

政策积极发力，托举信贷社融

——2023年12月金融数据点评

12月我国新增社融 1.94 万亿（预期 2.06 万亿），同比多增 6,169 亿；新增人民币贷款 1.17 万亿（预期 1.17 万亿），同比少增 2,401 亿；M2 同比增长 9.7%（预期 10.09%）。

一、信贷：需求延续低迷，政策积极发力

人民币贷款略弱于季节性水平，主要受私人部门信贷需求低迷拖累。12月新增人民币贷款 1.17 万亿，低于近五年均值约 300 亿。

企业端，受房地产销售仍未见底、制造业景气度再度回落影响，企业贷款需求仍不足。但在央行“引导信贷合理增长、均衡投放”的原则下，商业银行或提前投放跨年储备项目，同时 PSL 投放或撬动了房地产“三大工程”相关贷款需求，对新增贷款形成一定支撑。12月非金融企业贷款新增 8,916 亿，同比少增 3,712 亿。其中，中长贷当月新增 8,612 亿，同比少增 3,498 亿；短贷减少 635 亿，同比多减 219 亿。年末票据大量到期导致补量需求旺盛，票据融资呈现“量价齐升”。12月票据净融资 1,497 亿，同比多增 351 亿；国股行半年直贴利率中枢为 1.33%，环比上升 10bp。

居民端，下半年以来房地产政策松绑带来的托举效果逐步减弱，12月居民中长贷仅新增 1,462 亿，同比少增 403 亿，终结连续三个月同比多增态势。

二、社融：政府债加力支撑，城投债提前兑付

12月新增社融1.94万亿，社融存量增速回升至9.5%。政府债仍是最主要支撑项，12月新增政府债融资9,279亿，同比多增6,470亿，其中以10月底要求增发的1万亿国债为主。在地方政府推进化债的大背景下，城投平台融资减少同时提前兑付加速，12月企业债融资减少2,625亿，但在2022年低基数下，同比仍少减2,262亿。12月投向房地产和工商企业的信托产品规模大增，带动信托贷款同比多增1,112亿，同时汇票贴现金额同比扩大压缩未贴现规模，非标融资同比小幅下降。

三、货币：M1增速止跌

M2同比增速降至9.7%。一方面，政府债券融资加快叠加财政支出相对缓慢，导致资金继续回流公共部门。另一方面，尽管债市上涨之下理财回流存款规模低于往年，但受2022年底高基数影响，居民存款仍同比少增。12月居民存款增加1.98万亿，同比少增9,123亿；企业存款增加3,165亿，同比多增2,341亿；财政存款减少9,221亿，同比少减1,636亿。M1同比增速1.3%，与上月持平，结束持续7个月的下跌趋势，与PPI探底回升势头表现一致，指向经济活跃度边际增强。

四、债市影响：止盈情绪回升，债市震荡回调

12月上半月，银行间市场流动性呈现紧平衡，债券市场窄幅震荡；下半月，伴随跨年资金投放增加，叠加存款利率下调带来2024年利率下行预期，债券收益率快速下行，1Y和10Y国债分别收于2.08%和2.56%，环比分别下行26bp和12bp，10y国开债收于2.68%，环比下行9bp。

1月随着市场机构对货币政策发力预期开始升温，叠加年初配置需求上升，债券市场利率快速下行，10Y国债下至2.48%，低于1年期MLF利率。金融数据公布后，市场止盈情绪回升，债市震荡回调。前瞻地看，债券市场将持续围绕货币金融宽松环境进行交易，考虑到目前市场交易

