



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

社融反弹并未动摇债市看多基础

——2023年11月货币金融数据点评

日期：2023年12月14日

分析师：张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告：

《高质量发展道路上稳中求进》

——2023年12月13日

《美债或继续下调，长期配置价值明显》

——2023年11月19日

《政治局会议更强调“进”，降息预期提升》

——2023年12月12日

■ 主要观点

政府债券助力社融同比增速提升。

11月末社会融资规模存量为376.39万亿元，同比增长9.4%，较上月上升0.1个百分点。其中，贷款项11月份同比增速10.7%，较上月持平；政府债券同比增速为14.9%，增速较上月提升0.6%；企业债券同比增速为-0.4%，较上月收窄0.3%。

可见，政府债券对社融增速提升起到了较大支撑作用。从新增规模看，11月份新增社会融资新增2.45万亿，同比多增4663亿元。进一步从结构上看，人民币贷款同比少增348亿元，企业债券同比多增726亿元，政府债券同比多增4980亿元。

企业信贷融资需求依然不佳，居民部门略有改善。

11月份金融机构口径的人民币贷款新增10,900亿元，同比少增1200亿元。其中，居民部门同比多增298亿元；企业部门同比少增616亿元，境外贷款与非银金融机构同比少增882亿元。

进一步细分，居民部门短期贷款同比多增69亿元，中长期贷款同比多增228亿元。企业部门的贷款同比少增616亿元，其中票据融资同比多增543亿元，短期贷款同比多增1946亿元，中长期贷款同比少增2907亿元。整体看，企业融资中短贷和票据融资尚可，但是更能反映企业融资需求的中长期贷款同比少增较多。

高基数导致M2同比增速下滑，企业活期化意愿依旧不足。

11月份M2同比增速为10%，较上月减少0.3个百分点。其中，翘尾因素下降1.3%，环比增加1.0%，可见高基数是M2同比增速下滑的主要原因。

从结构上看，单位活期、单位定期与储蓄存款、M0在11月份的同比增速分别为-0.3%、12.9%、10.4%，分别较上月变化-0.7%、-0.2%与0.2%。

单位活期存款同比增速持续下滑，目前已跌至负值，活期化意愿不高说明投资、消费意愿不足。

单位定期与储蓄存款增速虽然较高，但也在下滑，我们认为这主要是居民的储蓄存款拖累的。因为11月金融机构人民币存款新增2.53万亿元，同比少增4200亿元，其中居民户存款同比少增13,411亿元。

■ 投资建议

社融反弹并未动摇债市看多基础。

我们认为社融信贷数据表现不错主要是政府部门发力稳住了总体融资需求。政府部门加杠杆，提升了政府债券的供给，不过央行 MLF 投放上超额续作给予配合，10、11 月 MLF 余额增加了 8890 亿，因此流动性并未明显趋紧。信贷与企业债券数据则显示了经济的内生需求较为低迷，政府稳增长对经济提振效果还需要观察，我们认为利率债依然具备看多的基础。

■ 风险提示

经济复苏进程不及预期；

稳增长政策效果待观察。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。