

宏观

政府债券支撑社融，信贷偏弱

——2023年11月金融数据点评兼论利率影响

2023年12月14日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

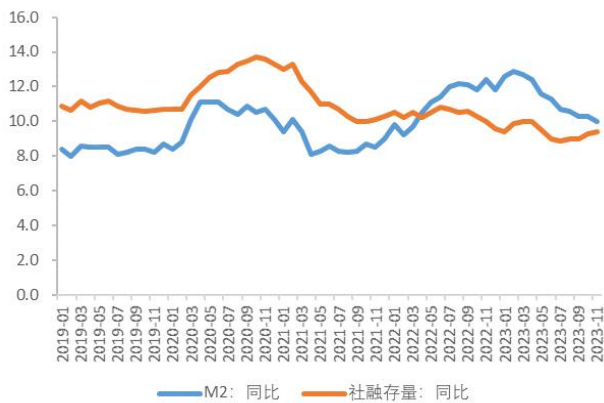
邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

- **市场启示：社融结构分化，信贷偏弱，债券收益率或继续下行。** 11月PMI、通胀、实体经济信贷数据均显示国内经济复苏力度偏弱，库存周期出现波动，通胀较弱导致实际利率居高不下。中央经济工作会议再次强调明年要围绕推动高质量发展，突出重点，把握关键，扎实做好经济工作。在巩固和增强经济回升向好态势的目标下，政策布局偏积极。货币政策强调灵活适度，精准有效，明年一季度降准降息概率较大。债券收益率中期下行概率加大。
- **11月新增社融符合预期，企业经营活力仍待企稳。** 11月末社融存量为376.39万亿元，同比增长9.4%（前值9.3%）。11月社融新增2.45万亿元，符合wind一致预期，环比季节性增加6048亿元，同比增加4663亿元。10月M2增速为10.0%（前值10.3%），低于wind一致预期的10.1%。M2和社融增速差为0.6%，持续回落。M1增速由上月的1.9%回落至1.3%，连续7个月回落。M1-M2为-8.7%，较上月负向扩大，显示企业经营活力仍不足。
- **政府债券支撑社融，贷款表现弱于季节性。** 11月新增政府债券1.15万亿元，环比减少4138亿元，同比增加4980亿元。社融口径新增人民币贷款1.11万亿元，环比增加6263亿元，同比减少348亿元。10月及11月人民币贷款表现均弱于季节性。11月企业债券新增1330亿元，环比增加186亿元，同比增加726亿元。
- **住户贷款边际改善但总体偏弱，企业贷款边际偏弱但总体韧性。** 在10月环比回落幅度大于季节性的情况下，11月住户新增贷款新增2925亿元，较上年同期略有好转但依然偏弱。企业新增贷款季节性回升，单月仅低于去年同期。近三个月企业贷款合计略低于去年同期，但总体维持韧性。11月企业贷款存量增速13.4%（前值13.6%），住户贷款存量增速6.8%（前值6.8%）。
- **企业中长期贷款偏弱，10月以来持续存在“票据冲量”现象。** 11月企业中长期贷款表现偏弱，新增4460亿元，环比增加632亿元，同比减少2907亿元。企业短期贷款和票据融资表现强于季节性，其中票据融资在上月新增3176亿元的基础上继续新增2092亿元，11月同比增加543亿元，依然存在“票据冲量”现象。住户中长期贷款表现略好于短期贷款。中长期贷款环比季节性上升，同比多增228亿元。
- **风险提示：** 国内稳增长力度高于预期；存款利率下调节奏较慢。

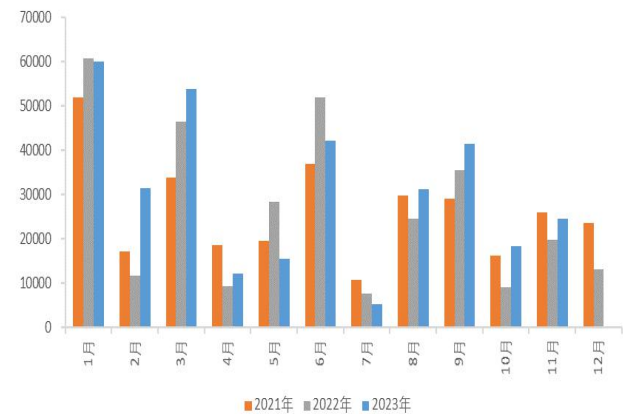


图 1：M2 及社融存量同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：新增社融当月值（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：M2-社融（%）



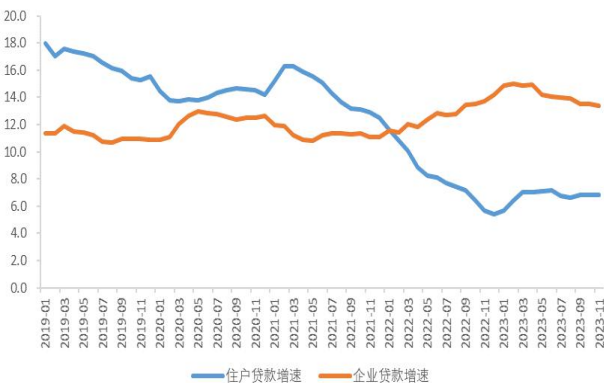
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：M1-M2（%）



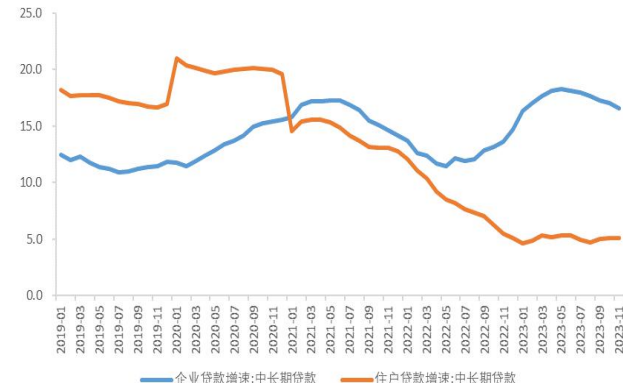
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：企业贷款和住户贷款增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：企业中长期贷款和住户中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

