

2023 年 12 月 06 日

政府债推升社融或至 9.4%，PPI 延续回落——11 月经济金融数据展望

■ 11 月新增人民币贷款（社融口径）预计在 1.2 万亿左右，同比多增约 500 亿，结合政府债发行高峰预计 11 月新增社融规模在 2.42 万亿附近，明显高于去年同期的 1.98 万亿，旧口径下社融存量增速或将升至 9.7% 附近，调整后的新口径增速预计升至 9.4% 左右。表内方面，11 月预计新增信贷规模（社融口径）在 1.2 万亿附近，同比小幅多增约 500 亿。11 月房地产销售再度走弱，30 大中城市商品房销售面积同比自 10 月的 -2.6% 走阔 12.6% 至 -15.2%，且央行披露降低存量房贷利率工作已基本接近尾声，预计 11 月居民提前还贷行为可能仍在延续；另一方面，11 月制造业 PMI 延续回落 0.1% 至 49.4%，需求不足仍是当前经济的主要矛盾，企业融资需求可能仍偏弱，不过考虑到 Q3 货币政策执行报告提到“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”，银行或将部分明年“开门红”的信贷储备提前至 11-12 月，综合来看 11 月预计新增信贷规模在 1.2 万亿附近，同比小幅多增约 500 亿。表外方面，7 月 10 日央行、金融监管总局宣布延长“金融 16 条”有关政策适用期限，预计信托和委托贷款压降速度将继续放缓，假设 10 月新增委托和信托贷款录得今年以来均值，分为在 100 亿和 60 亿左右。最后，参考历史同期，预计 11 月未贴现的银行承兑汇票净融资或在 -270 亿左右。直接融资方面，根据万得数据，11 月股票融资新增约为 500 亿；10 月企业债券净融资规模或升至 800 亿左右；11 月政府债发行迎来高峰，净融资额或在 1.1 万亿附近，较去年同期同比多增约 0.45 万亿。

■ 11 月 M2 同比或小幅回落至 10.1%。根据万得数据，历史同期 M0 通常环比回落 700 亿左右，11 月新增贷款（金融数据口径）预计在 1.2 万亿附近。11 月财政存款通常支大于收，但政府债融资规模较高，国债和地方债净缴款规模预计在 1.15 万亿附近，综合来看 11 月政府存款料净回笼资金约 2800 亿，或将拖累 M2 同比，再结合去年同期基数上行，综合来看预计 M2 或将降至 10.1%。

■ 通胀方面，11 月 CPI 预计持平于 -0.2%，PPI 或降至 -2.9%。在 CPI 测算中，食品项方面，生猪供需延续偏宽松的局面，生猪价格降幅自前值 3.4% 小幅扩大至 4.7%，且鸡蛋和蔬菜价格均延续下降，11 月食品项或将持续拖累；非食品方面，11 月国际油价持续下跌，且服务业景气度环比回落 0.8 个百分点至 49.3%，服务业市场活跃度有所回落。综合来看，11 月 CPI 环比或在 -0.2% 附近，同比或维持在 -0.2% 左右。PPI 近月预测中，我们使用生产资料价格指数环比和油价环比对当月 PPI 环比做回归，回归调整 R² 在 90% 以上。11 月生产资料价格指数小幅回落，国际油价均值较前月环比回落 7.5%，由此回归得到的 11 月 PPI 环比预计录得 -0.2%，同比料自前值 -2.7% 进一步回落至 -2.9%。

■ 经济数据方面，内需指标整体仍偏弱且外需回升动能预计不强，生产景气度延续回落。内需，汽车消费方面，汽车销售整体较为强劲，

固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003

chigs@essence.com.cn

相关报告

2023 年 10 月信用债市场回顾：净融资继续回落，到期收益率整体上行	2023-11-02
政府债供给压力下，11 月资金缺口有多大？——11 月流动性展望	2023-11-01
为何 10 月 PMI 明显回落？	2023-10-31
2023 年三季度城投拿地有哪些特征？	2023-10-30
极致的收益率曲线：反弹还是风险？	2023-10-29

低基数下预计 11 月乘用车销量预计同比增长 26%。**企业需求方面**，11 月挖掘机（含出口）销量 15600 台左右，同比下降 24%左右，其中，国内市场同比降幅预计扩大至 47%左右，出口市场亦延续阶段性承压。**地产销售方面**，11 月地产销售再度走弱，30 大中城市商品房日均成交面积约为 32.57 万平方米，环比 10 月下跌 3.9%，同比增速也自 10 月的-2.6%走阔 12.6%至-15.2%，成交面积绝对值亦处于近年同期低位。结构上看，一、二、三线城市成交面积同比增速均明显回落，其中二线城市增速降幅走阔幅度最大。**外需**，11 月 CCFI 指数维持低位，BDI 指数有所改善；低基数下韩国和越南 11 月出口增速有所回升，但两年平均增速仍处于深度负值区间；美欧制造业景气度走弱，其中美国 ISM 制造业 PMI 持平前值 46.7%，欧元区制造业 PMI 自 43.4%小幅回升至 44.2%，持续处于收缩区间。整体来看，11 月外需指标整体较为疲软，结合月国内 PMI 新出口订单延续下行，出口回升动能预计仍偏弱。**生产端**，11 月生产景气度延续回落。从开工率来看，11 月末上中下游行业开工率普遍回落；粗钢日均产量环比和同比均有所回落；**价格方面**，水泥价格快速回落，钢材价格基本维持震荡，水泥价格逆跌，但仍处于历史低位；**库存方面**，螺纹钢库存季节性回落，但回落速度弱于季节性。

■ **风险提示**：信用风险超预期、测算不及预期等。

目 录

1. 11 月金融数据展望：社融增速或升至 9.4%，M2 料进一步回落至 10.1%.....	4
2. 11 月通胀展望：预计 CPI 持平前值 PPI 同比延续回落	4
3. 11 月经济数据展望：生产景气度延续回落，内需指标整体仍偏弱且外需回升动能预计不强.....	5

目 录

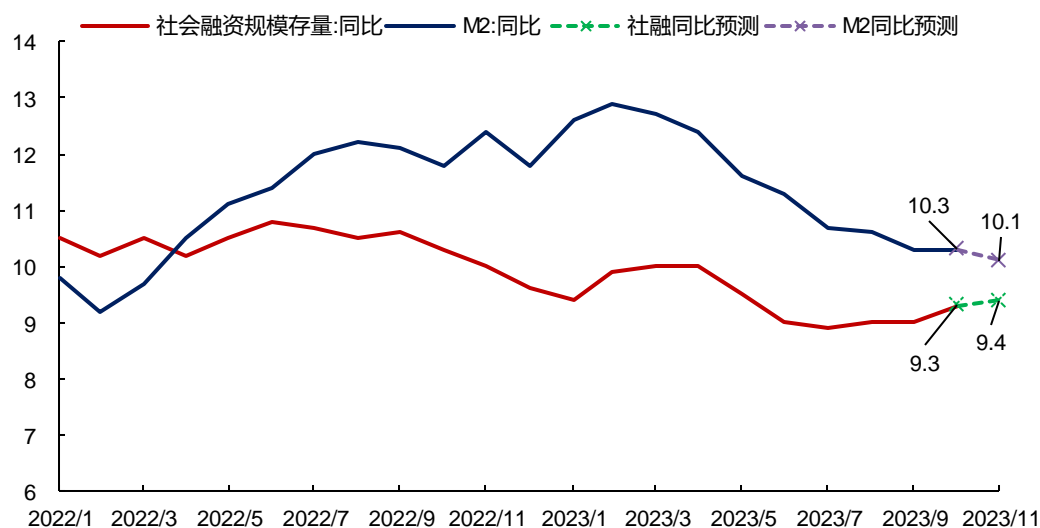
图 1. 2023 年 11 月金融数据展望 (%)	4
图 2. 2023 年 11 月通胀展望 (%)	5
图 3: 促销叠加低基数下 10 月乘用车销售市场继续维持强势 (%)	6
图 4: 11 月挖掘机销量降幅进一步扩大 (台)	6
图 5: 30 大中城市商品房销售面积的同比增速 (%)	6
图 6: 11 月 CCFI 指数维持低位，BDI 指数有所改善	7
图 7: 低基数下 11 月韩国、越南出口增速双双小幅回升 (%)	7
图 8: 11 月美国制造业 PMI 持平前值，欧元区小幅回升，仍处于荣枯线下 (%)	7
图 9: 11 月日均粗钢产量环比和同比均有所回落 (万吨/天, %)	8
图 10: 钢材价格指数基本维持震荡	8
图 11: 水泥价格指数小幅回升，仍明显低于历史同期	8
图 12: 玻璃价格快速回落 (元/吨)	8
图 13: 螺纹钢库存延续季节性回落 (万吨)	8
图 14: 11 月上中下游行业开工率普遍回落 (%)	9

1.11 月金融数据展望：社融增速或升至 9.4%，M2 料进一步回落至 10.1%

11 月新增人民币贷款（社融口径）预计在 1.2 万亿左右，同比多增约 500 亿，结合政府债发行高峰预计 11 月新增社融规模在 2.42 万亿附近，明显高于去年同期的 1.98 万亿，旧口径下社融存量增速或将升至 9.7% 附近，调整后的新口径增速预计升至 9.4% 左右。表内方面，11 月预计新增信贷规模（社融口径）在 1.2 万亿附近，同比小幅多增约 500 亿。11 月房地产销售再度走弱，30 大中城市商品房销售面积同比自 10 月的 -2.6% 走阔 12.6% 至 -15.2%，且央行披露降低存量房贷利率工作已基本接近尾声，预计 11 月居民提前还贷行为可能仍在延续；另一方面，11 月制造业 PMI 延续回落 0.1% 至 49.4%，需求不足仍是当前经济的主要矛盾，企业融资需求可能仍偏弱，不过考虑到 Q3 货币政策执行报告提到，“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”，银行或将部分明年“开门红”的信贷储备提前至 11-12 月，综合来看 11 月预计新增信贷规模在 1.2 万亿附近，同比小幅多增约 500 亿。表外方面，7 月 10 日央行、金融监管总局宣布延长“金融 16 条”有关政策适用期限，预计信托和委托贷款压降速度将继续放缓，假设 10 月新增委托和信托贷款录得今年以来均值，分为在 100 亿和 60 亿左右。最后，参考历史同期，预计 11 月末贴现的银行承兑汇票净融资或在 -270 亿左右。直接融资方面，根据万得数据，11 月股票融资新增约为 500 亿；10 月企业债券净融资规模或升至 800 亿左右；11 月政府债发行迎来高峰，净融资额或在 1.1 万亿附近，较去年同期同比多增约 0.45 万亿。

11 月 M2 同比或小幅回落至 10.1%。根据万得数据，历史同期 M0 通常环比回落 700 亿左右，11 月新增贷款（金融数据口径）预计在 1.2 万亿附近。11 月财政存款通常支大于收，但政府债融资规模较高，国债和地方债净缴款规模预计在 1.15 万亿附近，综合来看 11 月政府存款料净回笼资金约 2800 亿，或将拖累 M2 同比，再结合去年同期基数上行，综合来看预计 M2 或将降至 10.1%。

图1. 2023 年 11 月金融数据展望 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

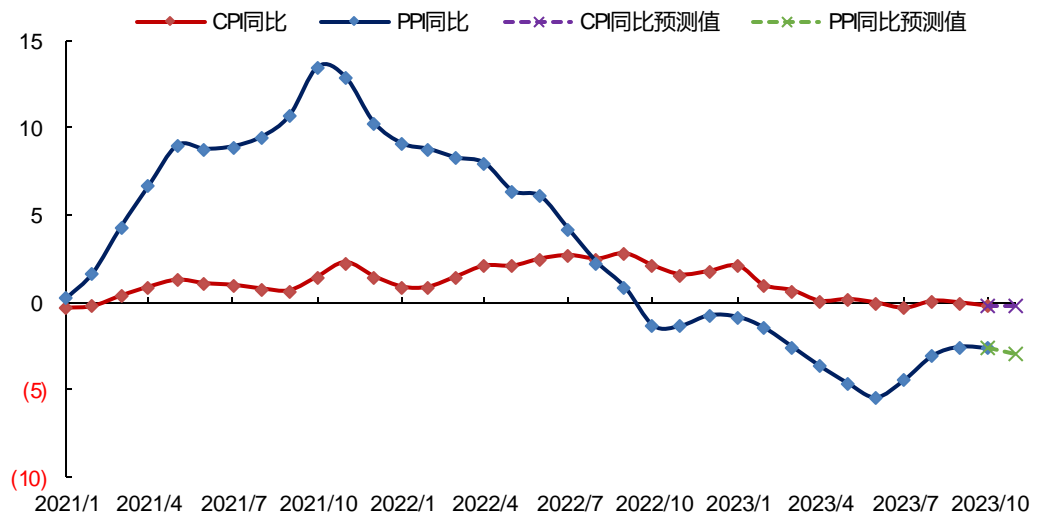
2.11 月通胀展望：预计 CPI 持平前值 PPI 同比延续回落

CPI 测算过程中，我们综合考虑了食品和非食品项中变动较大的分项，预计 11 月 CPI 同比或将持平于 -0.2%。食品项方面，生猪供需延续偏宽松的局面，生猪价格降幅自前值 3.4% 小幅扩大至 4.7%，且鸡蛋和蔬菜价格均延续下降，11 月食品项或将持续拖累；非食品方面，

