

M2M1剪刀差进一步扩大，政府债继续高增

——国内观察：2023年11月金融数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**12月13日，央行发布11月金融数据。11月M2同比10.0%，前值10.3%，M1同比1.3%，前值1.9%。新增人民币贷款10900亿元，同比少增1368亿元。社会融资规模增量2.45万亿元，同比多增4556亿元。社融存量增速为9.4%，前值9.3%。
- **核心观点：**总的来看，11月金融数据略低于Wind一致预期，政府债券融资推动社融存量增速小幅回升。从结构上来看，居民贷款有所好转，总体仍偏弱；而前期保持高增的企业中长期贷款则有所走弱，除政府部门以外的实体融资需求仍然不足。12月13日，据发改委消息，增发国债第一批项目清单已下达，首批清单共涉及近2900个项目，未来财政杠杆效应有望推动部分融资需求。经济工作会议新增“社会融资规模、货币供应量同价格水平预期目标相匹配”，国内现阶段实际利率水平明显偏高，通过降息来降低名义利率，可以促进经济增长、物价回升。我们认为，2024年货币政策可能会超预期，降准降息空间打开。
- **M2M1剪刀差继续扩大。**M2增速的回落主要受到去年同期基数抬升的影响（11.8%升至12.4%），原因在于居民理财的赎回造成居民存款的增加，这一点同样反映在居民存款同比去年大幅少增1.34万亿元。M1同比回落至1.3%，为近两年以来新低，房地产销售的下降、企业回款的下降等可能是主因。M2M1剪刀继续扩大至8.7个百分点，同样为近两年以来新高，若剔除2022年1月和2020年1月异常值的因素，此前剪刀差高位还在2015年3月。总体来看存款定期化的现象仍存。
- **居民贷款有所好转，但仍明显弱于季节性。**10月居民贷款新增2925亿元，同比多增298亿元，中长期贷款及短期贷款均较上个月有所好转，但两者与历年同期均值相比仍有较大差距。短期贷款新增594亿元，近五年同期均值1768亿元，同比多增69亿元，显示居民负债消费的动力仍然不足。中长期贷款新增2331亿元，近五年同期均值4411亿元，同比多增228亿元。11月30大中城市商品房成交面积当月同比-15.22%，在10月降幅收窄至个位数后再次回落，前期地产政策效果的持续性并不强。
- **长期融资需求不足，企业中长期贷款走弱。**11月企业贷款新增8221亿元，同比少增616亿元，结构上看短期贷款贡献较大、票据融资延续冲量、中长期贷款明显走弱。11月企业短期贷款新增1705亿元，明显强于去年同期，同比多增1946亿元；票据融资新增2092亿元，同比多增543亿元；中长期贷款新增4460亿元，同比少增2907亿元。一方面，受追加政策性金融工具规模，带动配套融资的影响，去年同期企业中长期贷款有7000亿元以上的高基数影响；另一方面，在上半年企业中长期贷款高增长的背景下，对下半年的融资需求可能也有一定提前透支；在长期融资需求不足的情况下，票据及短期贷款冲量的现象有所加强。
- **政府债券融资依旧错位支撑。**8月以来，先后受专项债、特殊再融资债券、增发国债的影响，政府债券融资对社融的支撑力度较为明显。特殊再融资债券目前已发行1.38万亿元，假设本次总规模1.5万亿元，剩余空间已逐渐减小。截至11月底，据Wind数据不完全统计，年内专项债额度3.85万亿元，已基本发行完毕。往后看，1万亿增发国债或继续对社融形成支撑。非标融资中，委托贷款的基数影响仍存，但已逐渐减弱，信托贷款、未贴现银行承兑汇票小幅增长。IPO节奏放缓对股票融资的影响持续，11月新增359亿元，同比少增429亿元。企业债券融资在去年的低基数上同比多增726亿元，但绝对值水平不高。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；房地产、地方政府债务风险处置不及预期。

