

12月金融数据点评：政府债支撑社融表现，实体经济活力待改善



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



陈国文 研究助理
Email:chenguowen@lczq.com

投资要点：

政府债券融资推动社融存量同比增速改善。12月社融存量同比增速为9.5%，较前值提高0.1pct；社融新增1.94万亿，同比多增6342亿元。从结构看，（1）政府债券融资仍为社融最强支撑。12月政府债券融资为9279亿元，同比多增6470亿元。（2）人民币贷款增量为1.1万亿元，同比少增3351亿元，指向实体经济融资需求相对较弱。（3）企业融资增量为-2117亿元，受低基数影响同比多增1327亿元，五年维度看处于低位，指向实体经济修复缓慢。（4）表外融资增量为-1564亿元，转负主因在于季节性因素。

贷款季节性低位，居民贷款处于低位，企业中长贷处于同期高位。12月人民币贷款金额为1.17万亿元，同比少增2300亿元，五年维度看处于低位。从分项看，（1）居民短贷增量录得759亿元，同比多增872亿元，但五年维度看处于低位。（2）居民中长贷为1462亿元，同比少增403亿元，五年维度看处于低位。（3）企业短贷增量录得-625亿元，同比多降219亿元，五年维度看表现中性。（4）企业中长贷录得8612亿元，同比少增3498亿元，五年维度看处于高位。（5）企业票据融资录得1497亿元，同比多增351亿元，五年维度看表现中性。

货币方面，实体信用扩张边际改善，而货币活化程度仍有待改善。（1）12月M1与M2同比增速剪刀差为-8.4%，较上月降幅收窄0.3pct，货币活化程度边际提高，但仍存在改善空间。（2）社融存量与M2同比增速差额为-0.2%，较前值改善0.4pct，说明实体经济融资需求在继续改善。

企业存款处于同期低位，拖累整体存款处于同期低位。12月人民币存款当月增加868亿元，处于近五年同期低位。分部门看，（1）居民部门存款增量为1.98万亿元，同比少增9123亿元，处于近五年同期高位。（2）企业部门存款增量为3165亿元，同比多增2341亿元，五年维度看处于同期低位。（3）财政存款录得-9221亿元，同比少降1636亿元，五年维度看处于同期高位。

风险提示：政策超预期风险，基本面修复不及预期风险。

相关报告

美国12月CPI点评：通胀超市场预期，但下行趋势仍在

2024.01.18

12月通胀数据点评：年度数据回顾与展望

2024.01.17

美国12月非农点评：就业超预期程度或被高估

2024.01.09

目 录

1. 社融：政府债融资放量，社融存量同比改善	4
1.1 存量同比改善，增量表现中性	4
1.2 政府债融资同比多增，支撑社融表现	4
2. 信贷：处于同期低位，居民与企业信贷均较弱	6
2.1 居民部门：短期与中长期贷款均处于同期低位	6
2.2 企业部门：短贷季节性回落，中长贷回升至同期高位	7
3. 货币：M2 下降、社融回升，融资需求改善	8
3.1 M1 与 M2 剪刀差走阔，货币活化程度有待改善	8
3.2 社融与 M2 剪刀差收窄，实体经济融资需求边际改善	8
3.3 存款：企业存款拖累整体存款处于同期低位	8
4. 后续影响因素：财政与货币发力稳投资促消费	9
5. 风险提示	10

图目录

图 1	企业票据融资当月值 (亿元)	4
图 2	社会融资规模增量当月值 (亿元)	4
图 3	社会融资总额当月值 (亿元)	5
图 4	政府债券融资增量 (亿元)	5
图 5	企业融资增量 (亿元)	5
图 6	人民币贷款增量 (亿元)	5
图 7	外币贷款增量 (亿元)	6
图 8	表外融资增量 (亿元)	6
图 9	贷款各分项当月值 (亿元)	6
图 10	金融机构人民币贷款当月值 (亿元)	6
图 11	居民短期贷款当月值 (亿元)	7
图 12	居民中长期贷款当月值 (亿元)	7
图 13	企业短期贷款当月值 (亿元)	7
图 14	企业中长期贷款当月值 (亿元)	7
图 15	企业票据融资当月值 (亿元)	8
图 16	M1 与 M2 同比增速差额 (%)	8
图 17	社融存量与 M2 同比增速差额 (%)	8
图 18	人民币存款当月增量 (亿元)	9
图 19	居民部门存款当月增量 (亿元)	9
图 20	企业部门存款当月增量 (亿元)	9
图 21	财政存款当月增量 (亿元)	9

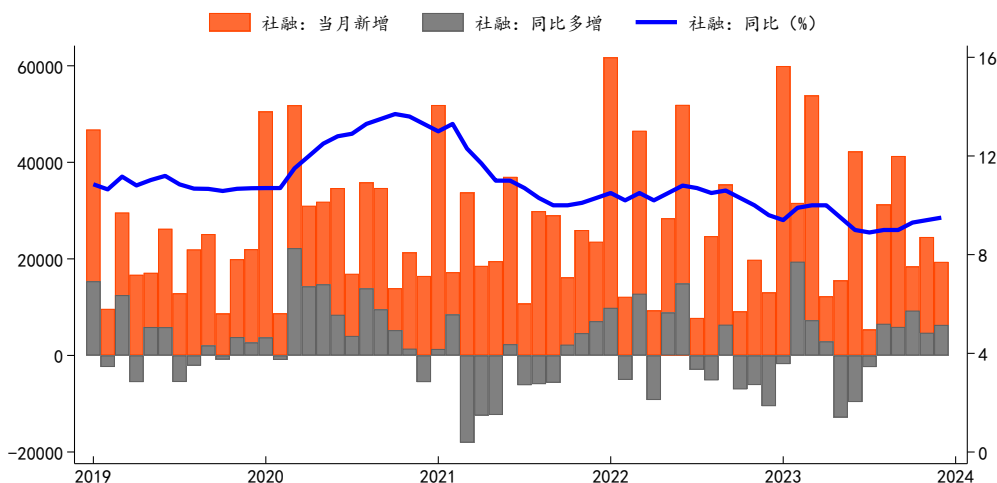
事件：2023年1月12日，中国人民银行公布了12月金融统计数据，社融规模新增1.94万亿，前值为2.45万亿；社融存量同比增速为9.5%，前值为9.4%；M2同比增速为9.7%，前值为10%；M1同比增速为1.3%，前值为1.3%。

1. 社融：政府债融资放量，社融存量同比改善

1.1 存量同比改善，增量表现中性

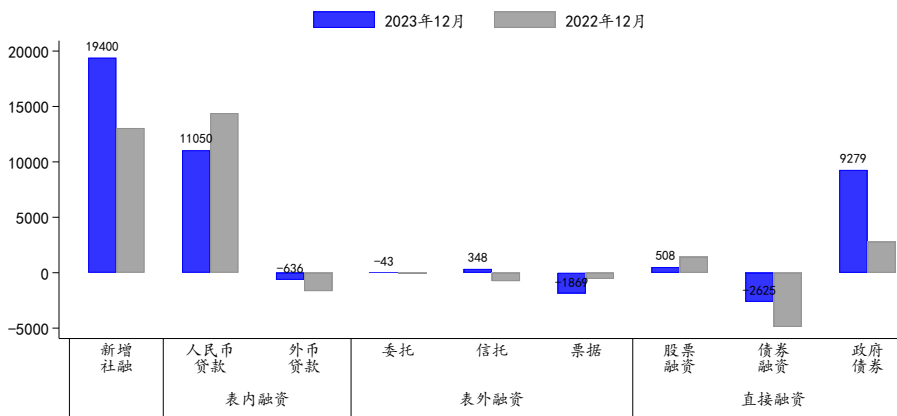
社会融资规模存量同比增速边际改善，社融增量当月值同比多增。12月社融存量同比增速为9.5%，较前值提高0.1pct，延续了10月份以来正增长的趋势。从增量规模看，12月社融增量达到1.94万亿，同比多增6342亿元，但五年维度看表现中性。从结构上看，政府债发力仍是当月社融的主要拉动项。

图1 企业票据融资当月值（亿元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图2 社会融资规模增量当月值（亿元）