定价已较为充分，且债券市场利率目前已处于低位水平，进一步下探亟待佐证，但利多出尽及预期落空可能带来较大幅度回调。

五、前瞻：社融增速或再上行

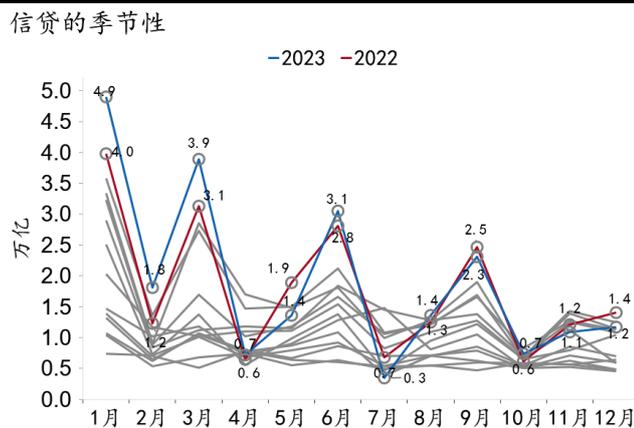
总体而言，公共部门加杠杆发力，积极化债的同时推动基建投资和房地产“三大工程”建设，仍是目前宏观经济的运行主线。从投资端到消费端的国内大循环仍存在堵点，亟待私人部门信心提振和收入改善。随着疫情疤痕效应逐步再消退，叠加房地产市场价格调节效果显现，经济内生动能有望低位企稳。

前瞻地看，2024年随着财政政策继续加码叠加经济内生融资需求改善，社融增速或继续上行至10.3%；尽管资金活性将有所提升，但房地产销售或仍低位徘徊使得M2增速仍维持10%左右的高位，广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）或逆转为缺口。

（作者：谭卓 张巧栩 牛梦琦 郑箐）

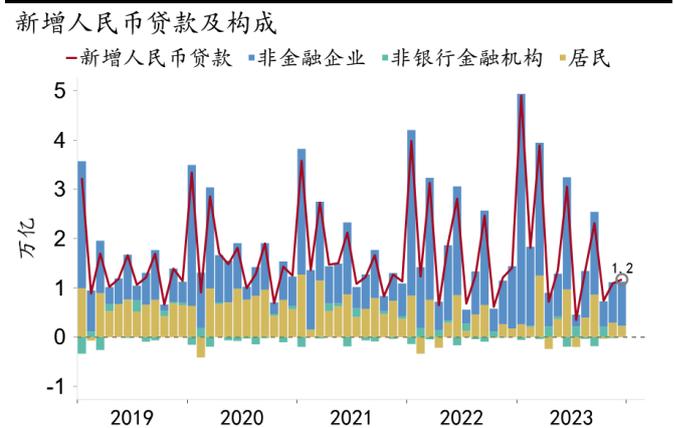
附录

图1：12月信贷新增1.17万亿，略弱于季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

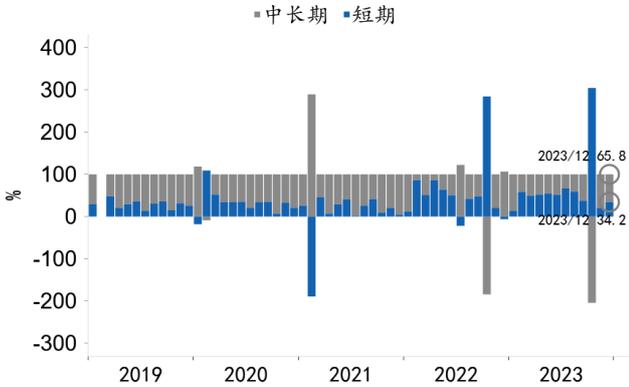
图2：非金融企业贷款仍是主要拖累项



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图3：房地产政策托举效果减弱，居民中长贷回落

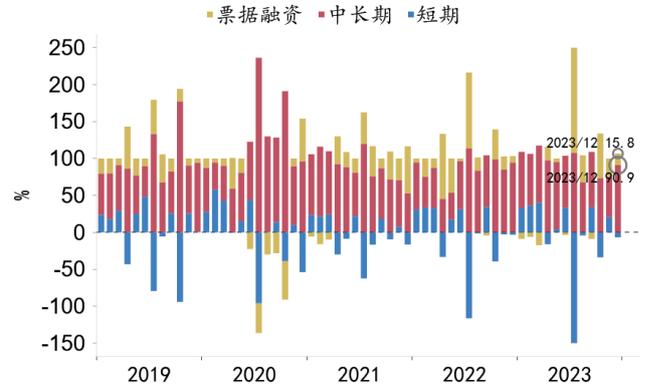
新增居民部门贷款构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图4：企业贷款仍受票据支撑，中长贷同比少增

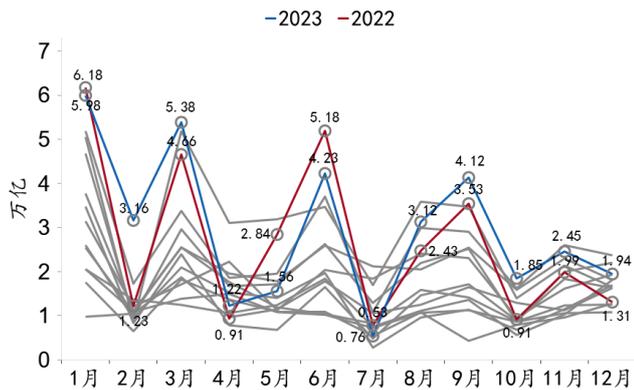
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图5：12月新增社融1.94万亿，存量社融增速9.5%

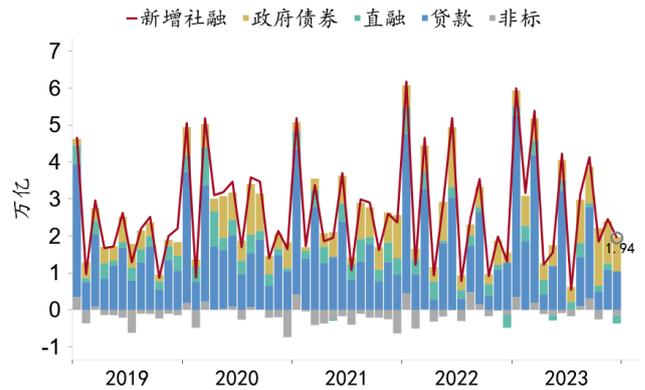
新增社融的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图6：政府债融资继续拉动新增社融

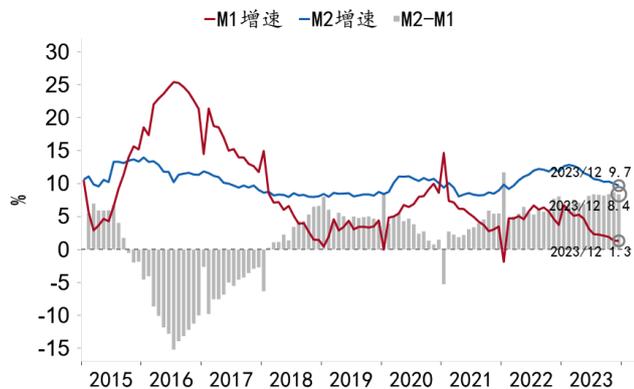
新增社融及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图7：12月M2增速继续回落至9.7%

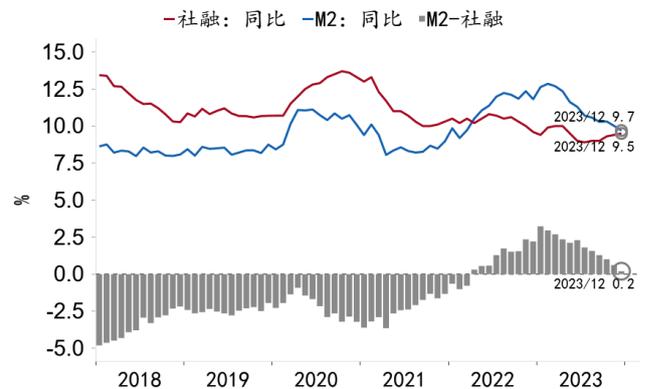
中国M2-M1增速剪刀差



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图8：广义流动性盈余收窄至0.2pct

社融存量与M2存量增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院