11月国际油价持续下跌，且服务业景气度环比回落0.8个百分点至49.3%，服务业市场活跃度有所回落。综合来看，11月CPI环比或在-0.2%附近，同比或维持在-0.2%左右。

11月工业品价格环比小幅回落叠加国际油价下跌，预计PPI同比或回落至-2.9%附近。PPI近月预测中，我们使用生产资料价格指数环比和油价环比对当月PPI环比做回归，回归调整R²在90%以上，预测效果较好。11月生产资料价格指数小幅回落，国际油价均值较前月环比回落7.5%，由此回归得到的11月PPI环比预计录得-0.2%，同比料自前值-2.7%进一步回落至-2.9%。

图2. 2023年11月通胀展望 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

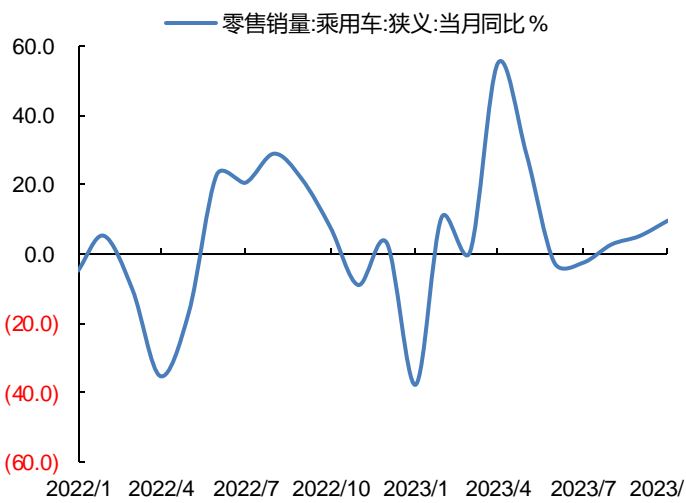
3. 11月经济数据展望：生产景气度延续回落，内需指标整体仍偏弱且外需回升动能预计不强

3.1. 需求：内需指标整体偏弱，外需回升动能预计不强

汽车消费方面，低基数下11月前四周（1-26日）国内乘用车市场零售销量同比增长17%，环比下跌12%。据乘联会初步推算，11月狭义乘用车零售市场约为208.0万辆左右，受去年同期低基数影响，同比增长26.0%，环比小幅增长2.3%，汽车销售整体保持强劲。

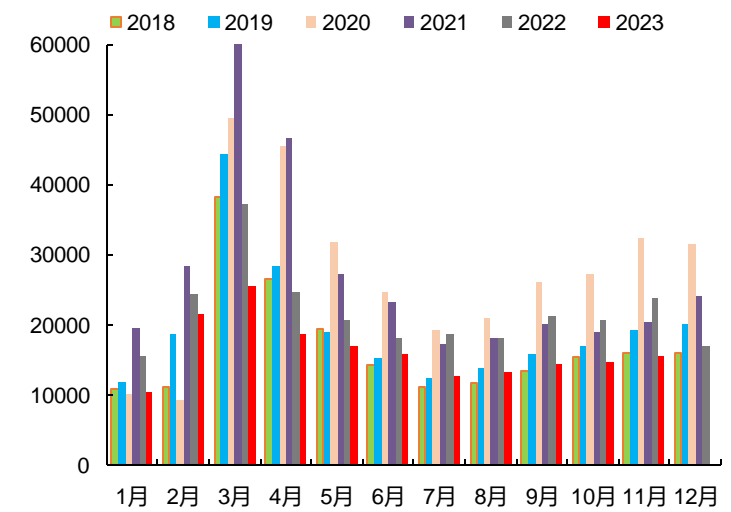
企业需求方面，中国工程机械工业协会（CME）预估2023年11月挖掘机（含出口）销量15600台左右，同比下降24%左右。其中，国内市场预估销量7600台，同比下降47%左右，降幅进一步扩大。出口市场预估销量8000台，同比下降13%左右，涨幅环比小幅收窄。出口自2023年下半年以来，阶段性承压原因主要是同期高基数、国产品牌海外渠道补库存结束、海外产能逐步恢复、海外部分地区景气度下行等。

图 3：促销叠加低基数下 10 月乘用车销售市场继续维持强势（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

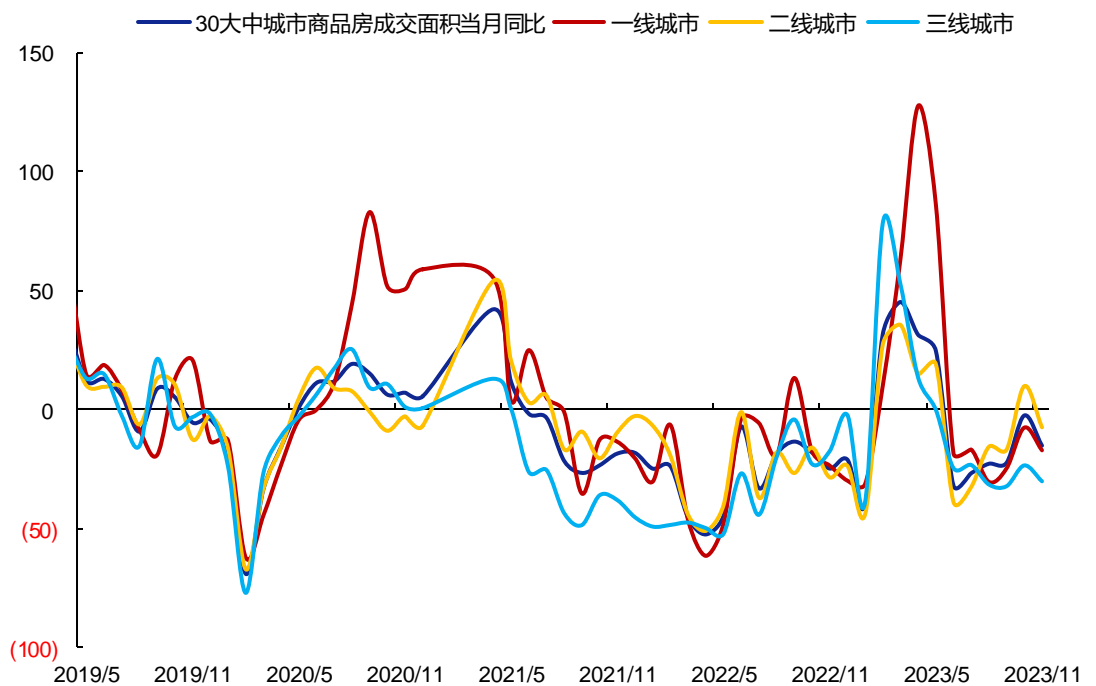
图 4：11 月挖掘机销量降幅进一步扩大（台）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

商品房销售方面，11 月地产销售再度走弱，30 大中城市销售同比降幅进一步走阔，一、二、三线城市成交面积同比增速均明显回落，其中二线城市增速降幅走阔幅度最大。11 月 30 大中城市商品房日均成交面积约为 32.57 万平方米，环比 10 月下跌 3.9%，同比增速也自 10 月的-2.6%走阔 12.6%至-15.2%，成交面积绝对值亦处于近年同期低位。结构上看，11 月一、二、三线城市成交面积同比增速均明显回落，分别录得-17.2%、-7.4%和-30.0%，分别较前值走阔 9.5%、17.2%和 6.7%。