正文目录

1. M2M1 剪刀差继续扩大.....	4
2. 居民贷款好转，企业中长期贷款走弱.....	4
3. 政府债券融资依旧错位支撑.....	5
4. 核心观点.....	6
5. 风险提示.....	6

图表目录

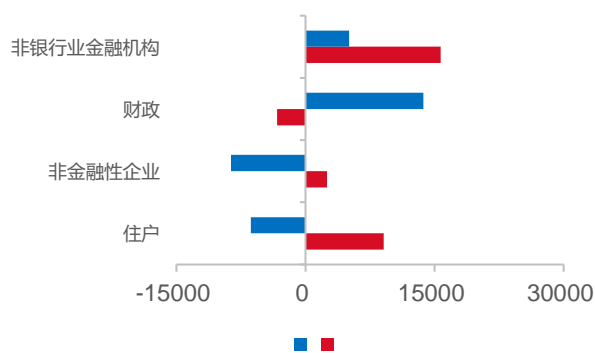
图 1 10/11 月存款同比多增结构, 亿元.....	4
图 2 M2 与 M1 同比及剪刀差, %, %	4
图 3 10/11 月人民币贷款同比多增结构, 亿元	5
图 4 企业中长期贷款季节性规律, 亿元	5
图 5 居民中长期贷款季节性规律, 亿元	5
图 6 30 大中城市商品房销售面积及同比, 万平方米, %.....	5
图 7 新增社融规模及存量同比, 亿元, %.....	6
图 8 10/11 月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元	6
图 9 非标融资季节性规律, 亿元.....	6
图 10 政府债券融资季节性规律, 亿元.....	6

事件: 12月13日, 央行发布11月金融数据。11月M2同比10.0%, 前值10.3%, M1同比1.3%, 前值1.9%。新增人民币贷款10900亿元, 同比少增1368亿元。社会融资规模增量2.45万亿元, 同比多增4556亿元。社融存量增速为9.4%, 前值9.3%。

1.M2M1 剪刀差继续扩大

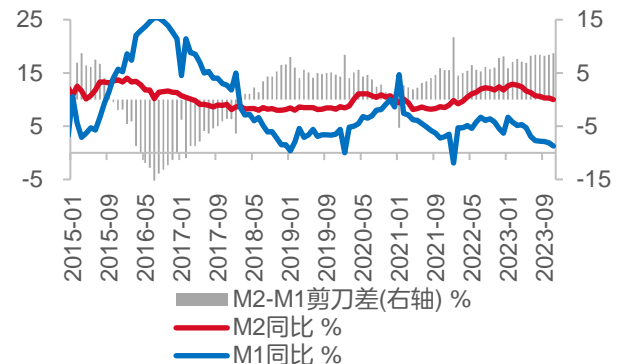
M2M1 剪刀差继续扩大。M2 增速的回落主要受到去年同期基数抬升的影响 (11.8% 升至 12.4%), 原因在于居民理财的赎回造成居民存款的增加, 这一点同样反映在居民存款同比去年大幅少增 1.34 万亿元。M1 同比回落至 1.3%, 为近两年以来新低, 房地产销售的下降、企业回款的下降等可能是主因。M2M1 剪刀差继续扩大至 8.7 个百分点, 同样为近两年以来新高, 若剔除 2022 年 1 月和 2020 年 1 月异常值的因素, 此前剪刀差高位还在 2015 年 3 月。总体来看存款定期化的现象仍存。

图1 10/11月存款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 M2与M1同比及剪刀差, %, %



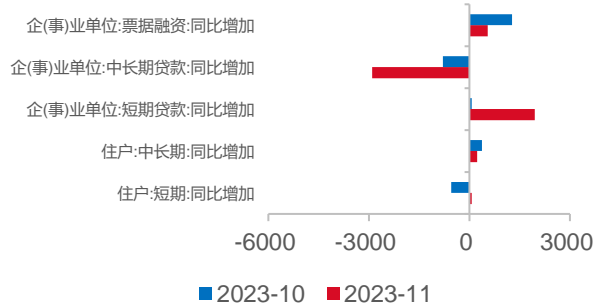
资料来源: 央行, 东海证券研究所

2.居民贷款好转, 企业中长期贷款走弱

居民贷款有所好转, 但仍明显弱于季节性。10月居民贷款新增2925亿元, 同比多增298亿元, 中长期贷款及短期贷款均较上个月有所好转, 但两者与历年同期均值相比仍有较大差距。短期贷款新增594亿元, 近五年同期均值1768亿元, 同比多增69亿元, 显示居民负债消费的动力仍然不足。中长期贷款新增2331亿元, 近五年同期均值4411亿元, 同比多增228亿元。11月30大中城市商品房成交面积当月同比-15.22%, 在10月降幅收窄至个位数后再次回落, 前期地产政策效果的持续性并不强。

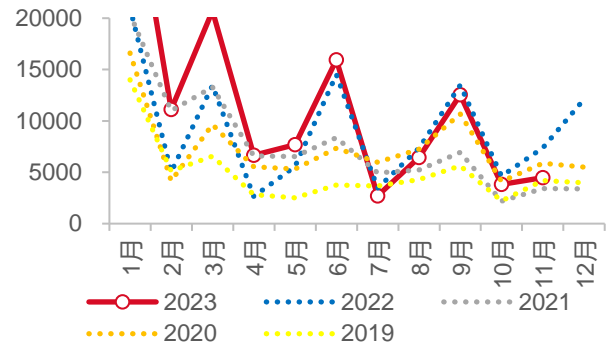
长期融资需求不足, 企业中长期贷款走弱。11月企业贷款新增8221亿元, 同比少增616亿元, 结构上看短期贷款贡献较大、票据融资延续冲量、中长期贷款明显走弱。11月企业短期贷款新增1705亿元, 明显强于去年同期, 同比多增1946亿元; 票据融资新增2092亿元, 同比多增543亿元; 中长期贷款新增4460亿元, 同比少增2907亿元。一方面, 受追加政策性金融工具规模, 带动配套融资的影响, 去年同期企业中长期贷款有7000亿元以上的高基数影响; 另一方面, 在上半年企业中长期贷款高增长的背景下, 对下半年的融资需求可能也有一定提前透支; 在长期融资需求不足的情况下, 票据及短期贷款冲量的现象有所加强。

图3 10/11月人民币贷款同比多增结构, 亿元



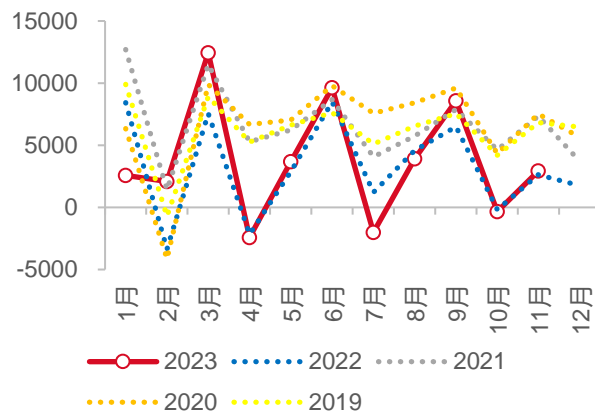
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图4 企业中长期贷款季节性规律, 亿元



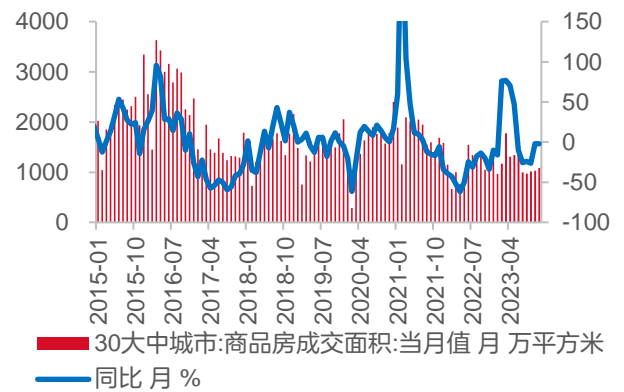
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图5 居民中长期贷款季节性规律, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图6 30大中城市商品房销售面积及同比, 万平方米, %

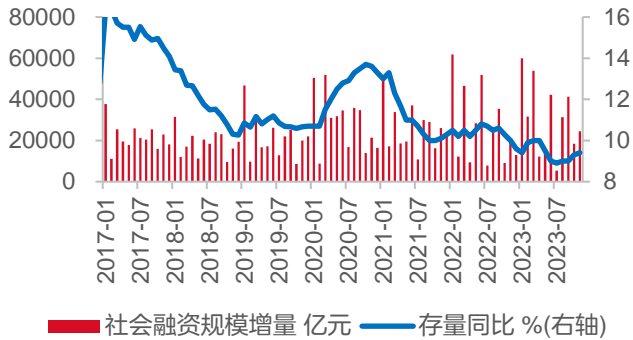


资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

3.政府债券融资依旧错位支撑

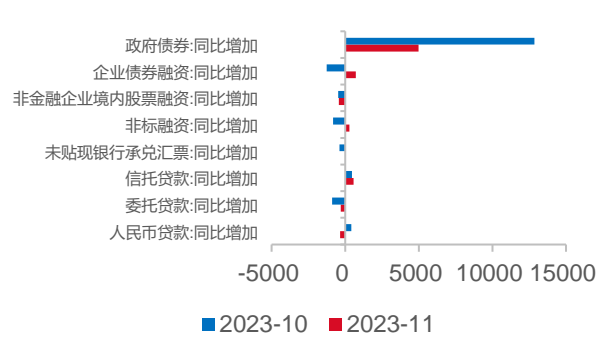
政府债券融资依旧错位支撑。8月以来, 先后受专项债、特殊再融资债券、增发国债的影响, 政府债券融资对社融的支撑力度较为明显。特殊再融资债券目前已发行 1.38 万亿元, 假设本次总规模 1.5 万亿元, 剩余空间已逐渐减小。截至 11 月底, 据 Wind 数据不完全统计, 年内专项债额度 3.85 万亿元, 已基本发行完毕。往后看, 1 万亿增发国债或继续对社融形成支撑。非标融资中, 委托贷款的基数影响仍存, 但已逐渐减弱, 信托贷款、未贴现银行承兑汇票小幅增长。IPO 节奏放缓对股票融资的影响持续, 11 月新增 359 亿元, 同比少增 429 亿元。企业债券融资在去年的低基数上同比多增 726 亿元, 但绝对值水平不高。

图7 新增社融规模及存量同比, 亿元, %



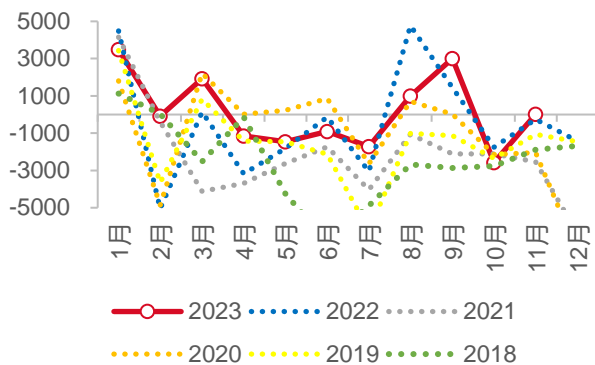
资料来源：央行，东海证券研究所

图8 10/11月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元



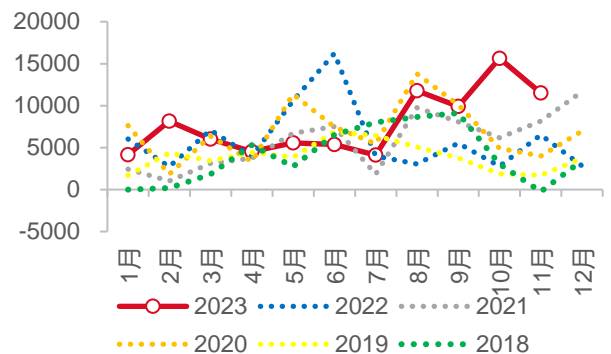
资料来源：央行，东海证券研究所

图9 非标融资季节性规律, 亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图10 政府债券融资季节性规律, 亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

4.核心观点

总的来看，11月金融数据略低于Wind一致预期，政府债券融资推动社融存量增速小幅回升。从结构上来看，居民贷款有所好转，总体仍偏弱；而前期保持高增的企业中长期贷款则有所走弱，除政府部门以外的实体融资需求仍然不足。12月13日，据发改委消息，增发国债第一批项目清单已下达，首批清单共涉及近2900个项目，未来财政杠杆效应有望推动部分融资需求。经济工作会议新增“社会融资规模、货币供应量同价格水平预期目标相匹配”，国内现阶段实际利率水平明显偏高，通过降息来降低名义利率，可以促进经济增长、物价回升。我们认为，2024年货币政策可能会超预期，降准降息空间打开。

5.风险提示

稳增长政策落地不及预期，可能会导致经济恢复不及预期。

房地产、地方政府债务风险处置不及预期，导致系统性风险产生。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089