

相关研究

《进口增速为何转正？——2023年10月外贸数据点评》2023.11.08

《就业略有放缓，降息预期提前——2023年10月美国非农数据点评》
2023.11.04

《六大亮点——解读中央金融工作会议》
2023.11.01

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@haitong.com

证书:S0850521080001

总量继续改善，节奏有望“平滑”

——2023年12月金融数据点评

投资要点:

- 在政府债发行的推动下，社融总量已连续几个月改善，而且在PSL、专项债等的加码支持下，企业贷款表现也在边际改善。不过整体上看，实体信贷需求还需要进一步稳固。
- 我们认为，2024年货币政策宽松有望延续，政策利率仍存调整空间，信贷节奏有望得到平滑。PSL贷款工具同时具备宽货币和宽信用功能，在增加基础货币供给的同时，也能够撬动更多企业中长期贷款的投放。2023年12月PSL的投放，意味着央行已在提前发力稳增长。随着2023年年末国有大行和股份行宣布下调存款利率，金融机构负债端压力有所缓解，再考虑到实际融资成本还在高位(剔除通胀影响)，我们预计政策利率仍有进一步调整的空间。另外，对于融资内生动力的启动，可能还需要更多广义财政或产业政策的持续支持。2023年货币政策执行报告指出，“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”，我们预计2024年初信贷有望“平滑”投放，“削峰填谷”现象更为明显。
- 风险提示：房地产走势的不确定性。

目 录

1. 社融总量继续改善.....	3
2. 企业贷款边际改善.....	3
3. 房地产销售影响 M1 增速.....	5

1月12日，央行公布2023年12月新增社融1.94万亿元，同比多增6169亿元，社融存量同比增速回升至9.5%；12月人民币贷款新增1.17万亿元，同比少增2401亿元。

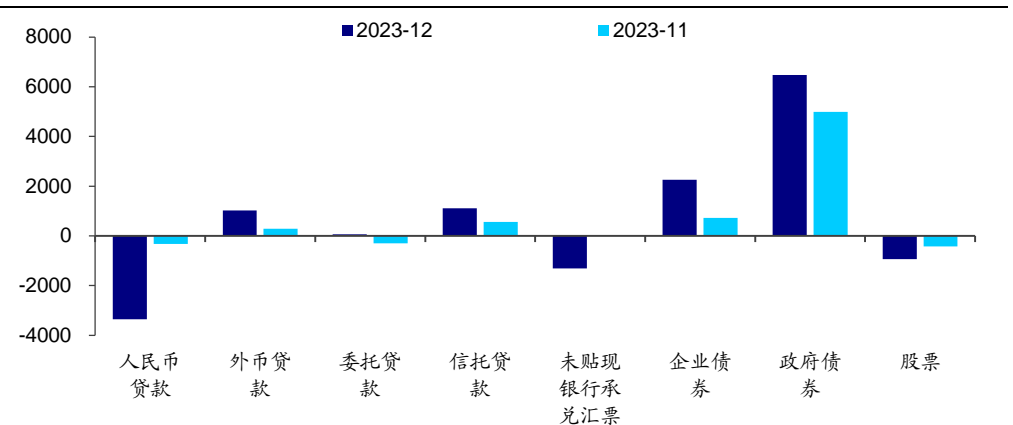
1. 社融总量继续改善

2023年12月新增社融1.94万亿元，同比多增6169亿元，已连续五个月同比多增，主要受政府债发行的推动。存量方面，社融存量增速进一步回升至9.5%。

从社融结构看，政府债融资仍是主要的贡献；人民币贷款则呈现同比少增。继续受到万亿国债增发的支持，2023年12月政府债净融资约9280亿元，同比多增近6500亿元。另外，12月企业债发行同比多增约2262亿元，但主要是低基数影响，12月实际减少2625亿元。2022年同期基数低主要和理财赎回、债市调整有关。

12月投向实体的人民币贷款约1.1万亿元，同比少增3351亿元。非标方面，同样由于低基数效应，信托贷款同比多增1112亿元；委托贷款同比多增58亿元；而未贴银行汇票减少1869亿元，对应票据融资新增近1500亿元。

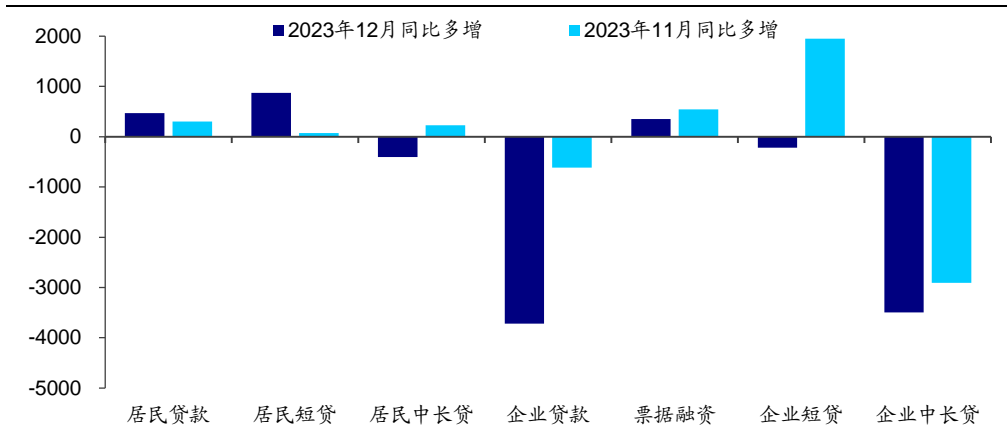
图1 2023年12月和11月社融分项同比（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 企业贷款边际修复

2023年12月人民币信贷同比少增，企业中长贷是主要拖累，不过受基数影响较大。12月新增人民币信贷1.17万亿元，同比少增2401亿元。从期限结构看，居民和企业的中长贷占比回升至86%，结构有所改善。

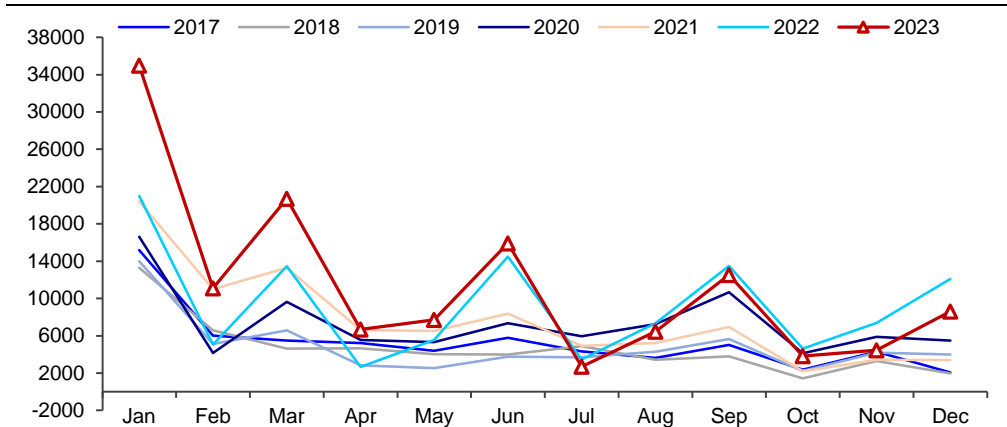
图2 2023年11月和12月人民币信贷分项同比增幅(亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

企业中长贷同比少增, 不过剔除基数影响, 表现在边际改善。12月企业贷款新增8916亿元, 其中企业中长贷新增8612亿元, 同比少增近3500亿元; 企业短贷则减少了635亿元。由于2022年四季度政策性开发性金融工具、设备更新改造再贷款等政策齐发力, 年底企业中长贷的基数明显抬升, 所以12月的同比表现偏弱。

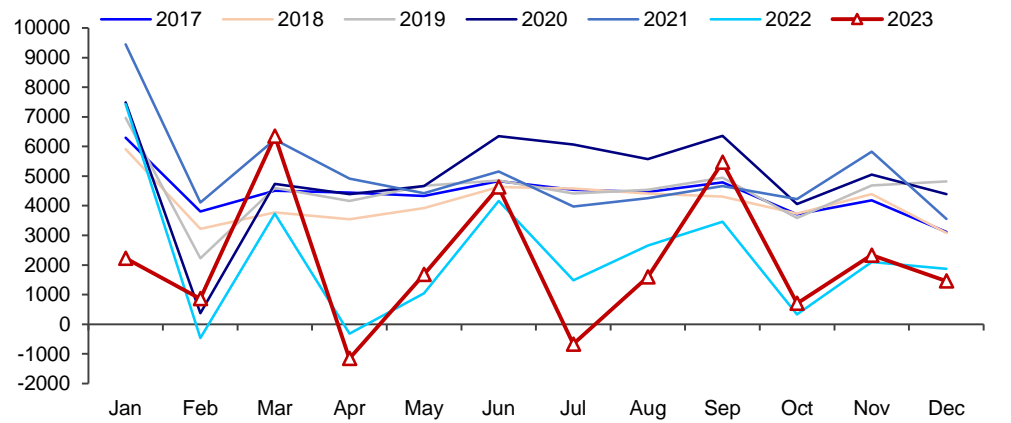
但不论是环比来看(11月新增4460亿元), 或是对比历史同期(2019-2021年12月新增中长贷均值4290亿元), 中长贷表现均出现改善。我们认为, 这可能和12月央行重启PSL投放有关, PSL贷款的投放有乘数效应, 能够撬动其他中长期贷款融资, 起到一定支撑。另外, 根据央行“适度平滑信贷波动”的要求, 银行可能也部分提前释放了储备的信贷项目。

根据央行披露, 2023年新增抵押补充贷款额度5000亿元, 为政策性开发性银行发放“三大工程”建设项目贷款提供中长期低成本资金支持。这意味着, 接下来仍有1500亿左右的PSL贷款将继续投放, 有望支撑企业贷款表现。

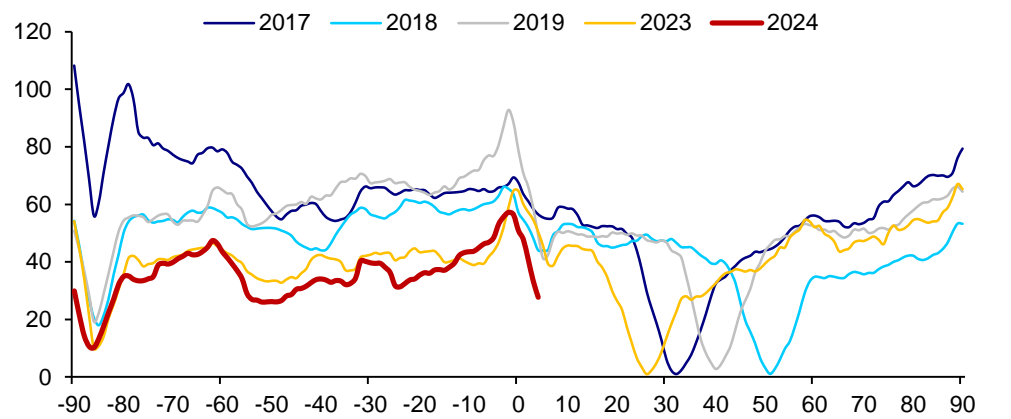
图3 企业中长期贷款新增规模(亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

低基数效应下, 12月居民贷款同比多增, 实际需求仍待提振。12月居民贷款新增2221亿元, 同比多增468亿元。分结构看, 居民短贷同比多增872亿元, 2022年12月基数偏低有一定影响。中长贷新增约1462亿元, 同比少增403亿元, 而且2022年同期基数也并不高, 这主要还是和房地产销售表现依然承压、居民加杠杆动力不足有关。比如从地产销售看, 2023年12月30大中城市商品房成交面积的同比降幅仍有11.6%(11月同比-15.2%), 2022年同期还存在疫情扰动基数较低。我们认为, 对于居民部门来说, 要改善加杠杆意愿, 负债端成本, 尤其是房贷利率或仍有进一步调整的空间。

图4 居民中长贷新增规模（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

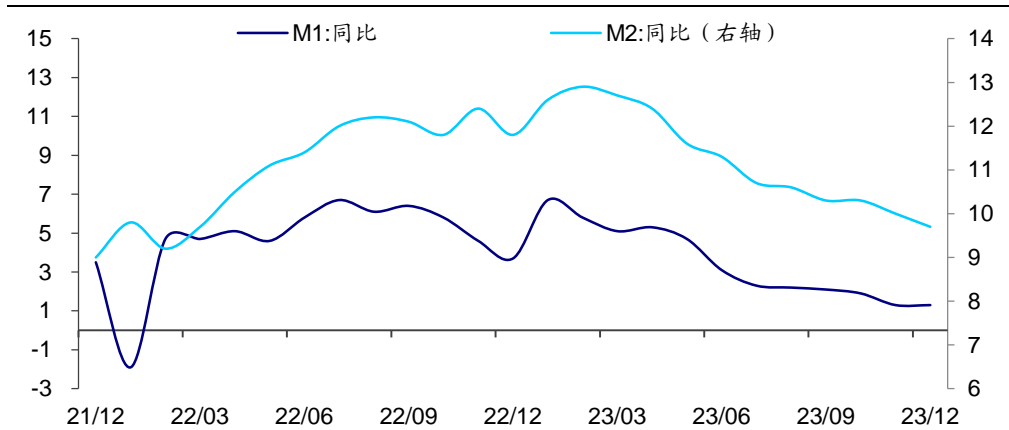
图5 30大中城市商品房成交面积历年对比（万平方米）


资料来源：Wind，海通证券研究所，横坐标为距元旦日数

3. 房地产销售影响 M1 增速

货币方面，12月M2同比增速继续回落至9.7%，主要因为信贷派生偏弱。M1同比处在低位，稳定在1.3%水平；我们认为，主要还是和房地产销售持续承压有关。在M1的统计中，除了流通中的现金（M0），企业活期存款占据着较关键的地位。而这部分的变化很大程度上会受到房地产销售的影响。当前由于房地产销售承压，存款向房企转移减弱，进而抑制M1表现。

图6 M1 同比与 M2 同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

总体上，在政府债发行的推动下，社融总量已连续几个月改善，而且在PSL、专项债等的加码支持下，企业贷款表现也在边际改善。不过整体上看，实体信贷需求还需要进一步稳固。

我们认为，2024年货币政策宽松有望延续，政策利率仍存调整空间，信贷节奏有望得到平滑。PSL贷款工具同时具备宽货币和宽信用功能，在增加基础货币供给的同时，也能够撬动更多企业中长期贷款的投放。2023年12月PSL的投放，意味着央行已在提前发力稳增长。随着2023年年末国有大行和股份行宣布下调存款利率，金融机构负债端压力有所缓解，再考虑到实际融资成本还在高位（剔除通胀影响），我们预计政策利率仍有进一步调整的空间。另外，对于融资内生动力的启动，可能还需要更多广义财政或产业政策的持续支持。2023年货币政策执行报告指出，“着力加强贷款均衡投放，统筹协调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”，我们预计2024年初信贷有望“平滑”投放，“削峰填谷”现象更为明显。

风险提示：房地产走势的不确定性

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
应稼娴 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。