

宏观点评 20231213

货币政策新导向下的 11 月金融数据

2023 年 12 月 13 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **高增的政府融资、低于预期的信贷投放，11 月金融数据集中反映的是近期政策的新导向——宽松越来越具有“财政属性”。**在金融高质量发展的定调下，“盘活存量，提升效能”对今后货币投放有何影响？我们认为就金融数据来说，社融（主要是政府债）、结构性及类财政工具的关注度正在上升，而信贷增量、M2 的领先意义或不如其以往。

■ **社融：**在当下财政“撬动”需求，货币主动补位的政策取向下，涵盖政府融资的社融数据是以“量”的视角衡量政策力度的较好指标。预计四季度以来社融中政府债的放量支撑特点将延续至明年年初。

结构性/类财政工具：结构方面，中央金融工作会议强调“优化资金供给结构”、“充实货币政策工具箱”，货币投放渠道或更加依赖注重资金直达实体的结构性货币工具以及 PSL 等准财政手段。同时由于利率较低，结构性工具在“降低实体融资成本”的诉求下有更多空间。

M1：在“资金空转”、货币贮藏需求高企、实体预期尚在修复阶段的背景下，同期货币供应与需求存在错位现象，统计企业活化资金的 M1 增速能够更好的观测货币政策效果。

■ **而相对的是，信贷增量的领先意义有所下降，M2 与 GDP 的增速差也需重新理解。**央行在三季度货币政策报告中表明“不宜过于关注新增贷款情况”，“要避免对单月增量等高频数据的过度解读”，实际上已在引导市场降低对信贷数据的预期博弈。跨周期理解增速匹配的视角下，我们预计后续信贷存量增速将逐步朝向经济增长与价格的预期目标（5%+3%）收敛。

■ **11 月金融数据基本符合四季度以来“财政发力、货币补位”宏观政策取向：**政府债继续发力，11 月新增 11500 亿元，发行规模环比回落，仍显著高于历史同期。其中专项债持续放量，11 月累计发行额度已接近 103%；Wind 数据显示 11 月特殊再融资债新增约 3600 亿元。

信贷方面，11 月人民币贷款总量新增 10900 亿元，同比少增 1200 亿元。结构依然偏弱，低基数下居民信贷同比增量有限，对公贷款仍有冲量现象。

■ **11 月具体数据来看：对公长贷或受“平滑信贷读数”引导，**新增 4460 亿元接近历史同期均值，但同比因去年同期 PSL 放量而少增 2907 亿元。11 月中旬央行召开金融机构座谈会提出“加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年”，但目前明年“开门红”额度及项目前置的现象并不明显。

企业短贷、票据均同比多增。11 月中国企业经营状况指数环比回落 2.0pct 至 47.7%，反映实体流动性状况波动。票据利率在 11 月下旬有所上行，但月末回落，一方面在于年末对于资金空转的监管；另一方面或反映实体需求现状，票据可能继续冲量。

居民贷款仅比受疫情扰动的去年同期多增 298 亿，反映消费意愿修复的基础还不牢固。居民短贷同比小幅多增 69 亿元，一方面“双十一”电商销售额同比增速放缓，另一方面 11 月服务业 PMI 也回落至 50 以下，出行回撤的拖累不小；居民中长贷同比小幅多增 228 亿元，11 月克而瑞百强房企业绩同比降幅改善程度有限，近期房企出险关注度上升可能影响了购房者情绪。

存款方面，11 月 M1 持续回落 0.6 个百分点至 1.3%，除 1、2 月的春节错位波动外录得历史新低。M2-M1 “剪刀差”因此重新走阔，盘活存量的诉求较高。“宽财政”推动 11 月社融存量同比增速回升至 9.4%。

■ **风险提示：**政策定力超预期；海外提前进入衰退导致出口超预期萎缩；信贷投放节奏超预期。

相关研究

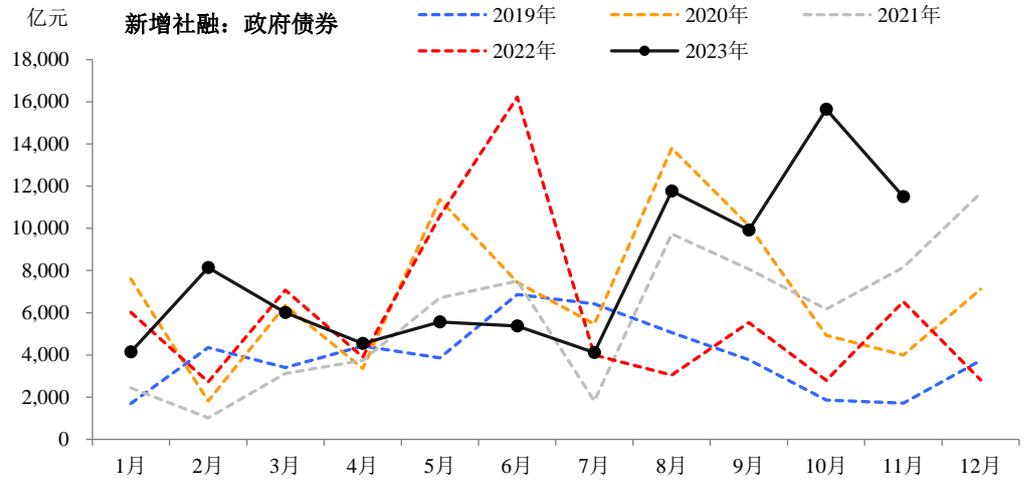
《11 月美国通胀: 3.1%能否打开降息预期? 》

2023-12-13

《中央经济工作会议：“以进促稳、先立后破”的深意》

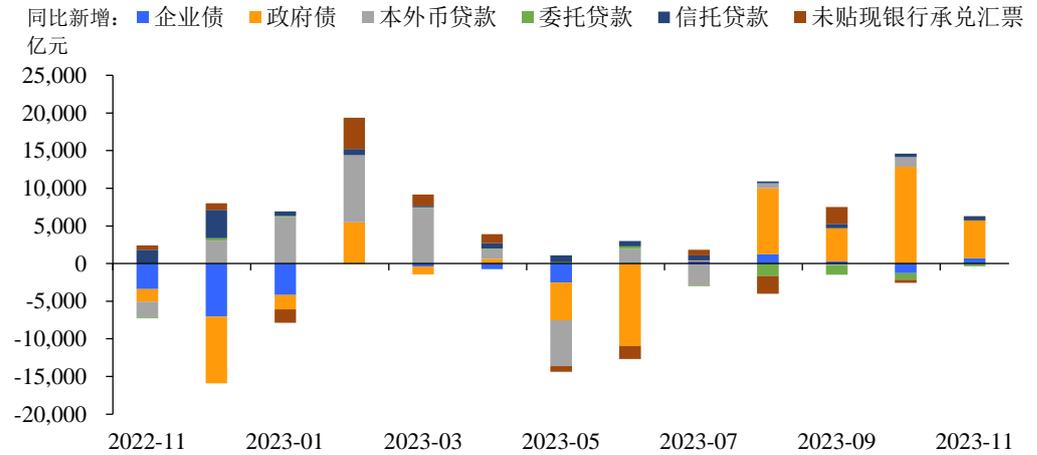
2023-12-13

图1: 政府债持续放量



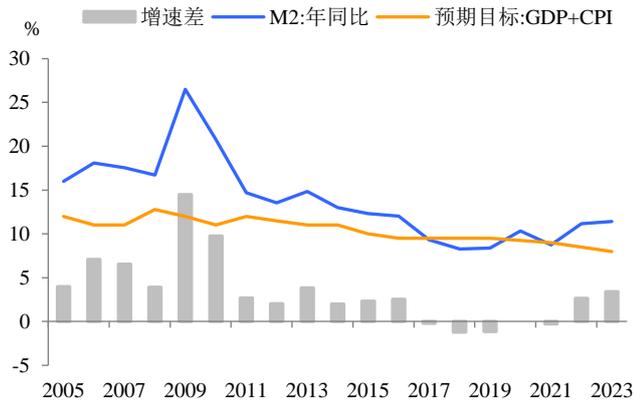
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 社融的“财政属性”渐浓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 货币供应增速后续可能收敛