图 5：30 大中城市商品房销售面积的同比增速（%）

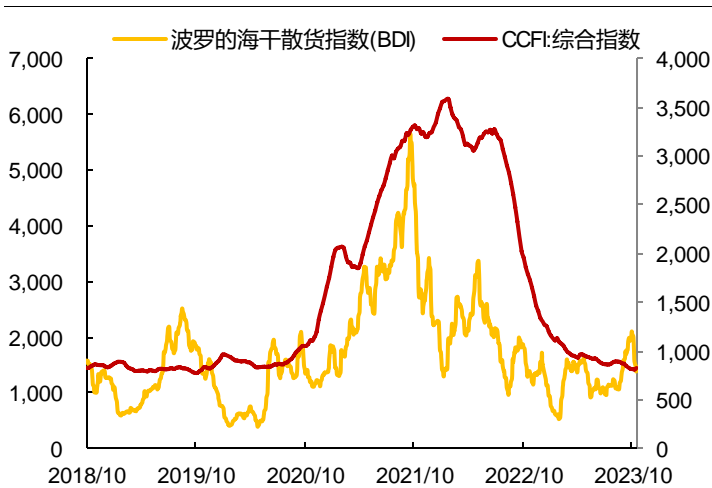


资料来源：Wind，安信证券研究中心

外需方面，11 月 PMI 新出口订单下降 0.5 个百分点至 46.3%，持续处于收缩区间，结

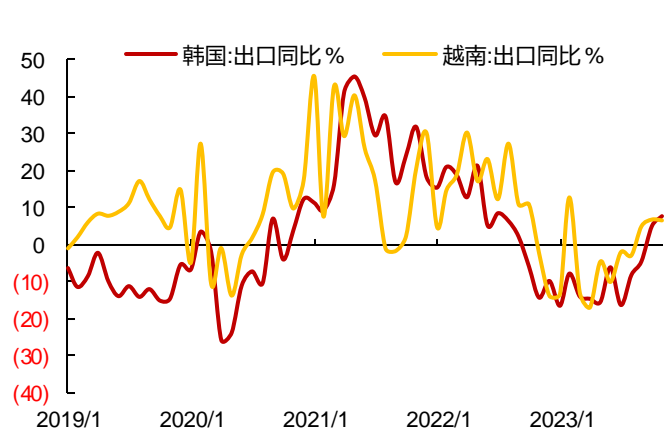
合外需指标整体仍延续疲软态势，出口回升动能预计仍偏弱。2023 年以来中港协尚未发布旬度港口生产运行监测与分析数据，因此我们参考了出口指数、邻国出口情况和海外主要经济体的经济景气度。从出口指数来看，CCFI 指数自 10 月末的 812 点小幅回升至 11 月末的 858 点，环比小幅回升约 5.7 个百分点，同比降幅仍超 40%；BDI 指数则自 10 月末的 1459 点回升至 11 月末的 2937 点。从邻国出口来看，低基数下 11 月前韩国、越南出口同比增速双双小幅回升，分别自前值 5.1% 和 6.7% 回升至 7.8% 和 6.5%，但两年平均增速仍处于深度负值区间。11 月美国制造业 PMI 持平前值 46.7%，欧元区制造业 PMI 自 43.4% 小幅回升至 44.2%，持续处于收缩区间。

图 6：11 月 CCFI 指数维持低位，BDI 指数有所改善



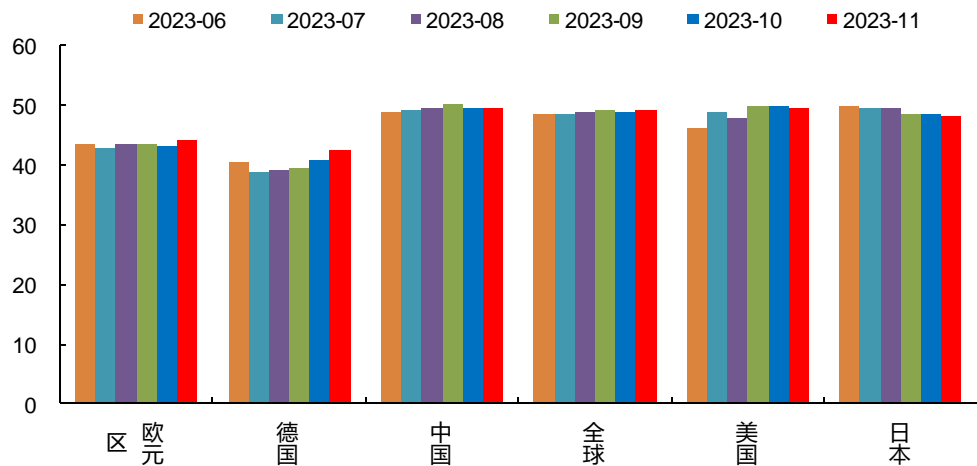
资料来源：Wind, CEIC, 安信证券研究中心

图 7：低基数下 11 月韩国、越南出口增速双双小幅回升 (%)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 8：11 月美国制造业 PMI 持平前值，欧元区小幅回升，仍处于荣枯线下 (%)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

3.2. 生产：11 月生产景气度延续回落

生产端，11 月生产景气度延续回落，其中上中下游行业开工率普遍下行，粗钢产量和同比增速均有所回落，重要工业品价格未出现明显改善。11 月生产指数超季节性回落 0.2 个百分点至 50.7% (2017-2019 年环比均值为 0.9%)，从开工率来看，11 月末上中下游行业开工率普遍回落；粗钢日均产量环比和同比均有所回落；价格方面，水泥价格快速回落，钢材价格基本维持震荡，水泥价格逆跌，但仍处于历史低位；库存方面，螺纹钢库存季节性回落，但回落速度弱于季节性。总体来看，11 月生产景气度环比延续回落。

图 9：11 月日均粗钢产量环比和同比均有所回落（万吨/天，%）

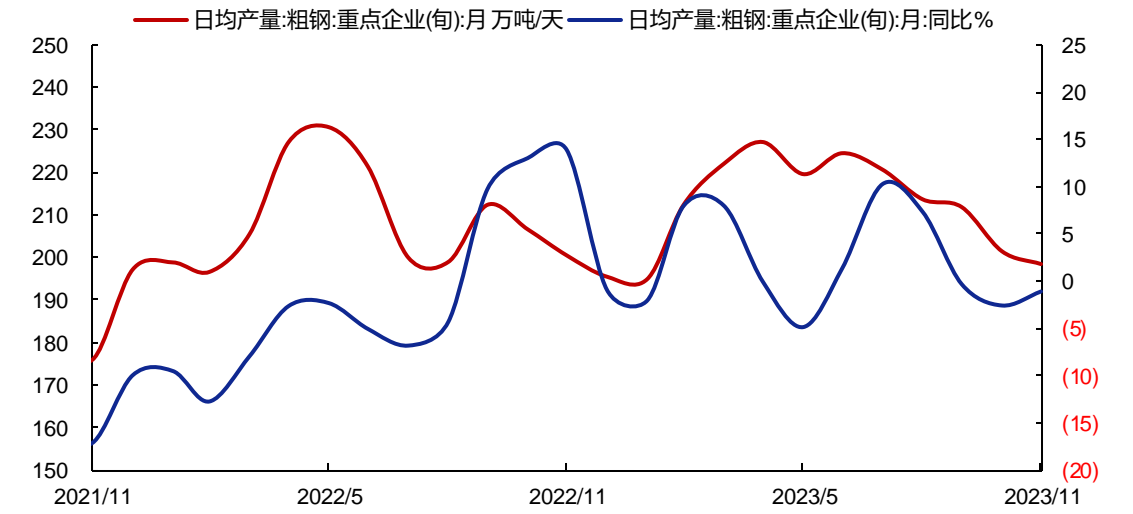


图 10：钢材价格指数基本维持震荡

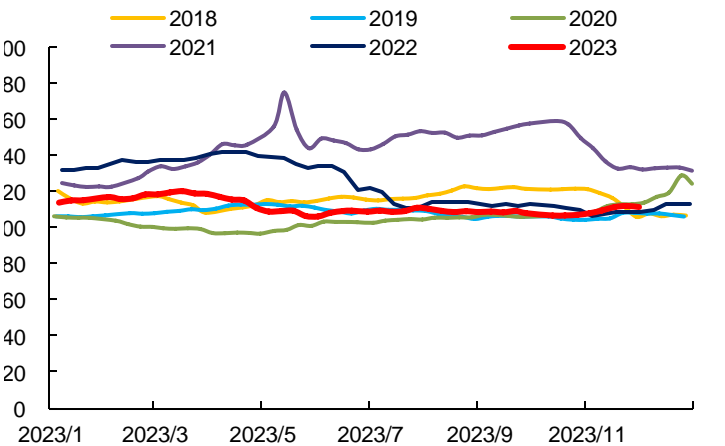


图 11：水泥价格指数小幅回升，仍明显低于历史同期

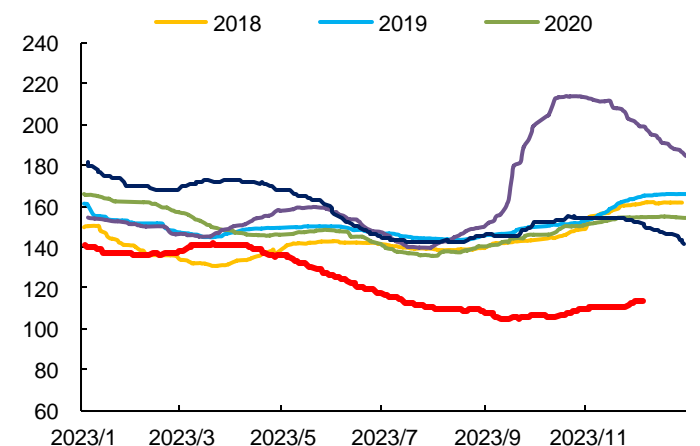


图 12：玻璃价格快速回落（元/吨）

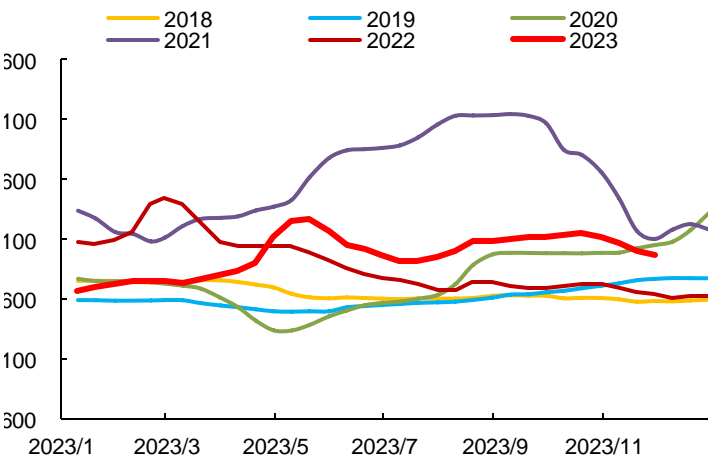


图 13：螺纹钢库存延续季节性回落（万吨）

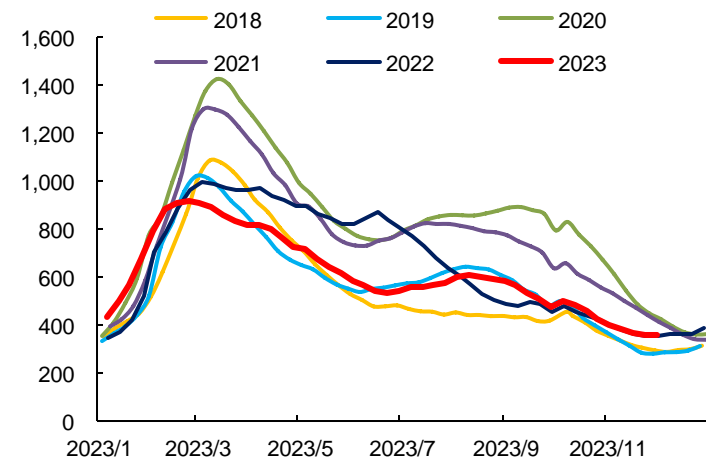
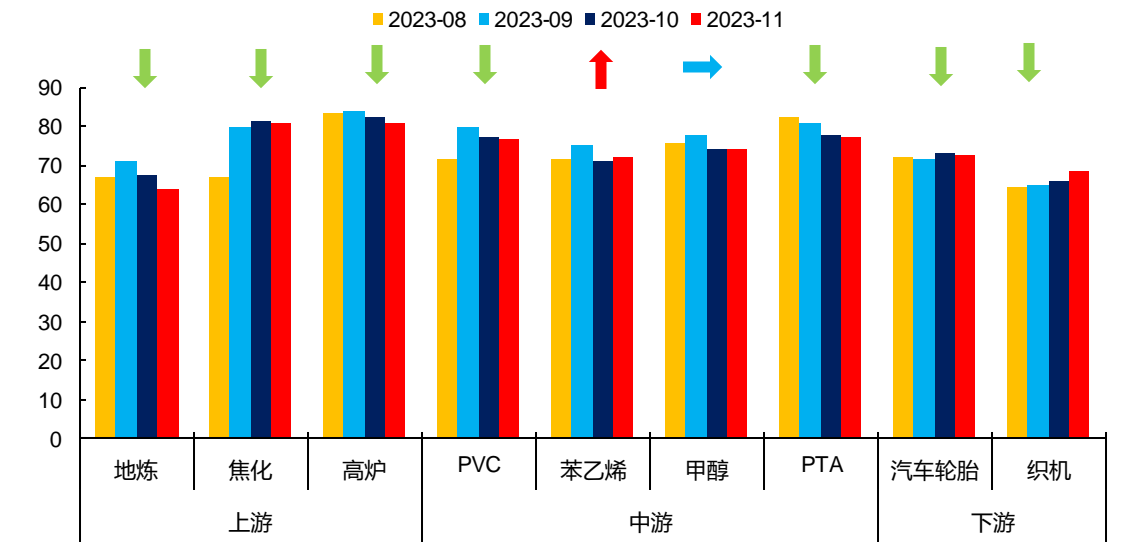


图 14：11 月上中下游行业开工率普遍回落 (%)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034