速年末逆势走高。三是资金活化程度明显不足，存在空转现象。

从政策表态上看，央行当前工作的重心，一是要在“量”上配合财政政策发力，二是要“防空转”。

总的来看，我们认为在“防空转”和配合财政政策发力的背景下，后续降准的可能性或高于降息。同时，在经济转型阶段，增量信贷规模下滑并不意味着金融对实体的支持力度减弱。在广义财政发力时，我们预计今年年初信贷表现或并不弱。

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年1月第3周》  
2024-01-15
- 《宏观报告：趋势延续——2024年房地产市场展望》  
2024-01-13
- 《宏观报告：宏观-2023年行业利润来源》  
2024-01-04

**风险提示：**政策发力超预期，经济复苏超预期，信贷需求超预期

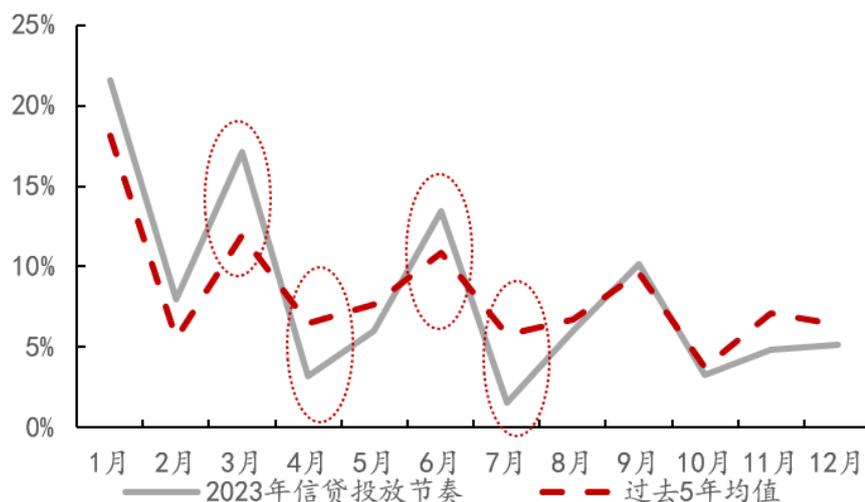
回顾 2023 年的金融数据，有几个特征值得我们关注：

**一是信贷投放前高后低，信贷受政策影响，大小月特征明显。**2023 年全年新增人民币贷款 22.7 万亿，其中住户贷款 4.3 万亿，企事业单位贷款 17.9 万亿。从节奏上看，全年信贷靠前投放，2023 年一季度投放了全年 46.6% 的信贷，高于 2018-2022 年均值 11 个百分点。且大小月特征明显，如 3 月、6 月是信贷投放大月，4 月、7 月是信贷小月。

**二是政府债投放前低后高，社融增速年末逆势走高。**2023 年全年新增社融 35.6 万亿，社融增速先下后上，年末同比 9.5%<sup>1</sup>。在特殊再融资债和新增 1 万亿国债的带动下，全年新增 9.6 万亿政府债（同比多增 2.5 万亿）。且发债节奏后置，有 61% 的政府债是在 8-12 月发行。这使得年末信贷增速回落时，社融增速走高。

**三是资金活化程度明显不足，存在空转现象。**2023 年受房地产市场疲弱、企业投资预期不强等因素影响，M1 同比增速从年初的 6.7% 震荡下滑至年末的 1.3%，存款定期化特征明显。如 2023 年 1-11 月住户部门新增本外币 14.7 万亿（去年同期 15 万亿），其中中长期存款 15.1 万亿（去年同期 12.8 万亿），活期存款减少 0.5 万亿。同时，2023 年新增财政存款 0.8 万亿，2022 年为 -0.1 万亿。这可能与年末政府债发行速度加快，但财政资金下发速度相对滞后有关。

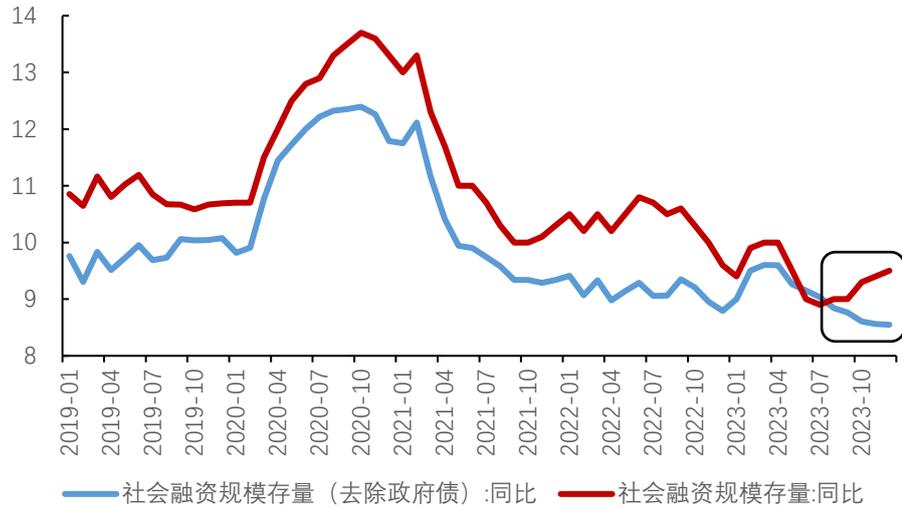
图 1：2023 年信贷投放的节奏性特征强化（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

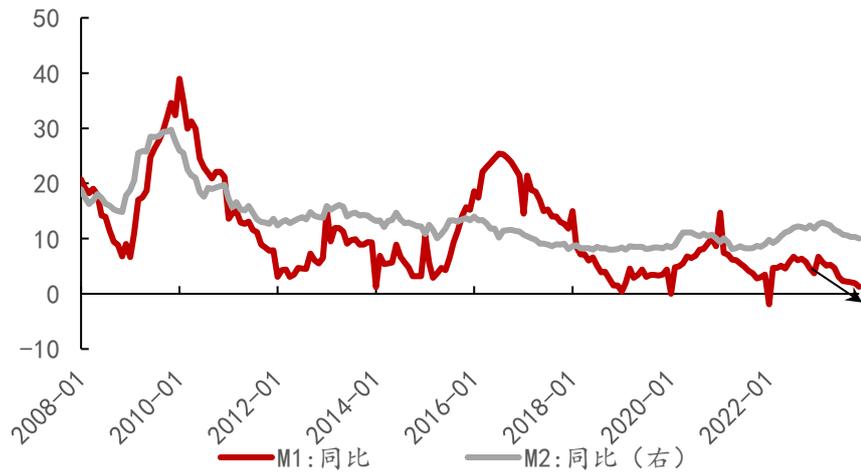
图 2：政府债驱动社融增速走高（单位：%）

<sup>1</sup> [2023 年社会融资规模增量统计数据报告 \(pbc.gov.cn\)](http://pbc.gov.cn)



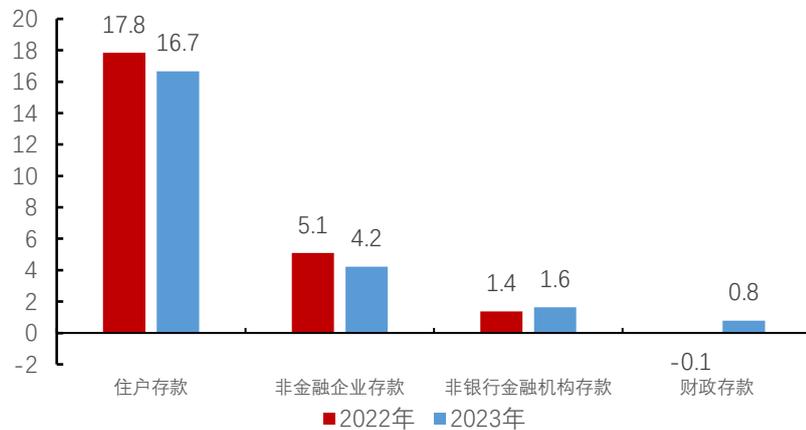
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 资金活化程度明显不足 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 各部门新增存款 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

面对信贷投放波动大、资金空转等情况，我们认为今年央行或更加强调信贷投放的节奏和使用效率（防空转），对年初信贷“开门红”的追求减弱。

如 2024 年央行工作会议指出要“注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构<sup>2</sup>”。货政司司长则表示要“防止资金淤积，引导金融机构加强流动性风险管理<sup>3</sup>”。

对增速的要求则体现为“将综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑<sup>4</sup>”，要“确保社会融资规模全年可持续较快增长<sup>5</sup>”等。

我们认为对信贷要求的变化或是中国经济转型的结果。在 2016-2019 年间，新增房地产相关贷款占当年新增信贷的比重接近 40%。伴随着地产迎来中长期拐点，地产相关贷款大幅回落，而制造业等信贷体量相对较小，难以弥补信贷缺口。此时如果继续追求投放规模，容易造成资金淤积，与政策“防空转”目标相违背。

对社融增速的要求则体现了央行配合财政、加大对实体经济支持力度的态度。如货政司司长明确表示要“加强与财政政策的协调配合，保障政府债券顺利发行，继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展<sup>6</sup>”。

这也解释了为何 1 月央行没有降息。

从政策表态上看，央行当前工作的重心，一是要在“量”上配合财政政策发力，如在 2023 年 9 月到 12 月期间，央行对其他存款性公司债权（央行通过各种政策工具向银行等机构投放的资金）增长了 3.9 万亿，其中仅通过 MLF 就净投放了 1.9 万亿资金。以此来配合去年末的政府债发行，预计今年可能也是如此。

二是要“防空转”，包括提高存量贷款使用效率、平滑信贷投放节奏、对新增信贷规模要求降低等都是该要求的体现。

而央行对降息的关注度并未明显提高。如央行工作会议仅提到了要“持续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降”等常规表述。

在“防空转”、对信贷增速要求降低的背景下，降息或并不是央行的优先选择。

相比于降息，我们认为降准既能够配合财政政策发力，又能够传递货币政策积极主动信号，其后续被使用的概率或更高。在广义财政政策积极的情况下，我们认为一季度或存在一定降准的可能性。

图 5：MLF 等政策工具持续净投放（单位：%）

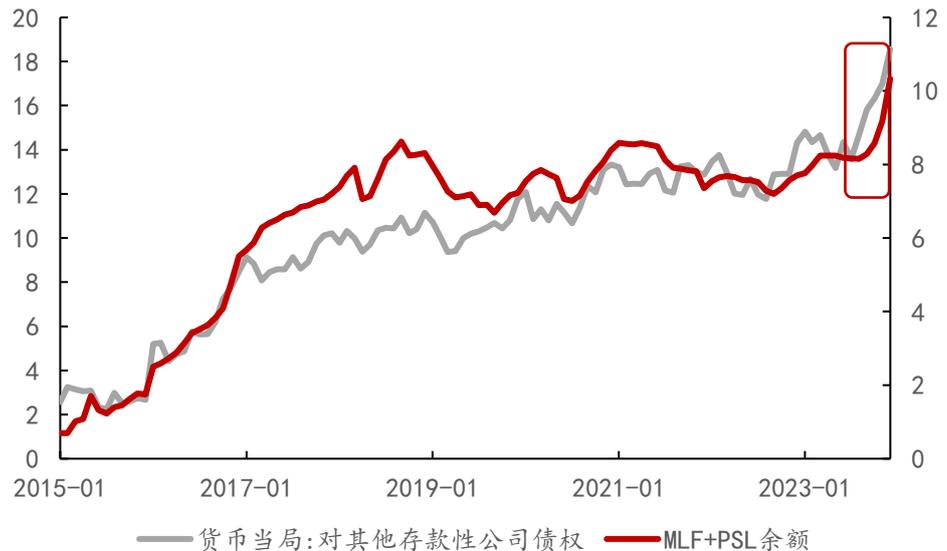
<sup>2</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5194629/index.html>

<sup>3</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/5T9LBGhFUqfs8uY-ilyOFg>

<sup>4</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/0xJNgk5DJrJqKeVoLdzirQ>

<sup>5</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5194629/index.html>

<sup>6</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/5T9LBGhFUqfs8uY-ilyOFg>

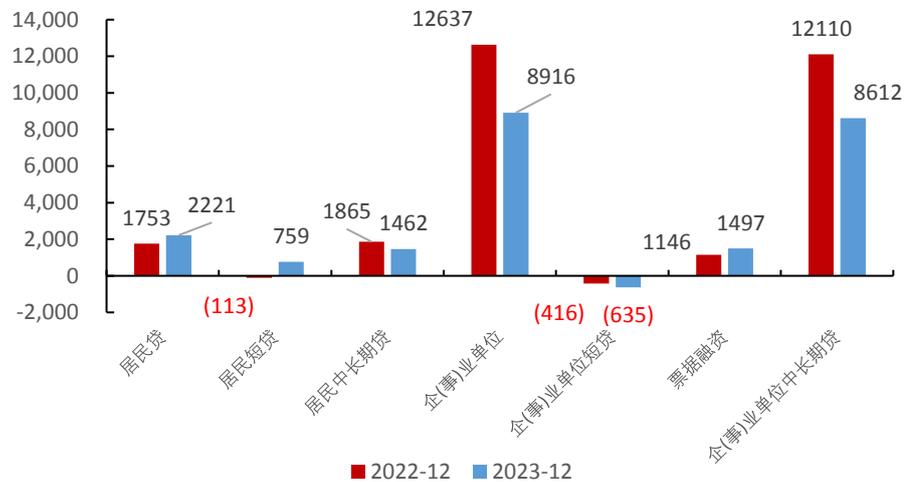


资料来源: wind, 天风证券研究所

在央行平滑强调信贷投放的节奏, 对年初信贷“开门红”的追求减弱时, 我们认为, 2024年年初的金融数据格局或类似于2023年12月。

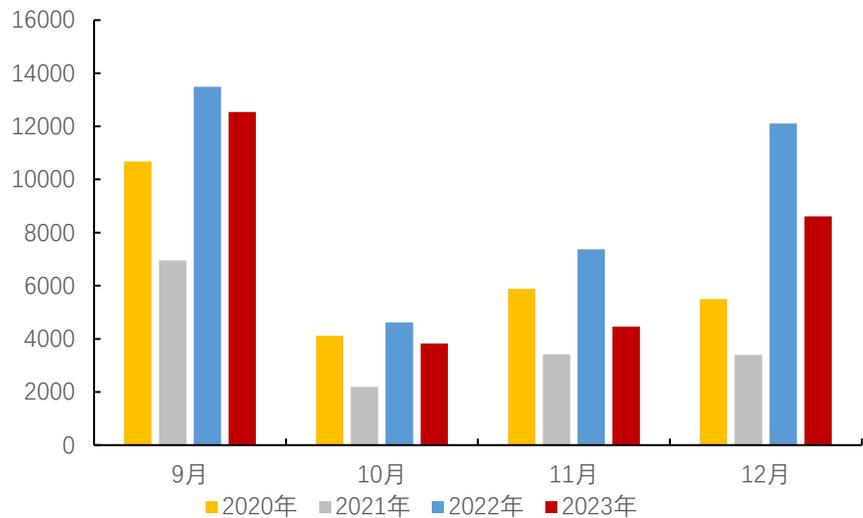
2023年12月的信贷表现其实并不差。如12月新增企业贷款8916亿元, 其中中长期贷款8612亿元, 仅次于基数偏高的2022年12月, 但明显高于2020-2021年同期水平。只是因为去年基数偏高, 导致信贷同比负增。

图 6: 12月新增的信贷结构 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 12月企业新增中长期贷款表现并不弱 (单位: 亿元)

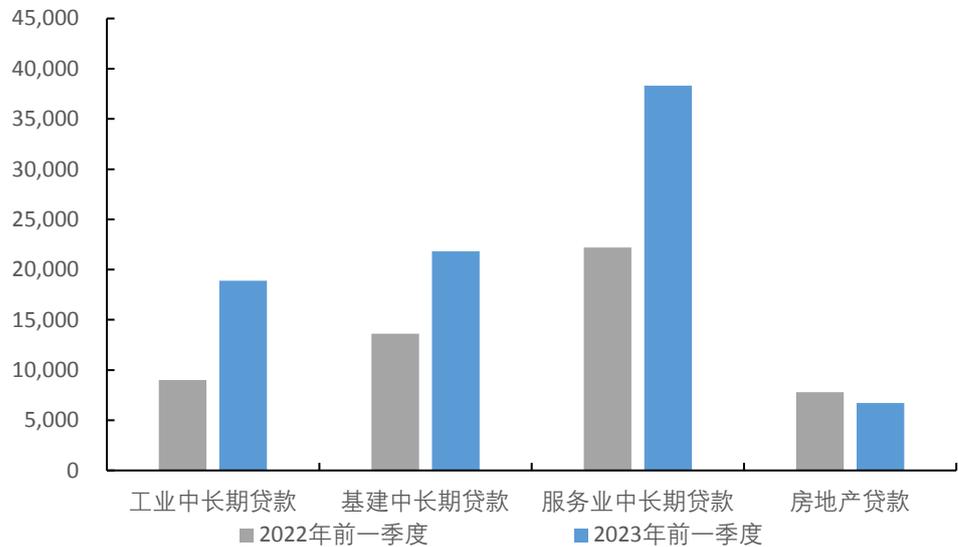


资料来源: wind, 天风证券研究所

我们认为 2024 年一季度信贷规模或也是如此, 同比减少但并不意味对实体的支持力度减弱。

**依靠服务业和工业中长期融资需求回暖, 2023 年一季度企事业单位新增信贷 9 万亿 (同比多增 1.9 万亿), 中长期贷款 6.7 万亿 (同比多增 2.9 万亿)。**其中, 服务业、工业、基建新增中长期贷款 3.8、1.9、2.2 万亿, **同比多增 1.6、1、0.8 万亿。**

图 8: 服务业贷款需求高增 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

**高基数叠加服务业景气度下行或导致今年一季度服务业中长期信贷回落至往年均值水平, 进而拖累总体信贷增速。**

但受益于广义财政发力、制造业基本面小幅改善, **基建和制造业的融资需求或并不弱。**

一是受益于去年末财政资金下发 (1 万亿增发国债中已经有超 8000 亿资金项目下达<sup>7</sup>) 以及 PSL 资金继续投放等, 基建及相关项目的配套融资需求回暖有望支撑年初信贷规模。

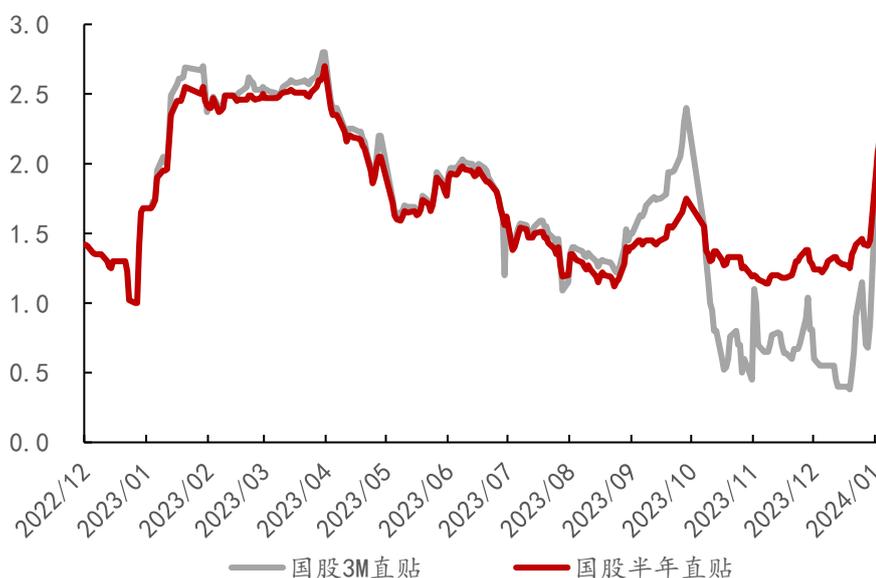
二是在政策支持高技术制造业投资、基本面修复驱动传统制造业投资低位回升时, 制造业

<sup>7</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/9GDZpYldv3SlxydPOoErNA>

投资有望延续 2023 年末的修复趋势（详见《2024 年制造业投资展望》，2023.12.23）。投资企稳也有望推动制造业融资需求企稳。

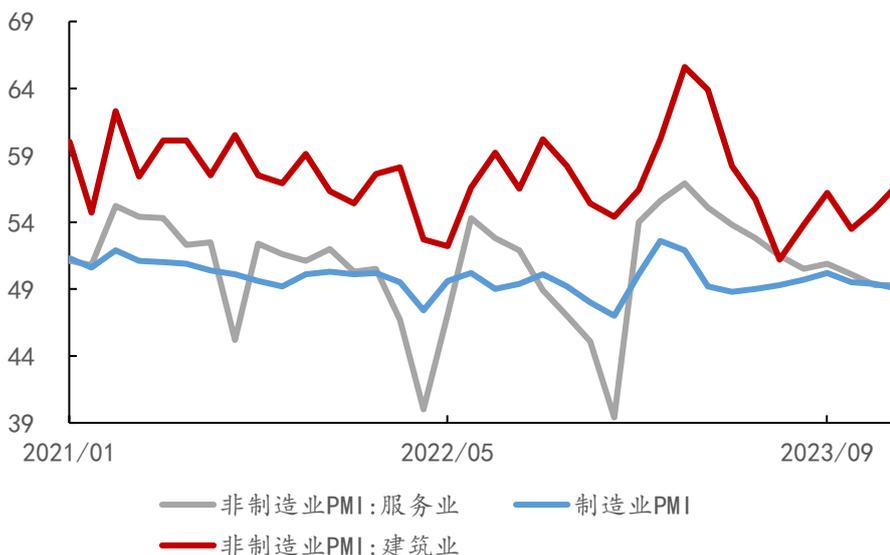
2024 年年初票据利率跳升或也意味着年初的信贷投放或并不差。

图 9：票据利率年初大幅走高（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：建筑业 PMI 在 2023 年年末回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

总的来看，我们认为在“防空转”和配合财政政策发力的背景下，后续降准的可能性或高于降息。同时，在经济转型阶段，增量信贷规模下滑并不意味着金融对实体的支持力度减弱。在广义财政发力时，我们预计今年年初信贷表现或并不弱。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com