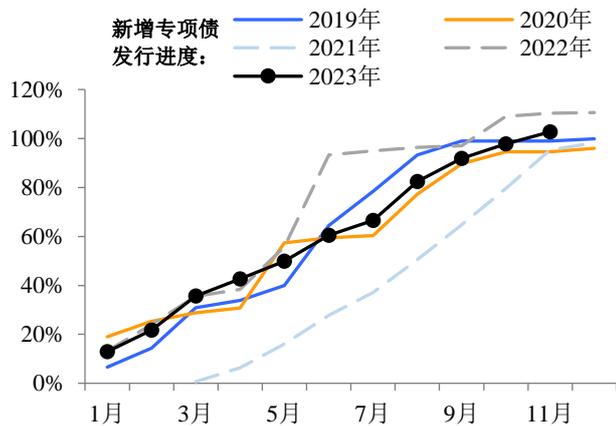
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: M1 增速探底



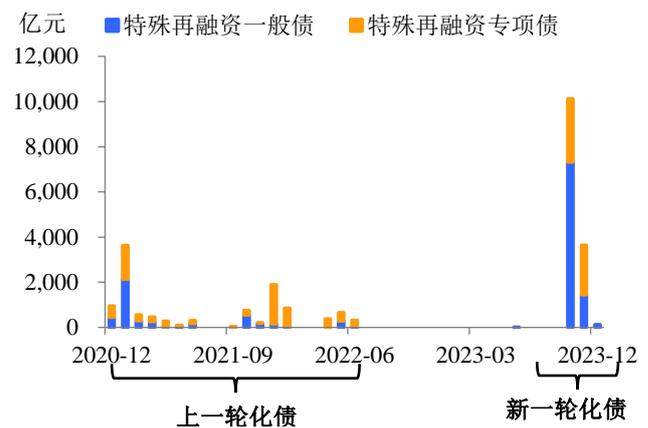
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 1-11月专项债发行额度接近103%



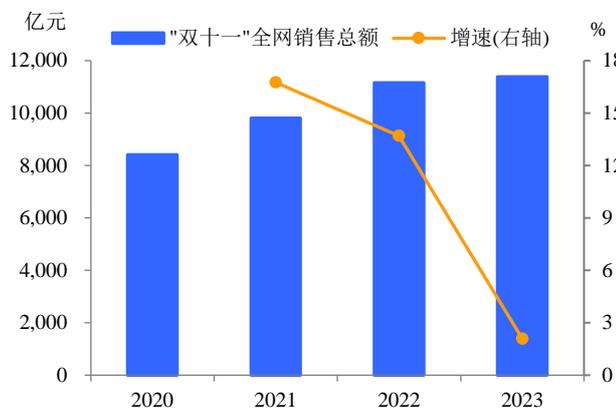
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 化债持续推进



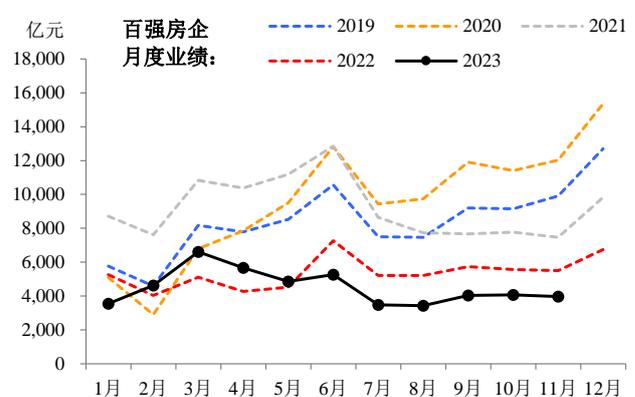
注: 数据截至2023年12月10日
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 今年“双十一”电商销售额增速放缓



数据来源: 星图, 东吴证券研究所

图8: 11月房企整体业绩延续低迷



数据来源: 克而瑞, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>