

2023年12月14日

关注资金空转与货币派生转变

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：11月社会融资规模增量为2.45万亿元，预期2.45万亿元，前值1.8万亿元；人民币贷款增加1.09万亿元，同比少增1200亿元。

● **人民币信贷：企业信贷结构仍待修复，逆周期指标体现平滑信贷意图**

11月人民币信贷增加10900亿元，同比少增1200亿元，总量低于季节性。同2022年同期相比，居民小幅多增，企业同比少增，非银贷款少增，结构反映出当前内需仍偏弱的特征。居民信贷小幅改善，居民信心有所修复，但地产仍偏弱。居民中长贷同比多增；居民短贷小幅改善。地产销售数据仍弱，居民贷款出现边际小幅回暖，可能的原因在于基本面稳中向好，居民信心较2023年同期有所改善，同时或与金融机构平滑信贷波动有关。企业信贷结构待修复，企业短贷+票据多增。企业中长贷同比少增2907亿元，在高基数下有所回落；企业短贷表现亮眼，同比多增1946亿元，显著高于季节性，或反映企业资金周转、短期借贷需求增加；表内票据融资同比多增543亿元。11月制造业PMI增速放缓，中长期贷款需求改善偏慢。但11月企业短贷+票据融资占比显著提高，指向信贷逆周期调控力度提升，且企业短贷提升幅度更大，经营活跃度趋于回升。

11月人民币信贷结构或体现出政策的平滑信贷意图。Q3货政报告提出“适度平滑信贷波动”，或意味着11-12月的信贷投放将会避免为开门红积攒项目，这或许是“逆周期指标”更强的原因，结构上可以看出政策维稳意图。同时，企业中长贷+居民贷款的顺周期指标也在回升过程中，与经济的稳步修复相呼应。

● **社融：财政扩张支撑社融增速延续回升**

11月新增社融2.45万亿元，同比多增4663亿元，社融存量增速继续升至9.4%。政府债券占比有所下降，由85%降至47%，但政府债券同比高增，仍是社融的主要拉动。结构看，财政扩张支撑社融增速延续回升，实体融资需求改善仍弱。11月社融口径新增人民币贷款11100亿元，同比少增348亿元。一方面，化债或导致存量人民币贷款偿还量增加，净增量下降；另一方面11月人民币信贷总量增长疲弱。政府债券新增11500亿元，同比多增4980亿元，位于历史同期平均高位。剔除政府债券后的社融增速为8.56%，较10月有所下降，由此判断实体经济真实融资需求增速仍在下滑。企业债券融资有所改善，同比多增726亿元。企业股票融资同比少增429亿元。非标方面，委托贷款同比多减298亿元，未贴现银行承兑汇票、信托贷款同比多增。随着债务置换逐步推进，政府债券的净融资额增加、非标及人民币贷款净增量或将呈下行趋势。

● **M1、M2回落，关注资金空转与货币派生转变**

M1继续加速下行、M2增速回落。11月M1同比下降0.6个百分点至1.3%；M2同比下降0.3个百分点至10%。

存款方面，居民存款大幅少增，非银存款大幅多增，企业存款多增、财政支出力度仍待提高。居民存款同比少增1.34万亿元，与高基数有关。企业存款同比多增511亿元；非银存款同比多增9020亿元。财政支出强度仍有提升空间。

11月M1-M2剪刀差扩大，非银存款多增或都指向资金空转情况加剧；M2增速也出现回落。一方面，实体经济的货币活化程度较差，货币流通速度也降至历史最低。当前可能存在企业从金融体系获取资金后用于金融市场投资等现象，非银存款的大幅多增也能够验证。房地产销售低迷、居民投资和消费意愿偏弱或为主要原因。另一方面，M2的回落或指向11月信贷对广义货币的派生减弱。拆分2023年和2022年各项融资行为对M2的拉动，2023年信贷对M2的贡献没有减弱，同时政府债券和企业债券贡献率显著提高（由19%增至32%），因此财政的扩张对M2的贡献力度有所提升；非标融资对M2的贡献度大幅减弱。

向后看，2024年货币将加强和财政的配合，更多通过财政手段加强货币投放和派生，继续降准降息，并提高信贷效能。未来或通过修复居民和企业信心和需求，助推资金使用效率的改善。

● **风险提示：**政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

相关研究报告

《去通胀斜率趋平，市场降息预期或将修正——美国11月CPI点评》

-2023.12.13

《首要任务与中心工作——宏观经济点评》-2023.12.13

《以进促稳 先立后破——宏观周报》

-2023.12.10

目 录

1、人民币信贷：总量同比少增，结构仍待修复.....	3
2、社融：财政扩张支撑社融增速延续回升.....	4
3、M1、M2 回落，关注资金空转与货币派生转变.....	5
4、风险提示.....	7

图表目录

图 1： 11 月企业中长贷对人民币信贷增长造成拖累.....	3
图 2： 2023 年新增信贷月度波动加大.....	3
图 3： 11 月票据和企业短贷占比大幅提高.....	4
图 4： 商品房销售增速再度下探.....	4
图 5： 政府债券依旧是扩信用的主要动能.....	5
图 6： 11 月剔除政府债券后社融存量增速继续下降.....	5
图 7： 2022 年 11 月居民存款基数较高.....	6
图 8： 11 月 M1-M2 剪刀差扩大.....	6
图 9： 货币流通速度降至历史最低.....	6
图 10： 2023 年信贷对 M2 的贡献没有减弱.....	6
图 11： 地产销售额下滑与 M1 下行有较高相关性.....	7

1、人民币信贷：总量同比少增，结构仍待修复

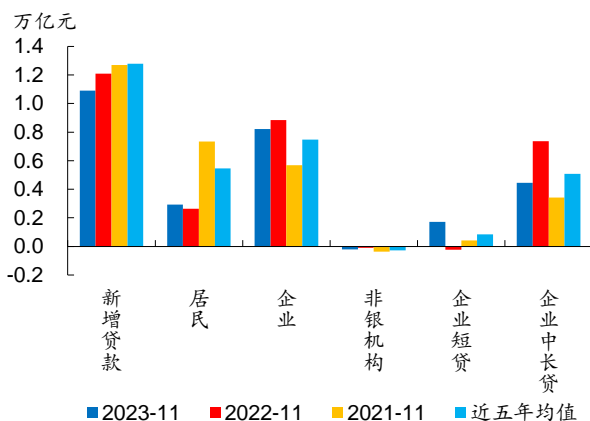
11月信贷总量增加10900亿元，同比少增1200亿元，总量低于季节性。同2022年同期相比，居民小幅多增，企业同比少增，非银贷款少增，结构反映出当前内需仍偏弱的特征。

居民信贷小幅改善，居民信心有所修复，但地产仍偏弱。11月居民贷款同比多增298亿元，比近五年同期均值少增3253亿元，同比多增主要是基数原因。居民中长贷同比多增228亿元；居民短贷小幅改善，多增69亿元（10月为同比多减）。11月商品房销售面积增速较10月再度下探，房地产销售持续磨底，居民按揭贷款增长较2022年有所改善，但仍处于季节性低位。总体来看，地产销售数据仍弱，居民贷款出现边际小幅回暖，可能的原因在于基本面稳中向好，居民信心较2023年同期有所改善；同时或与金融机构平滑信贷波动有关。

企业信贷结构待修复，企业短贷+票据多增。企业贷款新增8221亿元，同比少增616亿元。企业中长贷同比少增2907亿元，在高基数下有所回落；企业短贷表现亮眼，同比多增1946亿元，显著高于季节性，或反映企业资金周转、短期借贷需求增加；表内票据融资同比多增543亿元。总体看，短贷和票据增加，中长贷下滑，企业融资结构仍有改善空间。11月制造业PMI改善放缓，增发国债基建项目还未形成实物工作量，中长期贷款需求改善偏慢。但11月企业短贷+票据融资占比显著提高，指向信贷逆周期调控力度提升，且企业短贷提升幅度更大，经营活跃度趋于回升。

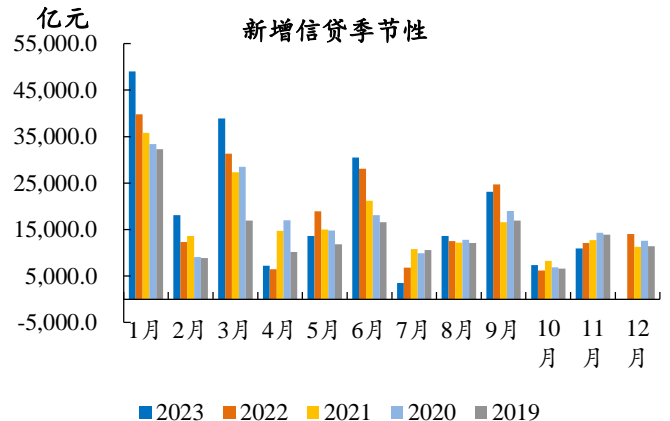
11月人民币信贷结构体现了政策的平滑信贷意图。回顾历史数据，2023年信贷的月度波动更加严重，“开门红”力度较大而缺乏持续性。《2023年第三季度中国货币政策执行报告》提出“适度平滑信贷波动”，根据往常惯例，11、12月为信贷小月，金融机构会为来年开门红积攒部分项目。而央行对信贷新规律的调整或意味着11-12月的信贷投放将会维持一定力度。这或许是“逆周期指标”更强的原因，尽管总量并未显著反映，但结构上可以看出一定政策维稳的意图。但同时我们也看到，企业中长贷+居民贷款的顺周期指标也在回升过程中，与经济的稳步修复相呼应。

