

# 信用尚未稳定，货币仍需主动

## 事件点评

### 金融数据点评（2023.11）

#### 投资要点

- ◆ **企业贷款不稳定性提升：中长贷连续低于预期、短期贷款类融资连续4个月大幅多增；与地产需求密切相关的居民信贷依然冷淡。**11月新增信贷1.09万亿，同比少增1368亿，企业中长贷和居民信贷明显低于预期。1)居民贷款11月新增2925亿，同比仅小幅多增298亿，其中居民中长贷同比也仅小幅多增228亿，考虑到去年同期因全国大范围封控造成的地产周期偏弱和较低居民贷款基数，加之11月底深圳降低二套房首付比例的政策背景，当前新增居民信贷仍显薄弱，居民部门尚未完全扭转对房地产市场的偏弱预期。2)企业中长贷新增仅4460亿，同比少增2907亿。三季度以来，银行间资金利率持续高于政策利率，银行间长期流动性总体有所短缺，新增企业中长贷连续两个月明显不及预期，而同时新增企业短期贷款类融资连续4个月大幅超市场预期，这种信贷结构的不稳定性后续可能还需更大力度的长期流动性投放予以改善和呵护。
- ◆ **增发万亿国债带动政府债券大幅多增，社融存量同比增速如期连续回升。**11月新增社融2.45万亿，同比大幅多增4556亿，主要拉动来自10月底中央决定增发万亿国债，造成11月新增政府债券高达1.15万亿，同比多增4992亿，拉动社融存量同比增速连续第二个月上行0.1个百分点至9.4%。11月企业债券新增1330亿，同比多增726亿，自四季度以来连续有所改善，侧面体现当前银行体系流动性面临较大压力，造成间接融资体系融资成本提高等问题，临近年末，迫切需要大量流动性投放以支持跨年流动性需求。
- ◆ **居民部门“超额存款”现象出现一定降温迹象，M2同比增速随基数走高而明显回落。**11月M2同比明显回落0.3个百分点至10.0%，成为近20个月以来新低，主要因为居民存款同比大幅多减。11月新增存款2.53万亿，同比少增4273亿，其中，居民部门新增存款9089亿，同比少增1.34万亿，成为自2022年2月以来存款同比少增幅度最大的单月，同时非银金融机构存款新增1.57万亿，同比多增9020亿，两项数据综合显示居民部门存款有一定的向理财产品和股权投资市场重新流动的趋势，居民“超额存款”现象稍有缓解。
- ◆ **货币政策灵活适度精准有效，积极主动配合财政共同扩张，货币财政双轮驱动下共同助推经济高质量发展。**11月末，人民银行发布的Q3《货币政策执行报告》明确提及货币政策积极主动配合财政政策，加之昨日召开的中央经济工作会议对2024年的货币政策定调为“灵活适度，精准有效”，要求“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能”，意味着通过中性偏松的货币政策，大力支持先进制造业企业融资，为建立健全现代产业体系提供有效保障。我们预计，若年底年初见到房地产市场呈现“量缩价稳”的底部企稳迹象，将实施更加积极主动的货币政策，以大幅降准投放流动性、结构性降息呵护商业银行利差为主要手段。维持四季度还需降息50BP的预测不变。预计2024年将实施100BP的全面降准、20-30BP的1Y LPR和MLF利率下调、5-15BP的5Y LPR下调。如果年底未能降准投放充足的长期流动性，则提升明年春节前和明年全年降准幅度的预测。
- ◆ **风险提示：**财政扩张和货币配合力度低于预期风险，美联储紧缩程度超预期风险。

分析师

秦泰

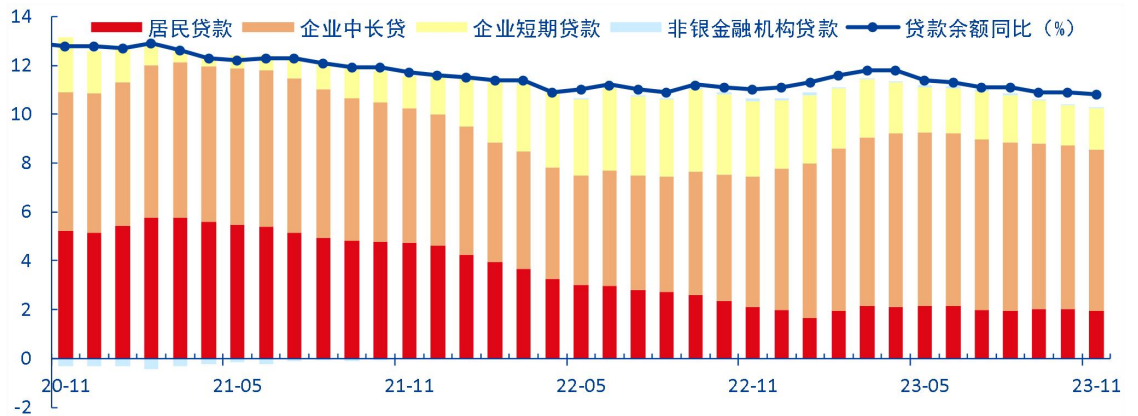
 SAC执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

#### 相关报告

- CPI走弱非农转强，中美央行如何抉择？——华金宏观·双循环周报（第35期）  
2023.12.9
- 财政加力促进消费呼之欲出——中央政治局会议（12.8）解读 2023.12.8
- 低基数下出口如期改善，后续仍期待技术进步——进出口数据点评（2023.11）  
2023.12.7
- 关注鲍威尔再度放鹰，理性看待房企融资改善——华金宏观·双循环周报（第34期）  
2023.12.3
- 需求不足、去库存加速，PMI小幅回落——PMI点评（2023.11） 2023.11.30

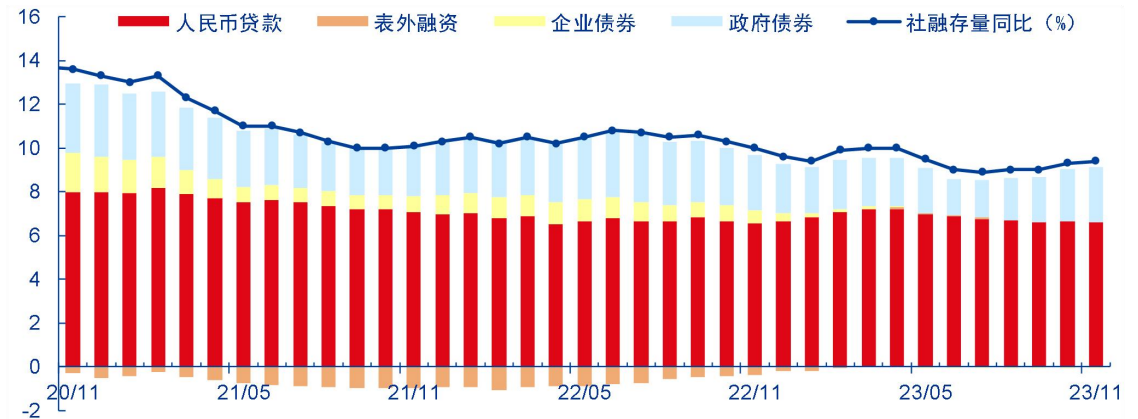


图 1: 贷款余额同比及贡献结构 (%)



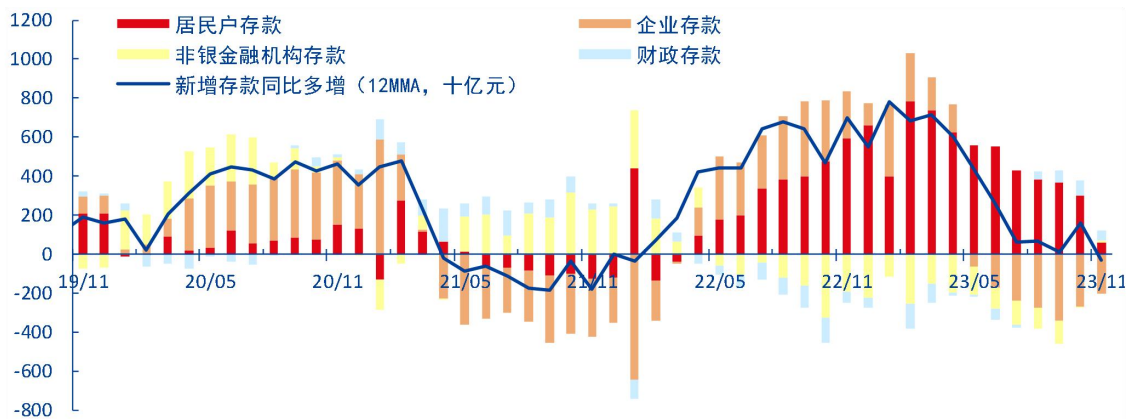
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 2: 社融存量同比及贡献结构 (%)



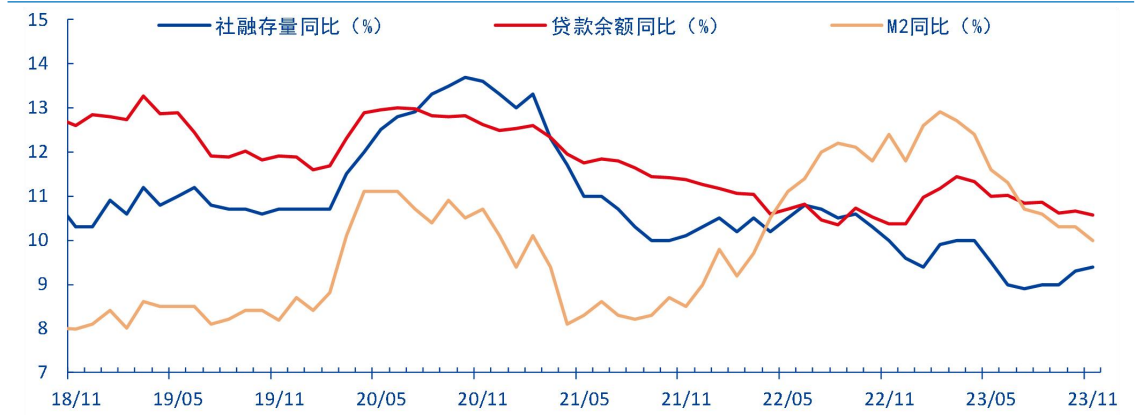
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 4: M2、社融存量、贷款余额同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，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。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn