

2024年01月14日

社融增速持续回升

固定收益研究团队

——2023年12月金融数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张维凡（联系人）

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790122030054

● 12月金融数据中的四个重点信息

第一，社融增速稳定回升，可以看出货币政策对稳增长的支持力度。虽然12月社融延续“总量平淡，结构小幅好转”的表现。但12月社融存量增速录得9.5%，环比上升0.1个百分点，7月至今，社融增速稳定回升，可以看出货币政策对稳增长的支持力度。从分项看，社融口径信贷表现基本符合预期，新增11050亿元，在高基数上同比少增3351亿元；政府债融资依然保持高位，录得9279亿元；化债背景下，城投新增债务受到较多约束，受此影响，12月企业债融资同比减少2625亿元。表外项目中，财政力度较为温和，基建投资增速持续回落，信托贷款和委托贷款两者之和录得多增305亿元。

第二，企业部门贷款结构有所修复。12月企业短贷减少635亿元，同比多减219亿元，中长贷增加8612亿元，受高基数影响，同比少增3498亿元，但录得历史第二高，指向12月企业信贷结构有所修复。12月万亿元国债已经下达超8000亿元，PSL再次重启，这些资金的投入使用有效撬动了企业中长贷的增长。12月特殊再融资债发行规模较少，不再拖累企业信贷。

第三，居民部门融资意愿依然低迷。短贷方面，年底虽然节假日临近，但居民消费意愿依然较为谨慎，12月居民短贷新增759亿元，在低基数上同比多增872亿元，表现依旧不尽人意；中长贷方面，12月京沪楼市新政对地产需求的提振有限，商品房销售面积虽有所改善，但居民住房需求依然较弱，低基数上中长贷同比依旧少增403亿元，房地产市场企稳回升仍需时日，可能将滞后于经济企稳回升。

第四，M1持续环比持平，M2持续回落。12月M2录得9.7%，环比再次下降0.3个百分点。高基数、12月居民存款规模同比少增、财政较为克制，是导致M2增速持续下行的主要原因；M1录得同比1.3%，在连续8个月回落后企稳，目前地产需求依然较为萎靡、企业投资意愿弱，后续资金活化效率能否进一步激活有待政策持续发力。同时，M2与M1剪刀差环比收敛，非银存款回落，指向资金空转问题有所缓解。

● 信贷“开门红”可能并不弱

近期的多项信息指向2024年信贷“开门红”的力度可能并不弱。首先，PSL12月大额投放，万亿元国债已经下达超8000亿元，这些资金将流向灾后重建、“三大工程”等方向，为基建投资提供资金，也可以持续撬动更多中长期信贷的需求；其次，年后票据利率快速上行，已经基本追平2023年同期票据利率水平，指向近期信贷投放可能较为“火热”。

展望2024年社融规模，2024年经济增长目标较大概率依然设定在5%左右，在逆周期调节发力主基调不变的情况下，宽信用有再加码的诉求。虽然央行多次强调要平滑信贷投放，但平滑信贷投放与信贷总量增加并不冲突。央行在2024年工作会议中强调“注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率，确保社会融资规模全年可持续较快增长”，预计2024年社融增速将略高于2023年，而其中，信贷有望成为重要的贡献项。但全年节奏更加平稳，波动小于2022和2023年。

● 债市对货币宽松预期的定价已经较为充分，收益率有上行风险

债市方面，近期多项宏观数据持续回落，前期会议中政策表述较为温和，资金面保持平稳，市场对降息降准的预期不断发酵，市场提前布局之下，10年期国债已经下破2.5%。

货币宽松的一致预期下，当前的交易已经较为拥挤，各债券产品的期限利差和信用利差均已经降至历史低位。展望后市，无论1月宽货币预期能否如期兑现，当前点位上，债市可能都将面临调整风险。如果降息降准能如期落地，根据过往经验，稳增长预期下，由于很难形成连续降息预期，债市收益率可能会在短时下行后快速反弹调整，走出“V型”行情；如果降息没有落地，市场提前布局的降息交易落空，届时债市收益率可能将面临较大的上行压力。