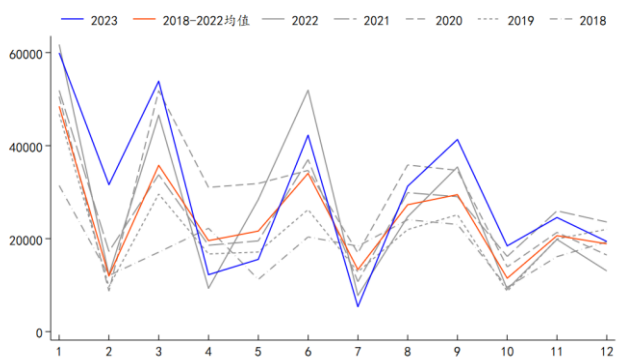
资料来源：同花顺，联储证券研究院

1.2 政府债融资同比多增，支撑社融表现

政府债券融资处于高位，带动社融存量增速改善。政府债券当月新增 9279 亿元，同比多增 6470 亿元；与上月相比下降 2233 亿元。五年维度看，政府债券融资规模处于高位，仅低于 2021 年同期值水平。一方面，政府债券融资处于高位，主要原因或在于四季度 1 万亿特殊国债的发行，推高 12 月政府债券融资规模。另一方面，政府债券融资处于高位但边际持续回落，体现的是 12 月万亿国债发行规模较上月边际下滑。往前看，在实体经济修复阶段，财政政策持续发力，政府债券发行仍会是社融的主要支撑项。

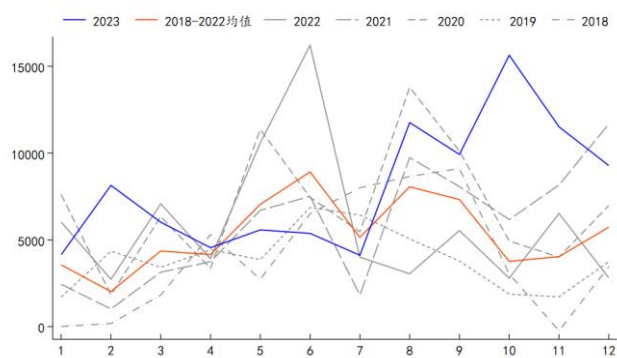
债券融资转负，股票融资略增，企业融资整体负增。12 月债券融资当月值为 -2625 亿元，同比多增 2262 亿元。企业债券融资负增或为国债增发对企业融资的替代效应所致。股票融资当月值为 508 亿元，同比少增 935 亿元，或与 IPO 政策仍然较严有关。企业融资当月值为 -2117 亿元，同比多增 1327 亿元，但五年维度看处于低位，仅高于 2022 年同期值水平。

图3 社会融资总额当月值 (亿元)



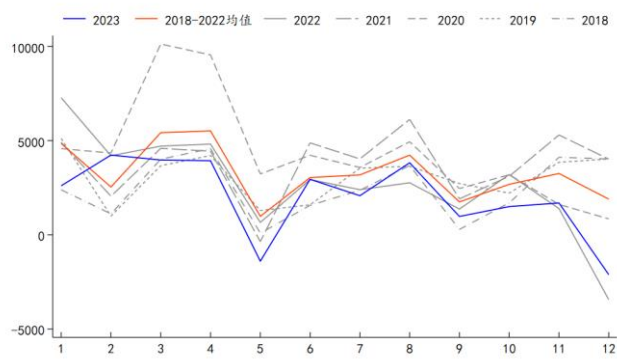
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图4 政府债券融资增量 (亿元)



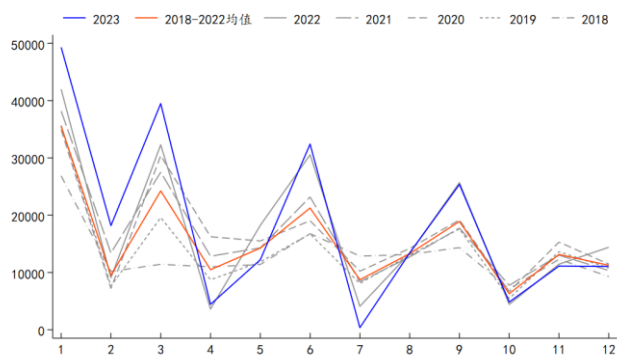
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图5 企业融资增量 (亿元)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图6 人民币贷款增量 (亿元)

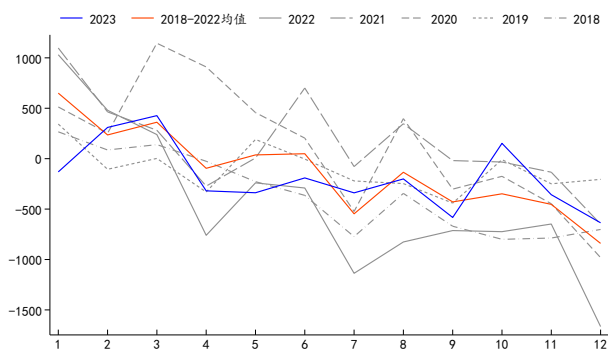


资料来源：同花顺，联储证券研究院

表内融资方面，**人民币贷款同比少增，外币贷款同比降幅改善。**12 月人民币贷款增量规模为 1.1 万亿元，同比少增 3351 亿元，五年维度看表现中性。人民币贷款同比少增，或与政府债券推高直接融资替代部分信贷需求有关。外币贷款增量规模为 -636 亿元，同比少降 1029 亿元，五年维度看表现中性。外币需求同比修复的原因或在于市场提高了对美联储的降息预期，进而提高外币贷款需求。

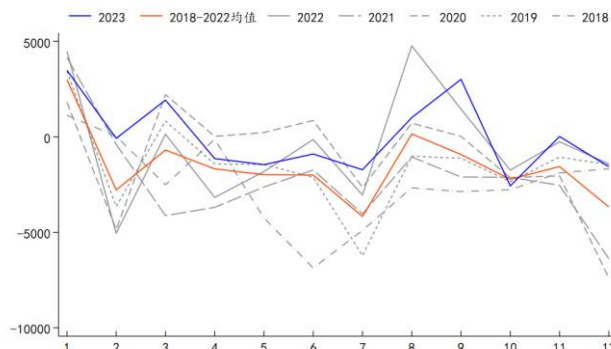
表外融资方面，**信托贷款增量为正，委托贷款和未贴现银行承兑汇票增量为负，表外融资增量转负多为季节性因素。**12 月信托贷款增量为 348 亿元，同比多增 1112 亿元，指向地产基建获多渠道融资支持；委托贷款增量为 -48 亿元，同比多增 58 亿元；未贴现银行承兑汇票增量为 -1869 亿元，同比少增 1315 亿元。表外融资增量转负，录得 -1564 亿元，同比多降 145 亿元。五年维度看，表外融资增量处于同期高位水平，增量转负受季节性因素影响较大。

图7 外币贷款增量(亿元)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图8 表外融资增量(亿元)

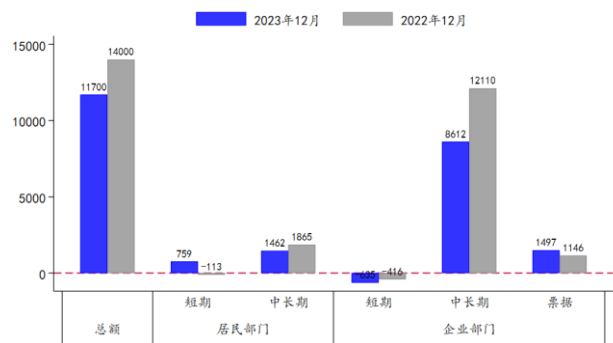


资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

2. 信贷: 处于同期低位, 居民与企业信贷均较弱

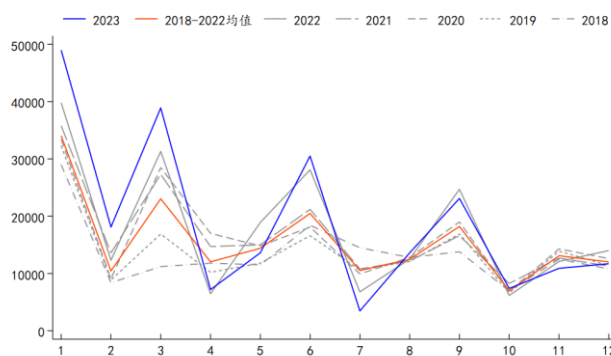
贷款当月值处于季节性低位。12月金融机构人民币贷款金额为1.17万亿元, 同比少增2300亿元, 五年维度看处于同期低位, 仅略高于2018和2019年同期值。从分项看, 居民部门的短期贷款同比多增, 中长贷同比少增; 企业部门短贷同比负增扩大, 中长贷同比增幅下降, 票据融资同比多增。

图9 贷款各分项当月值(亿元)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图10 金融机构人民币贷款当月值(亿元)

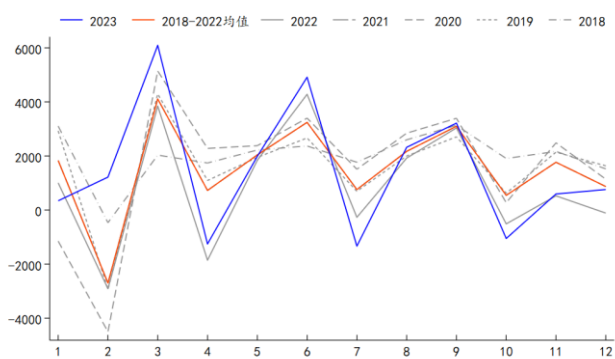


资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

2.1 居民部门: 短期与中长期贷款均处于同期低位

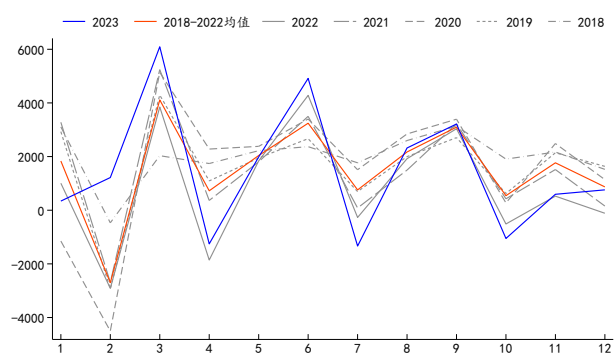
居民部门短期贷款同比多增, 但仍弱于季节性; 中长期贷款持续处于同期低位。12月居民部门短期贷款录得759亿元, 同比多增872亿元, 五年维度看处于低位水平, 仅高于2022年同期值。居民部门中长期贷款为1462亿元, 同比少增403亿元, 五年维度看处于低位水平。居民部门贷款增幅偏弱与房地产销售下滑、消费缓慢修复较为一致。

图11 居民短期贷款当月值 (亿元)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图12 居民中长期贷款当月值 (亿元)

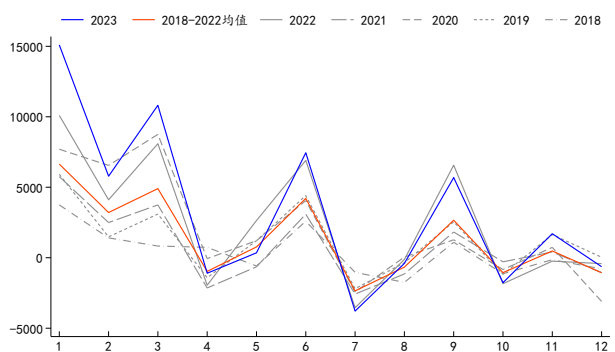


资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

2.2 企业部门: 短贷季节性回落, 中长贷回升至同期高位

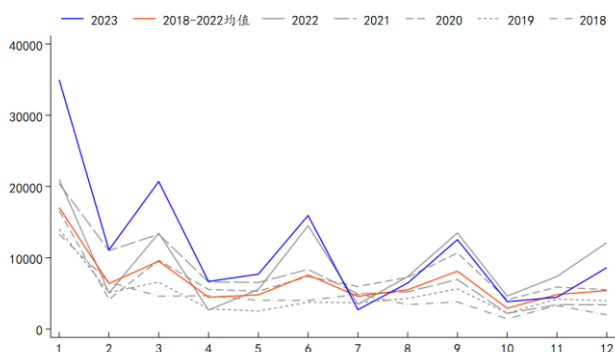
企业部门短期贷款季节性走弱, 中长期贷款同比少增, 票据融资同比多增。12月企业部门短期贷款增量录得-635亿元, 同比多降219亿元, 五年维度看表现中性。企业中长期贷款为8612亿元, 同比少增3498亿元, 但五年维度看处于同期高位, 仅次于2022年同期值。企业票据融资增量为1497亿元, 同比多增351亿元, 五年维度看表现中性。企业融资整体偏弱, 指向企业部门生产经营活动仍在缓慢修复中。

图13 企业短期贷款当月值 (亿元)



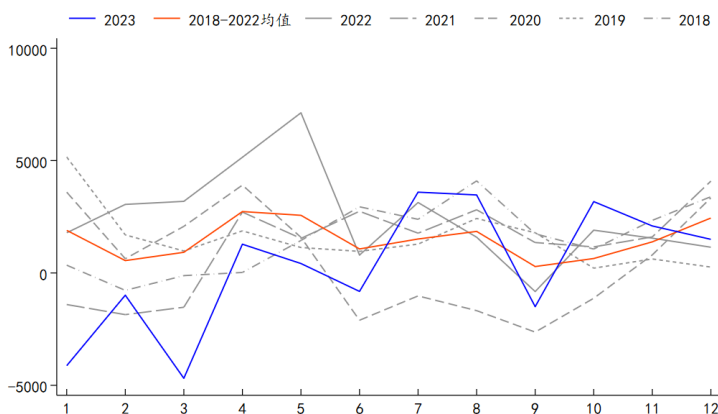
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图14 企业中长期贷款当月值 (亿元)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图15 企业票据融资当月值 (亿元)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

3. 货币：M2 下降、社融回升，融资需求改善

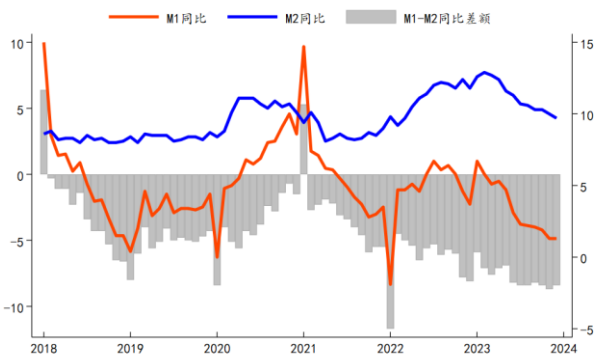
3.1 M1 与 M2 剪刀差走阔，货币活化程度有待改善

M1 同比持平，M2 同比下降，M1 与 M2 同比增速剪刀差负增边际收窄。12月M1同比增速为1.3%，与上月持平。拆分来看，M0同比增速为8.3%，较前值降低2.1pct；企业活存同比增速为0.02%，较前值上升0.3pct，指向实体企业资金活性虽有改善，但仍相对较差。M2同比增速为9.7%，较上月降低0.3pct；M1同比与M2同比差额为-8.4%，较上月降幅收窄0.3pct。M1与M2剪刀差持续为负，说明货币活化程度仍有待改善。

3.2 社融与 M2 剪刀差收窄，实体经济融资需求边际改善

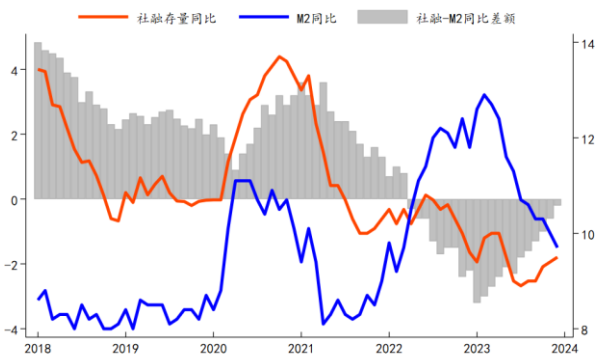
社融存量同比增加，M2 同比降低，社融存量与 M2 同比增速剪刀差持续收窄。12月社融存量同比增速与M2同比增速剪刀差为-0.2%，较前值降幅收窄0.4pct。社融与M2剪刀差的持续改善，说明实体经济融资需求不断改善。

图16 M1 与 M2 同比增速差额 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图17 社融存量与 M2 同比增速差额 (%)

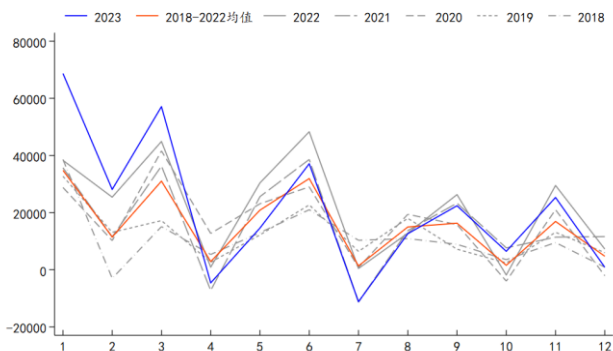


资料来源：同花顺，联储证券研究院

3.3 存款：企业存款拖累整体存款处于同期低位

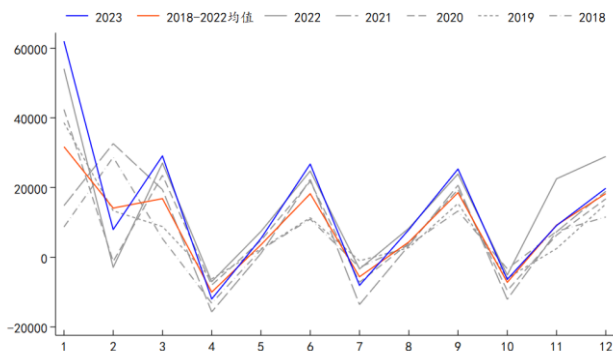
存款方面，居民部门推动存款增加，企业部门存款处于同期低位。12月人民币存款当月增加868亿元，同比少增6374亿元，五年维度看处于同期低位。分部门看，(1)居民部门人民币存款增加1.978万亿元，同比少增9123亿元，五年维度看处于同期相对高位，仅低于2022年同期值。(2)企业部门存款增加3165亿元，同比多增2341亿元，五年维度看处于同期低位，仅高于2022年同期值。企业存款多增，居民存款少增，指向企业向居民部门存款转化速度较慢，同时与M2增速回落形成印证。(3)财政存款录得-9221亿元，同比少降1636亿元，五年维度看处于相对高位，指向财政政策积极发力刺激经济。

图18人民币存款当月增量(亿元)



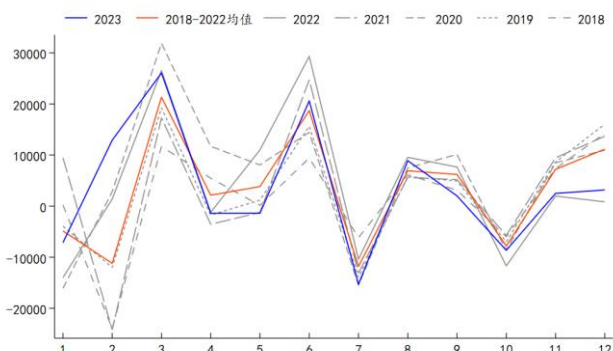
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图19居民部门存款当月增量(亿元)



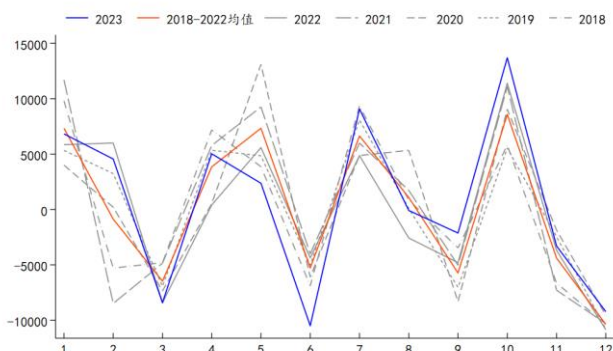
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图20企业部门存款当月增量(亿元)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图21财政存款当月增量(亿元)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

4.后续影响因素：财政与货币发力稳投资促消费

往前看，**预期万亿国债项目落地、央行重启抵押补充贷款支持“三大工程”建设将在稳投资促消费方面起到积极作用。**

财政政策方面，积极的财政政策继续发力，万亿国债项目分批次逐步落地。2023年12月国家发改委有关部门下达特殊国债的第二批项目清单，共涉及9600个项目，拟安排资金约5600亿元。前两批项目涉及资金安排超8000亿元，万亿国债资金已大部分落实到具体项目¹。随着地方政府相关项目的推进，积极的财政政策继续发力，稳定经济增长。

货币政策方面，货币环境继续保持宽松，多重货币工具助力稳投资促消费。中国人

¹ https://www.ndrc.gov.cn/wsdwhfz/202401/t20240116_1363302.html.

民银行于 2023 年 12 月重启抵押补充贷款，净增额度 3500 亿元，期末余额达到 3.25 亿元²。此次抵押补充贷款主要用于支持包含保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设在内的“三大工程”，预期“三大工程”在带动投资、促进消费方面起到积极作用。

5.风险提示

政策超预期风险，基本面修复不及预期风险

² <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/2161446/2161457/5188121/index.html>

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000