图1：11月企业中长贷对人民币信贷增长造成拖累

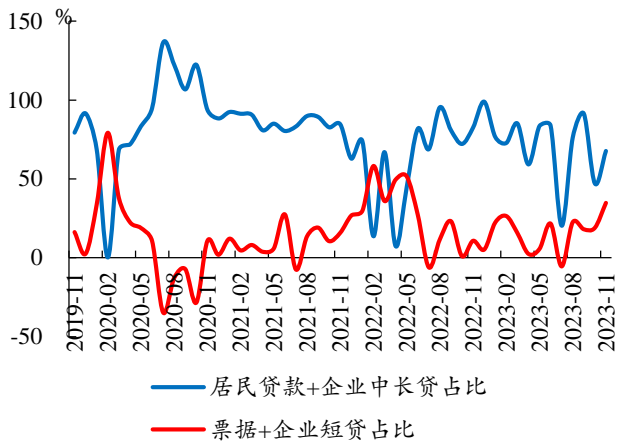


数据来源：Wind、开源证券研究所

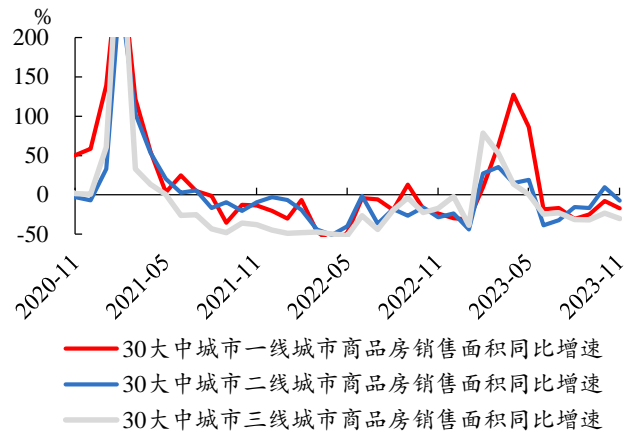
图2：2023年新增信贷月度波动加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：11月票据和企业短贷占比大幅提高


数据来源：Wind、开源证券研究所

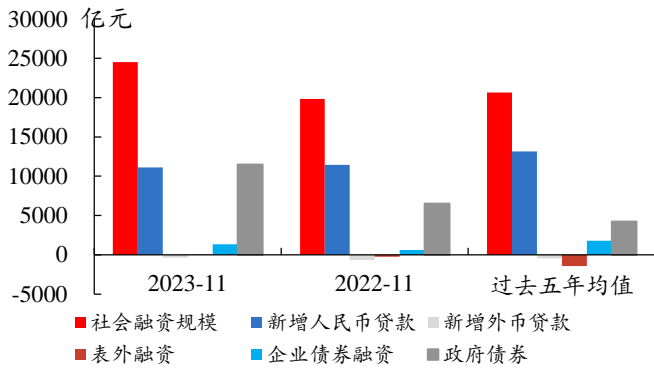
图4：商品房销售增速再度下探


数据来源：Wind、开源证券研究所

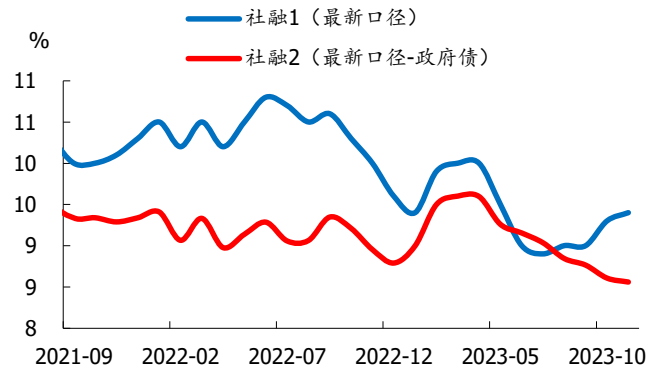
2、社融：财政扩张支撑社融增速延续回升

11月新增社融2.45万亿元，同比多增4663亿元，社融存量增速继续升至9.4%。政府债券占比有所下降，由85%降至47%，但政府债券同比高增，仍是社融的主要拉动。

财政扩张支撑社融增速延续回升，实体融资需求改善仍弱。11月社融口径新增人民币贷款11100亿元，同比少增348亿元，增幅弱于季节性水平。一方面，化债或导致存量人民币贷款偿还量增加，净额下降；另一方面11月人民币信贷总量增长疲弱。政府债券新增11500亿元，同比多增4980亿元，与历史平均相比属于高位。剔除政府债券后的社融增速为8.56%，较10月有所下降，由此判断实体部门真实融资需求增速仍在下滑。11月专项债发行近尾声，再融资债净融资额共约4342亿元，国债净融资额约为5603亿元，国债保持了一定的发行强度。企业债券融资有所改善，11月新增1330亿元，同比多增726亿（10月为同比少增）。企业股票融资继续下滑，同比少增429亿元。非标方面，委托贷款同比多减298亿元，未贴现银行承兑汇票、信托贷款分别同比多增12、562亿元。非标融资总体较2022年11月小幅多增。随着债务置换逐步推进，政府债券的净融资额增加、非标及人民币贷款净增量或将呈下行趋势。

图5：政府债券依旧是扩信用的主要动能


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：11月剔除政府债券后社融存量增速继续下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、M1、M2 回落，关注资金空转与货币派生转变

M1 继续加速下行、M2 增速回落。11月M1同比下降0.6个百分点至1.3%；M2同比下降0.3个百分点至10%。社融-M2剪刀差继续缩窄，M1-M2扩大至-8.7%。

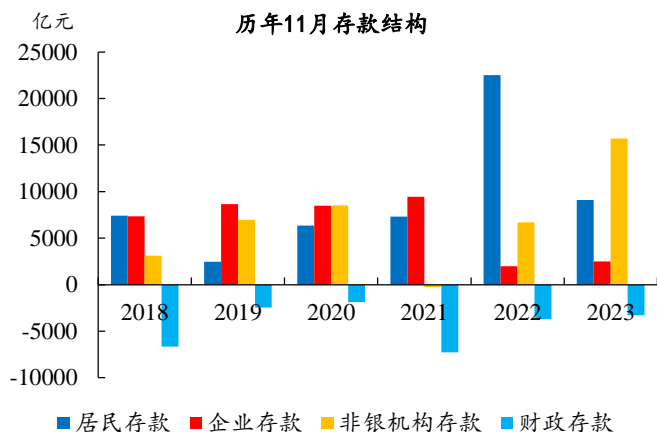
存款方面，居民存款大幅少增，非银存款大幅多增，企业存款多增、财政支出力度仍待提高。11月居民存款增加9089亿元，同比少增1.34万亿元。2022年11月居民存款基数出现大幅抬升，本次居民存款少增主要与高基数有关，趋于回归历史同期平均水平。企业存款增加2487亿元，同比多增511亿元；非银存款大幅多增，新增15700亿元，同比多增9020亿元。非银存款多增或反映居民的存款向金融市场转移。财政存款同比少减388亿元，财政支出强度仍有提升空间。

11月M1同比继续下滑，M1-M2剪刀差扩大，非银存款多增或指向资金空转情况加剧；M2增速也出现回落。一方面，单位活期存款的减少以及企业活期存款定期化等现象反映实体经济的货币活化程度较差，资金使用效率出现问题，货币流通速度也降至历史最低。当前可能存在企业从金融体系获取资金后并未用于生产活动，而是用于金融市场的投资等情况，非银存款的大幅多增也能够验证。原因看，房地产企业由于销售端低迷而放缓企业投融资活动或占主导因素，居民投资和消费意愿偏弱也是原因之一。另一方面，M2的回落或指向11月信贷对广义货币的派生减弱。2023年以来，由于经济修复缓慢，信贷派生转弱，M2增速趋于回落。但拆分2023年1-10月和2022年1-10月各项融资行为对M2的拉动，2023年信贷对M2的贡献没有减弱，同时除金融债外的债券融资贡献率有显著提高（由19%增至32%），其中包括政府债券和企业债券，且政府债券占主导，因此财政的扩张对M2的贡献力度有所提升。此外，非标融资对M2的贡献度大幅减弱。

向后看，监管对当前资金空转现象关注度提升，十四届人大常委会对金融工作情况报告的意见和建议提出，建议强化银行与实体性企业特别是中小企业的实际联通，推动金融业特别是国有商业银行更加有效地服务实体经济。**中央经济工作会议提出，加强政策协调配合，我们认为2024年货币将加强和财政的配合，更多通过财**

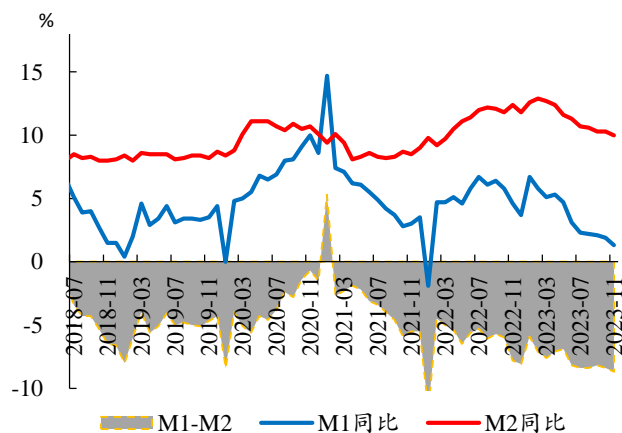
政手段加强货币投放和派生。推动“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，继续降准降息，并提高信贷效能。未来或通过修复居民和企业信心和需求，助推资金使用效率的改善。

图7：2022年11月居民存款基数较高



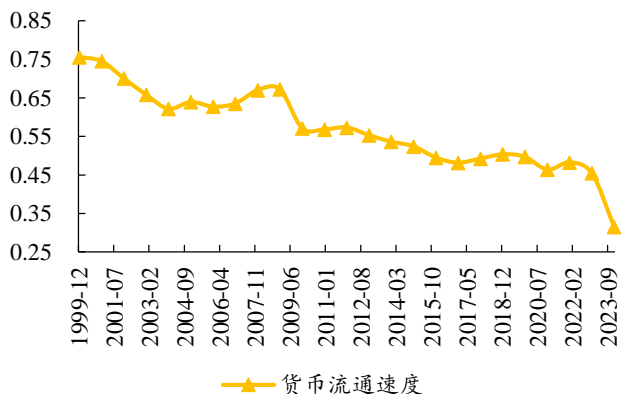
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：11月 M1-M2 剪刀差扩大



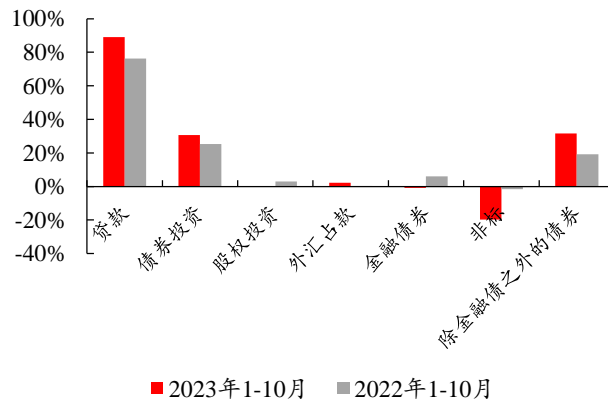
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：货币流通速度降至历史最低

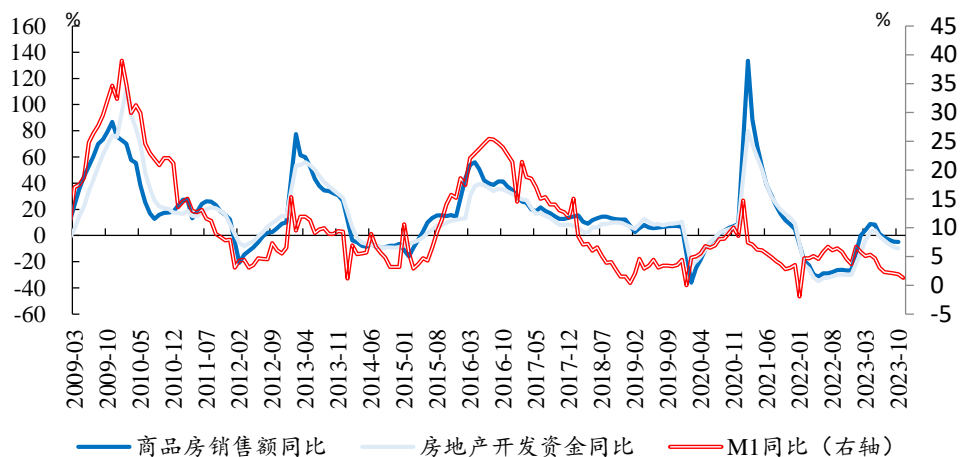


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023年信贷对M2的贡献没有减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：地产销售额下滑与 M1 下行有较高相关性


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

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

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

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

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