● 风险提示：政策落地不及预期、经济增速不及预期。

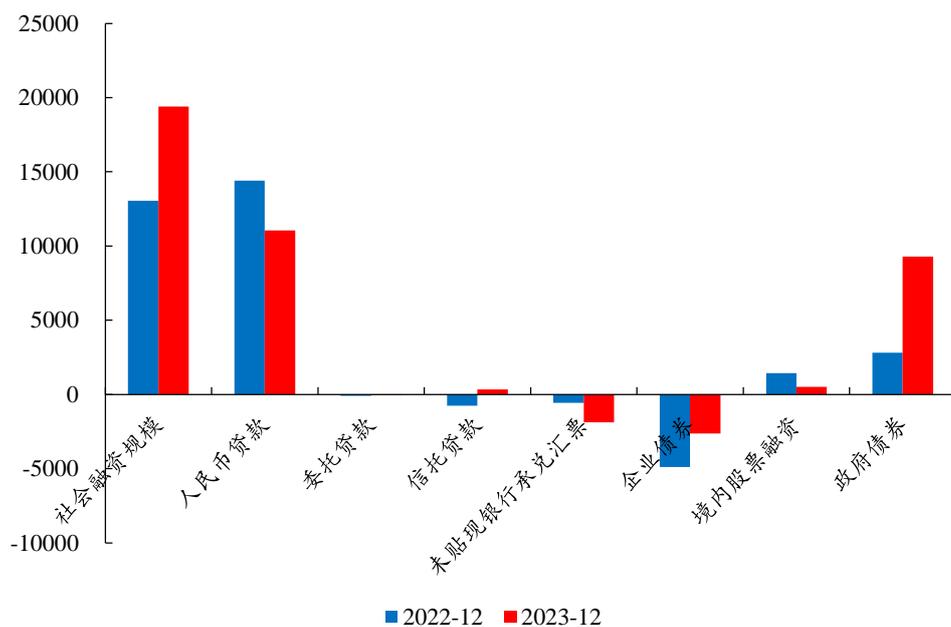
相关研究报告

《韩国出口回升同步于我国的出口周期—2023年12月进出口数据点评》-2024.1.13

《核心CPI和猪价错位—2023年12月价格数据点评》-2024.1.13

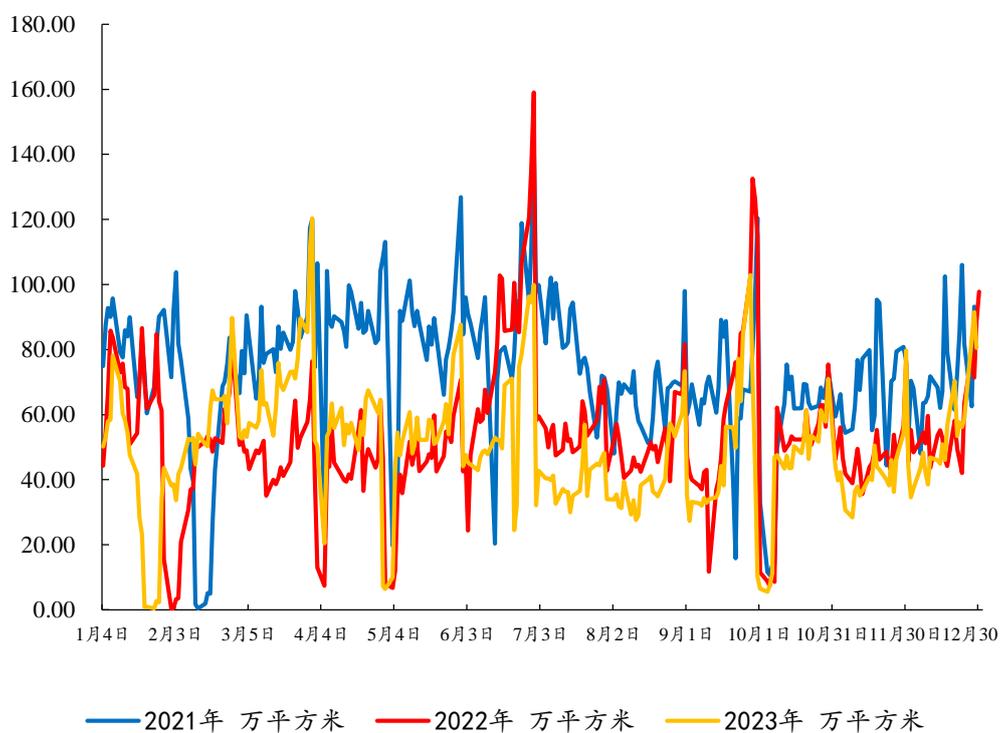
《卡信转02投资价值分析：国产汽车线缆领先企业—固收专题》-2024.1.11

附图 1：12 月政府债融资是社融的主要贡献项（亿元元）



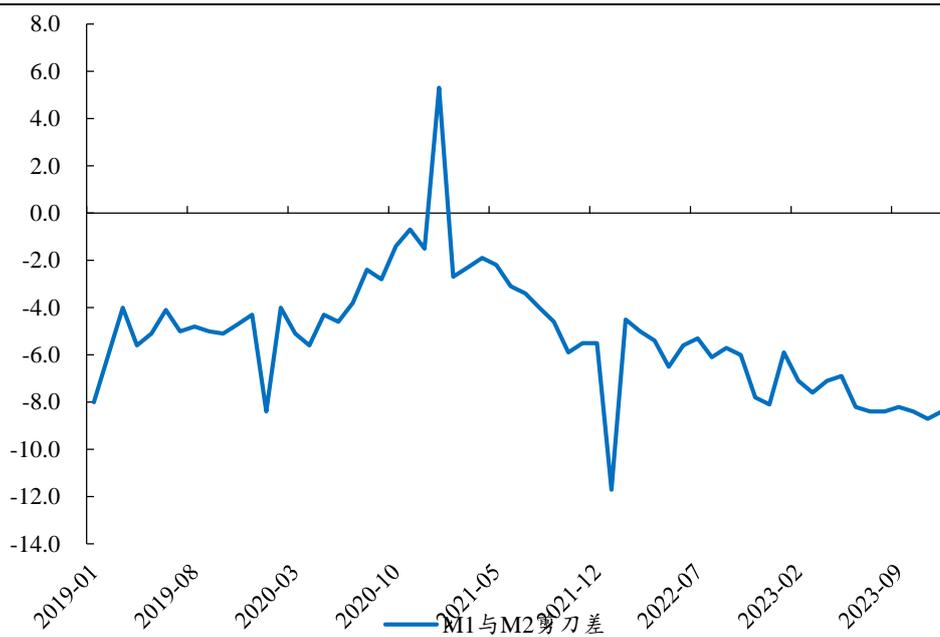
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：12 月 35 城新房成交面积低迷



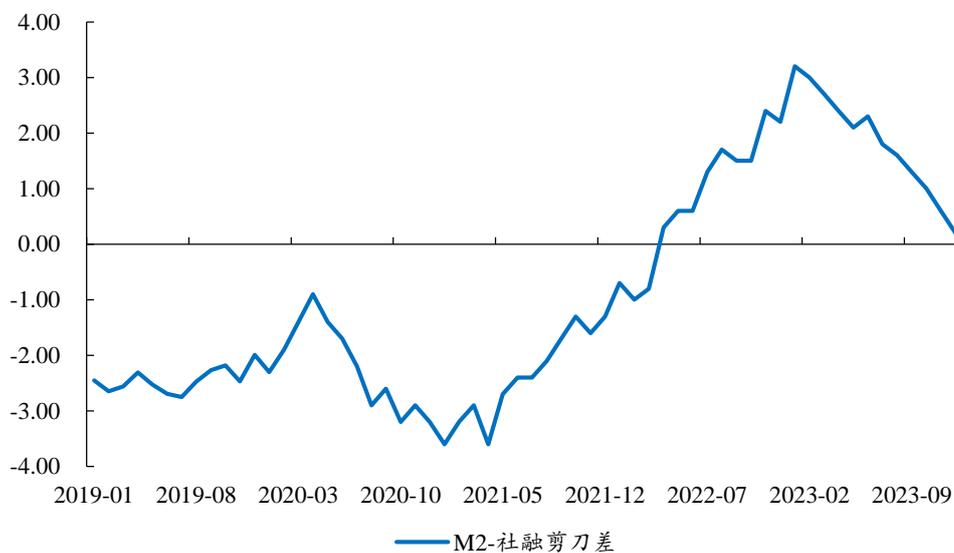
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3: M1 与 M2 剪刀差收窄 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: M2 与社融剪刀差持续收窄 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn