



国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 政府债券贡献较多，信贷结构继续不佳

——12月金融数据点评

固定收益分析师：

2024年1月15日

岳安时

执业证书编号：S1380513070002

联系电话：010-88300844

邮箱：yueanshi@gkzq.com.cn

近期研究报告

## 内容提要：

**社融新增总量略低于预期。**12月新增社会融资规模1.94万亿元，新增金融机构人民币贷款1.17万亿元。金融数据略低于市场预期，社融存量增速小幅回升至9.5%。

**同比多增部分主要为企业债券和政府债券融资贡献。**12月社融同比多增6342亿元。其中，企业债券融资12月新增-2625亿元，同比少减2262亿元，政府债券新增9279亿元，同比多增6470亿元。企业债券融资同比少减的主要原因是2022年11月-12月债市赎回潮导致信用环境恶化，大量信用债取消发行使得基数较低所致，而政府债券多增主要原因在于增发的1万亿国债于四季度集中发行。

**12月信贷结构上继续表现不佳。**12月新增信贷1.17万亿元，同比少增2300亿元，票据融资规模同比有所回升，本月新增1497亿元，同比多增351亿元。企业中长期贷款增长8612亿元，同比少增3498亿元。在企业中长期贷款占比方面，同、环比绝对水平平均不低，但其实侧面反映了居民端贷款的疲弱，被动拉高了企业端贷款在整体信贷中的比重。从居民看，中长期贷款新增1462亿元，同比少增403亿元，在近期地产政策密集出台的情况下，中长期贷款水平仍然不高，需要注意累加效应逐步褪去的可能。

**居民存款少增，企业存款多增。**居民户存款新增1.98万亿元，同比少增9123亿元，主要原因为2022年12月理财赎回潮导致居民存款大幅上升，导致基数偏高所致；企业存款增加3165亿元，同比多增2341亿元，企业存款的增加结合中长期贷款同比回落，亦反映了企业融资需求不足的情况。

债市策略方面，近期市场对于一季度降息预期较高，并带动长端利率重新回到去年低点附近。开年来机构对行情抢跑非常激烈，如央行降息则债市有可能出现靴子落地的情况，而一旦不降息则会直接带动止盈盘的涌出。考虑到流动性最为宽松的时点或已过去，短端利率进一步下行的空间有限，长端利率短期内预计亦仍然较难以打破2.5%附近的低点。

**风险提示：**经济运行环境出现超预期变化；央行货币政策重大调整风险；各类债券供需超预期变化风险。

## 1、总量略低于预期，政府债券贡献较多

央行公布金融数据显示，12月新增社会融资规模1.94万亿元，新增金融机构人民币贷款1.17万亿元。金融数据略低于市场预期，社融存量增速小幅回升至9.5%。

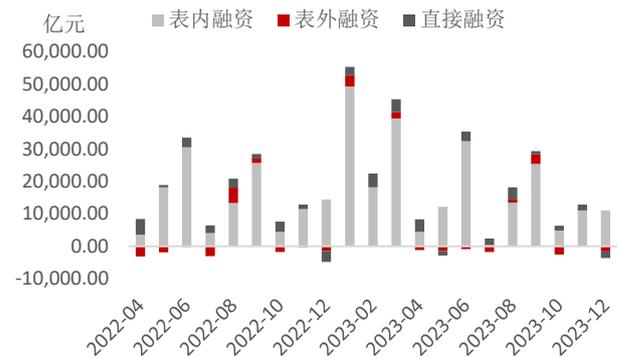
从同比看，12月社融同比多增6342亿元，多增部分主要为企业债券和政府债券融资。其中，企业债融资12月新增-2625亿元，同比少减2262亿元，政府债券新增9279亿元，同比多增6470亿元。企业债券融资同比少减的主要原因是2022年11月-12月债市赎回潮导致信用环境恶化，大量信用债取消发行使得基数较低所致，而政府债券多增主要原因在于增发的1万亿国债于四季度集中发行。其他项方面，对实体发放人民币贷款新增1.11万亿元，同比少增3351亿元；表外融资12月降幅同比略有扩大，其中委托贷款新增-43亿元，同比少减58亿元，信托贷款新增348亿元，同比多增1112亿元，未贴现银行承兑汇票新增-1869亿元，同比多减1315亿元。表外融资和直接融资同为负值，且政府债券同比多增量高于本月社融整体增量，说明实体经济融资情况仍不乐观。

图 1：12月新增社融规模情况



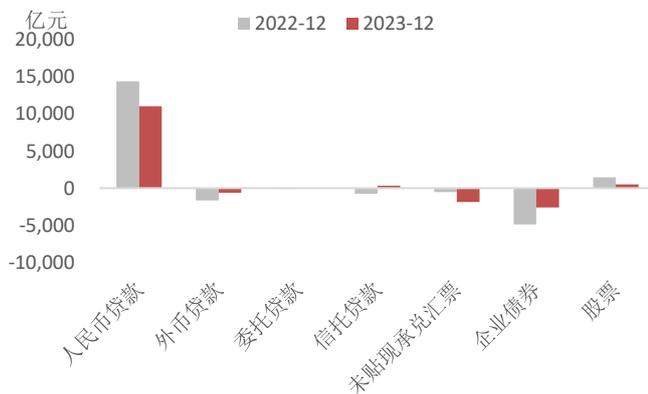
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 2：表内、表外及直接融资新增情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 3：12月社融分项新增情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 4：社融存量同比小幅回升

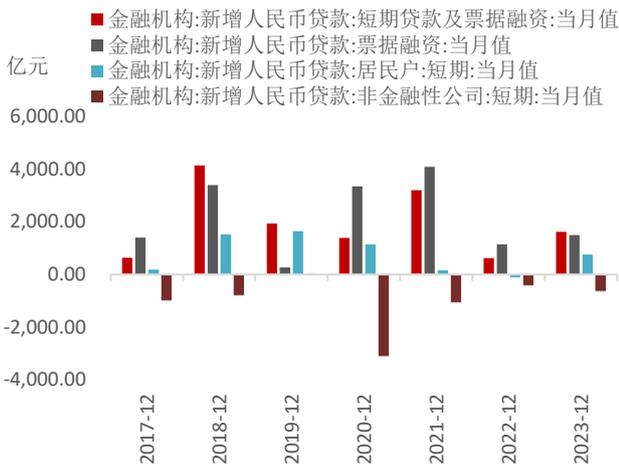


资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

政府债券方面，12月新增9279亿元，主要为国债净融资贡献。2024年地方债将继续靠前发力，带动扩大有效投资。截至2024年1月12日，23个省市公布的一季度发行计划规模已经超过14922亿元，山东、江苏、浙江分别以2159.58亿元、1400.87亿元、1358.7亿元的地方政府债规模位居前三。

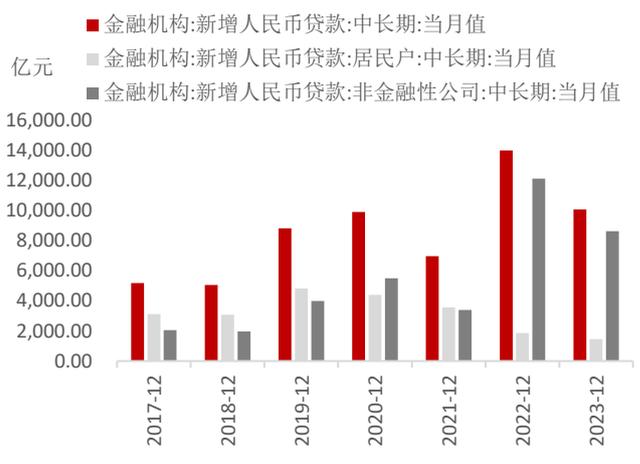
从新增信贷看，12月信贷结构上继续不佳。12月新增信贷1.17万亿元，同比少增2300亿元，票据融资规模同比有所回升，本月新增1497亿元，同比多增351亿元。企业中长期贷款增长8612亿元，同比少增3498亿元。在企业中长期贷款占比方面，同、环比绝对水平均不低，但其实侧面反映了居民端贷款的疲弱，被动拉高了企业端贷款在整体信贷中的比重。从居民看，中长期贷款新增1462亿元，同比少增403亿元，在近期地产政策密集出台的情况下，中长期贷款水平仍然不高，需要注意累加效应逐步褪去的可能。

图 5: 历年 12 月新增短期贷款及票据融资情况



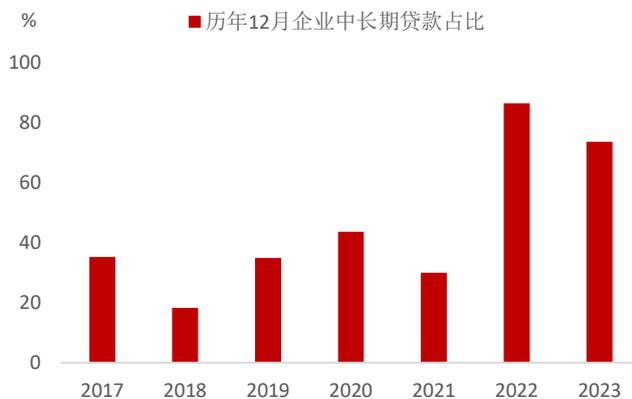
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 6: 历年 12 月新增中长期贷款情况



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 7: 历年 12 月企业中长期贷款占比



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 8: 企业中长期贷款占比维持高位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

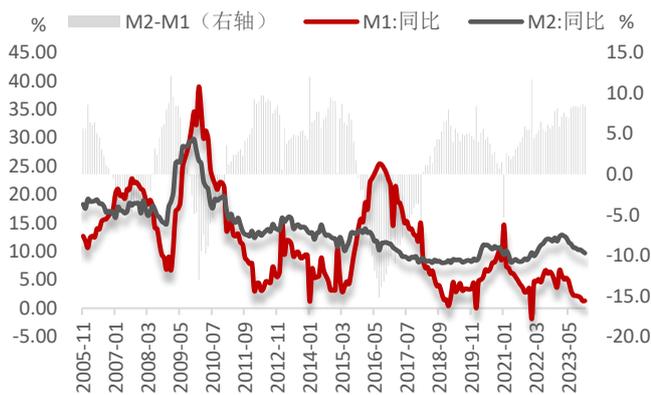
## 2、M2 小幅回落

12月M2回落0.3个百分点至9.7%，M1持平于1.3%，M2与M1的剪刀差较12月有所收窄。

存款数据中，居民户存款新增1.98万亿元，同比少增9123亿元，主要原因为2022年12月理财赎回潮导致居民存款大幅上升，导致基数偏高所致；企业存款增加3165亿元，同比多增2341亿元，企业存款的增加结合中长期贷款同比回落，亦反映了企业融资需求不足的情况。

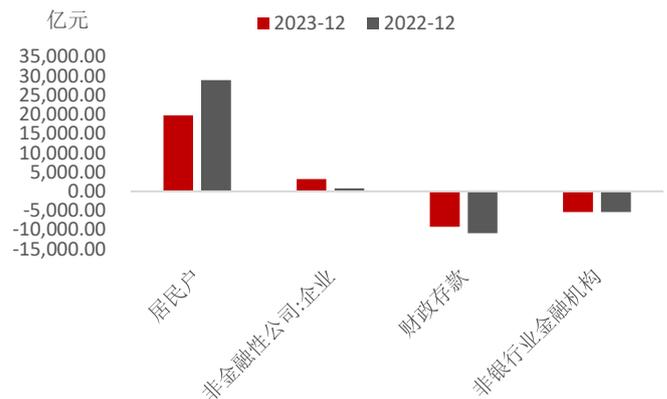
12月财政存款9221亿元，从历年12月财政存款变动情况看，2023年12月财政支出力度略低于近年来财政支出的平均水平；非银存款减少5326亿元，与2022年同期规模基本持平。

图 9：12 月 M2 小幅回落



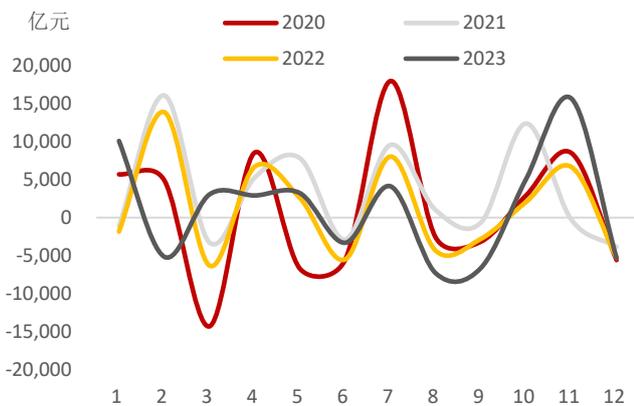
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 10：12 月新增存款分项



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 11：非银存款具有较强的季节性



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 12：历年 12 月新增财政存款情况



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

### 3、总体观点

12月社融数据基本延续了前几个月的态势，即总量基本符合或略低于市场预期，但结构的改善较难以显现。总结来看：

一方面，政府债券对整体社融影响持续较大，由于实体经济融资需求低迷，政府债券起到了支撑社融的主要因素，且国债增发、特殊再融资债密集发行等情况对社融节奏上影响亦较为突出；另一方面，居民端中长期贷款改善时间难以持续，目前居民部门加杠杆空间较为有限，房地产政策密集出台的叠加效应效果如何仍待观察。

债市策略方面，近期央行货币政策司司长邹澜表示，“在总量方面，中国人民银行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。同时，防止资金淤积，引导金融机构加强流动性风险管理，维护货币市场平稳运行”。近期市场对于一季度降息预期较高，并带动长端利率重新回到去年低点附近。开年来机构对行情抢跑非常激烈，如央行降息则债市有可能出现靴子落地的情况，而一旦不降息则会直接带动止盈盘的涌出。考虑到流动性最为宽松的时点或已过去，短端利率进一步下行的空间有限，长端利率短期内预计亦仍然较难以打破2.5%附近的低点。

**风险提示：**经济运行环境出现超预期变化；央行货币政策重大调整风险；各类债券供需超预期变化风险。

## 分析师简介承诺

岳安时，经济学硕士，2012年加入国开证券研究与发展部，12年证券行业从业经历，现任固定收益研究员，主要负责对利率品的研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层