

2023年12月13日

证券研究报告·宏观简评报告

数据点评



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

居民贷款表现好转，政策提速或支持后续数据

——11月社融数据点评

摘要

- **社融存量增速回升，新增人民币贷款与去年差距较小。**从社融存量看，11月末，社融存量同比增长9.4%，较前值回升0.1个百分点。从社融增量看，11月社会融资规模增量为2.45万亿元，比上年同期多4556亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加1.11万亿元，同比少增447亿元。11月对实体经济发放的人民币贷款不及预期，但仍在历史高位。12月中央经济工作会议对货币政策表述为灵活适度、精准有效，后续金融仍将支持实体经济。
- **政府债券仍为直接融资主要拉动，表外融资改善。**从社融结构看，在政府债券继续发力下，直接融资占比仍在较高水平，11月新增直接融资占同期社会融资规模增量的45.31%，其中新增政府债券融资1.15万亿元，同比多增4980亿元。表外融资增加，占比也随之回升，未贴现银行承兑汇票增加。
- **企业中长贷拖累明显，居民端贷款改善。**11月份人民币贷款增加1.09万亿元，同比少增1368亿元，企业贷款增加8221亿元，其中，短期贷款增加1705亿元，同比多增1946亿元，上个月企业短期贷款减少明显，接近跨年企业或需要补充其流动性；中长期贷款增加4460亿元，同比少增，表现平平；票据融资仍在较高位置，目前看企业对于后市的预期较为稳定，后续在政策效果逐渐显现，生产持续复苏等促进下，新增企业贷款预计有所恢复。11月，住户贷款增加2925亿元，同比多增297亿元，其中居民短期贷款增加2331亿元，同比多增228亿元，11月在购物节及地方消费政策等的提振下，居民消费有所回暖，此外近期银行在消费贷上的优惠活动也多有推出；中长期贷款增加707亿元，同比多增375亿元，后续居民长期贷款房地产政策效果显现作用下，预计将稳中向好。
- **剪刀差继续扩大，存款同比少增。**11月，M2同比增长10%，增速较上月末回落0.3个百分点。11月人民币存款增加2.53万亿元，同比少增4273亿元，其中住户存款同比少增1.34万亿元，居民存款同比少增较多主要与高基数及近期消费意愿有所回暖有关，非金融企业存款同比多增511亿元，财政性存款减少3293亿元，财政支出有待进一步加力，非银行业金融机构存款增加1.57万亿元，同比多增9070亿元。M1与M2剪刀差较上月扩大0.3个百分点。后续货币政策仍将坚持稳健取向，下月基数回落，预计M2增速较为平稳。
- **风险提示：**国内需求不及预期，房地产市场较弱。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 改善预期，唱响光明论——2023年中央经济工作会议点评（2023-12-13）
2. 猪、油共振走低，CPI继续探底——11月通胀数据点评（2023-12-10）
3. 国际金价表现强势，海外扰动因素多（2023-12-08）
4. 出、进口优势转换，机电产品表现较亮眼——11月贸易数据点评（2023-12-08）
5. 央行重磅表态，美联储褐皮书发布（2023-12-03）
6. 仍在荣枯线下，新动能需求支撑较好——11月PMI数据点评（2023-12-01）
7. 云涌之时，风起之势——2024年宏观经济与政策展望（2023-11-26）
8. 金融工作进入密集落地期，汇率波动引关注（2023-11-24）
9. 聚金门共商中美新愿景，看海外数据表现分化（2023-11-19）
10. 产需两端延续改善，投资仍待提振（2023-11-16）

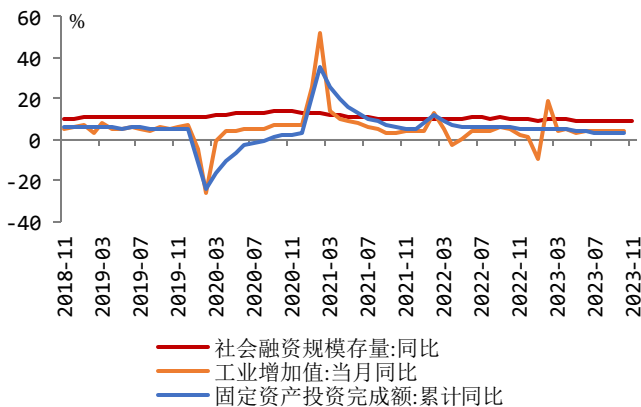
11月，新增人民币贷款不及市场预期，直接融资占比虽较上月回落但仍处于较高位置，其中政府债券融资仍是主要贡献项。贷款方面，企业部门中长期贷款同比少增，短期贷款同比多增，票据融资新增量仍较大；居民部门短期贷款、中长期贷款都有所改善，居民端信心仍待改善，后续政策发力下信心有望回暖。

1 社融存量增速回升，新增人民币贷款与去年差距较小

新增人民币贷款同比少增，不及市场预期。11月末社会融资规模存量为376.39万亿元，同比增长9.4%，较前值回升0.1个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为234.37万亿元，同比增长10.7%，增速继续与前值持平。从结构看，11月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.3%，同比高0.8个百分点，占比与10月持平；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比0.5%，同比低0.1个百分点。从社融增量看，1-11月，社会融资规模增量累计为33.65万亿元，比上年同期多2.79万亿元。11月单月，社会融资规模增量为2.45万亿元，比上年同期多4556亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.11万亿元，同比少增447亿元，不及市场预期，在季节因素影响下环比多增6263亿元。去年同期，新增社融和新增人民币贷款基数较高，虽然本月同比少增，但仍在历史同期高位。

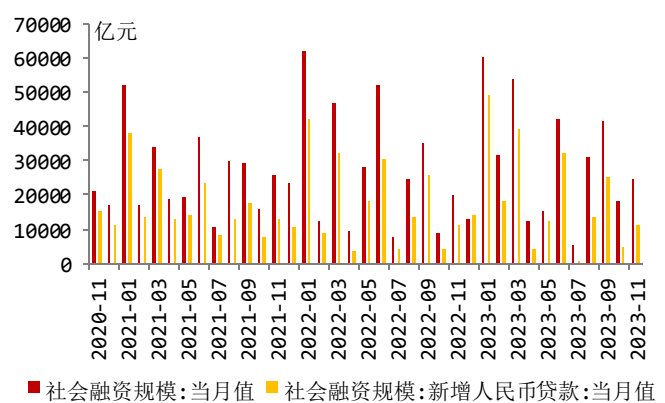
12月中央经济工作会议提出“稳健货币政策‘灵活适度、精准有效’”，去年中央经济工作会议对货币政策的表述是“精准有力”，“有力”变为“有效”意味着2024年的货币政策将更加相机抉择，稳健适度基调不变，同时更加注重货币政策的有效性。相比去年会上“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的表述，此次会议的提法是“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，尤其强调了“价格水平”。2023年货币政策稳中趋松，央行于2023年6月和8月调整LPR，年内1年期和5年期LPR累计分别调降20bp、10bp；3月和9月降准，累计下调存款准备金率50bp。2024年货币政策继续保持适度性，仍有降准降息的可能性，促进社会综合融资成本稳中有降。结构性工具方面，会议指出货币政策精准滴灌的重点领域有：“科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等”。目前已有结构性货币政策工具包括普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款等17个，余额超过7万亿元。

图 1：社融存量同比增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：11月新增社融同比多增



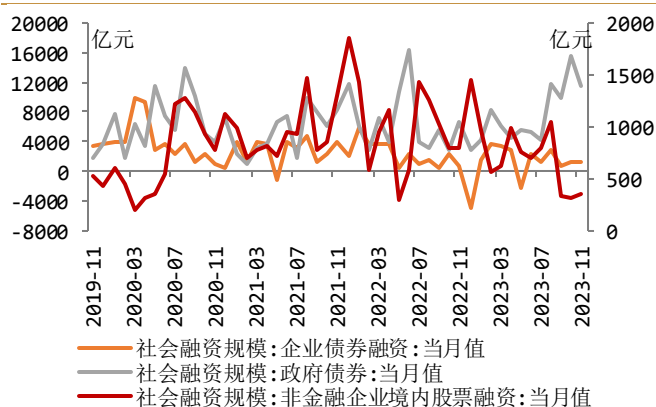
数据来源：wind、西南证券整理

2 政府债券仍为直接融资主要拉动，表外融资改善

从社融结构看，在政府债券继续发力下，直接融资占比仍在较高水平。11月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为 45.31%，较上月回升 19.09 个百分点；11月，特殊再融资债券、叠加特别国债发行，支撑新增政府债券融资较多，直接融资占比虽然较上月有所回落，但仍在较高水平，11月新增直接融资 13189 亿元，同比多增 5277 亿元，环比少增 3194 亿元。11月新增直接融资占同期社会融资规模增量的 53.83%，较 10月回落 38.86 个百分点。从分项看，政府债券新增量较多，依然是直接融资的主要贡献项。11月新增政府债券融资 1.15 万亿元，同比多增 4980 亿元，环比 10月少增 4183 亿元，较 2021 年同期多增 3342 亿元，处于高位。截至 2023 年 12 月 7 日，全国本轮特殊再融资债券已发行共 13770.16 亿元，特殊融资债发行规模位列前三的省份或计划单列市分别是贵州、天津、云南，分别为 2149 亿元、1286 亿元、1256 亿元。已有 27 个省份及 2 个计划单列市发行特殊再融资债，其中一般债务为 8819.25 亿元，占比 64.05%；专项债务为 4950.91 亿元，占比 35.95%。另外，万亿特别国债也在 11 月发行。截至 11 月底今年用于项目建设的新增专项债发行规模接近 3.9 万亿，完成已下达额度的 102.73%。11 月份全国地方债共计发行规模为 5672.09 亿元，其中新增一般债 257.15 亿元、新增专项债 1851.69 亿元。**企业债券方面**，11 月企业债券融资新增 1330 亿元，基数较低下同比多增 726 亿元，环比多增 186 亿元，较 2021 年同期少增 2676 亿元，后续在市场趋稳下，企业债券融资或向好。11 月，非金融企业境内股票融资 359 亿元，同比少增 429 亿元，环比多增 38 亿元，较 2021 年同期少增 935 亿元。

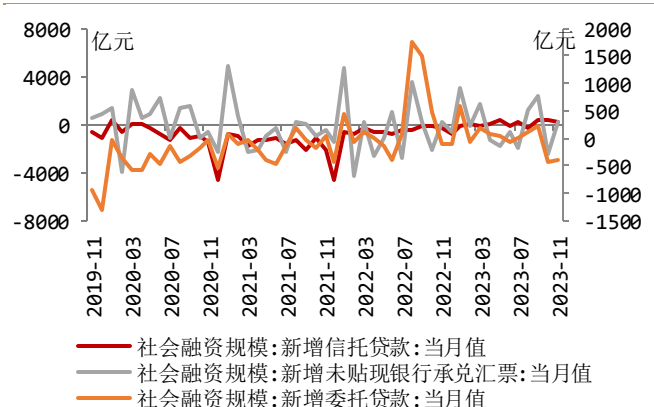
表外融资增加，占比也有所回升，未贴现银行承兑汇票增加。11 月，表外融资增加 14 亿元，同比多增 276 亿元，环比多增 2586 亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为 0.1%，占比较上月回升 14 个百分点。11 月末贴现银行承兑汇票增加 203 亿元，同比多增 12 亿元，环比多增 2739 亿元；委托贷款减少 386 亿元，同比多减 298 亿元，环比少减 637 亿元；信托贷款增加 197 亿元，同比多增 562 亿元，环比少增 196 亿元。

图 3：11 月直接融资各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：11 月表外融资分项表现

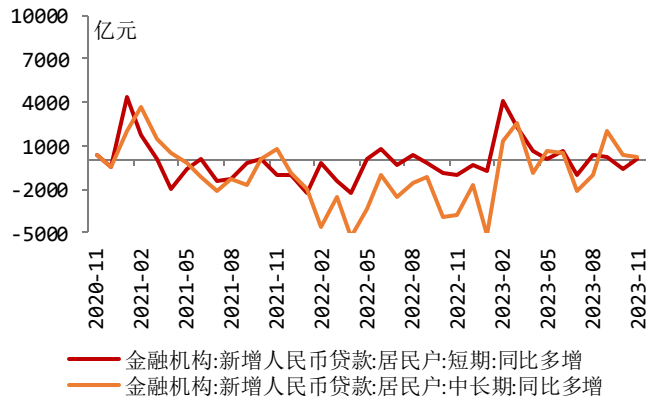


数据来源：wind、西南证券整理

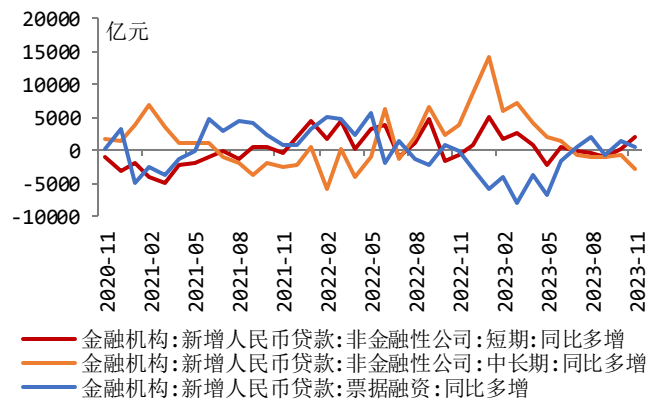
3 企业中长贷拖累明显，居民端贷款改善

高基数下企业中长期贷款同比少增较多，短期贷款同比多增，票据融资仍新增较多。1-11月，人民币贷款增加 21.58 万亿元，同比多增 1.55 万亿元。11 月份人民币贷款增加 1.09 万亿元，同比少增 1368 亿元。分部门看，11 月，企（事）业单位贷款增加 8221 亿元，其中，短期贷款增加 1705 亿元，同比多增 1946 亿元，环比 10 月多增 3475 亿元，同比 2021 年同期多增 1295 亿元，企业短贷同比和环比都有多增，一方面在于上个月企业短期贷款减少明显，另一方面接近跨年，企业或需要补充其流动性；中长期贷款增加 4460 亿元，同比明显少增 2907 亿元，也为本月企业贷款的主要拖累，环比 10 月多增 632 亿元，同比 2021 年同期多增 1043 亿元；票据融资增加 2092 亿元，同比多增 543 亿元，在上月银行冲量更加明显下环比 10 月少增 1084 亿元，同比 2021 年同期多增 487 亿元，票据融资仍在较高位置。1-11 月企业贷款利率为 3.89%，同比下降 0.3 个百分点，继续保持在有统计以来的历史低位。部分制造业生产进入淡季，内外需都有所放缓，外需走弱更明显，11 月制造业 PMI 录得 49.4%，较 10 月回落 0.1 个百分点，低于市场预期，连续两个月收缩。从需求端看，11 月新订单指数为 49.4%，较 10 月下降 0.1 个百分点，内外需都有所放缓；从生产端看，部分制造业行业进入淡季，11 月生产指数回落 0.2 个百分点至 50.7%，保持扩张；企业对于后市的预期较为稳定，招工的意愿略有改善。后续在政策效果逐渐显现，生产持续复苏等促进下，新增企业贷款预计有所恢复。

居民端中长期贷款同比多增，与近期政策关系较大。11 月，住户贷款增加 2925 亿元，同比多增 297 亿元，有所好转。其中，短期贷款增加 594 亿元，同比多增 69 亿元，环比 10 月多增 1647 亿元，11 月在购物节及地方消费政策等的提振下，居民消费有所回暖，从 10 月消费数据也能体现，另外近期多家银行围绕降低消费贷利率推出各种形式的活动，部分银行退出限量低息利率券，也有银行推出“组团优惠”活动、针对特定人群（国有企业、事业单位在职员工）提供利率优惠等，银行消费贷利率下行是市场竞争和政策导向的结果，有利于降低融资成本，促进消费增长；居民中长期贷款增加 2331 亿元，同比多增 228 亿元，环比 10 月多增 1624 亿元，但同比 2021 年同期少增 3490 亿元。12 月中央经济工作会议未提及“房住不炒”，提出要“积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”。近期，监管层面持续为房企融资提供政策支持，11 月，央行等三部门联合召开金融机构座谈会，据媒体报道会上提出了“三个不低于”，以量化指标要求银行给予房企（尤其是非国有房企）信贷支持，是对此前推出的“金融 16 条”和“三支箭”等政策的补充，后续针对缓解房地产企业融资问题的政策有望进一步得到落实。此外，政策还将加快推进“三大工程”的建设，后续财税、金融等相关政策有望对“三大工程”持续提供资金支持，加快房地产行业向发展新模式转型，支持房地产市场稳健发展。后续居民贷款或表现稳中向好。

图 5：居民部门中长期贷款同比多增


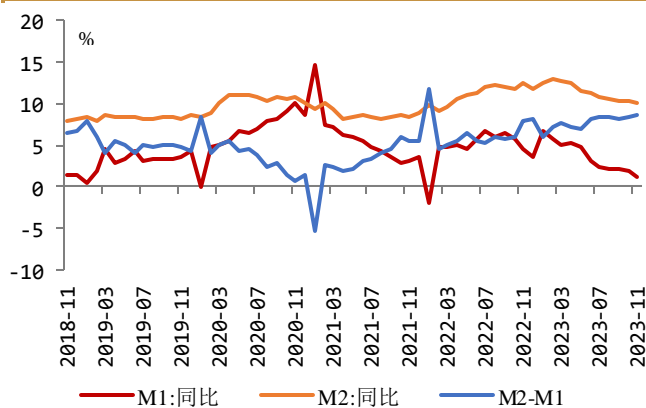
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位短期贷款同比多增


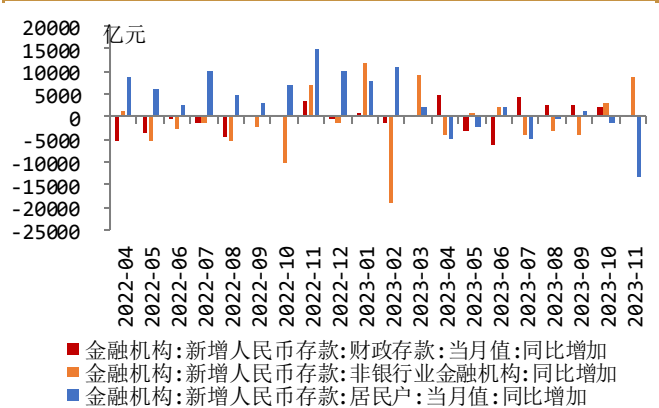
数据来源: wind、西南证券整理

4 剪刀差继续扩大，存款同比少增

M1、M2 双双回落，财政存款减少。11月末，广义货币（M2）余额 291.2 万亿元，同比增长 10%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 2.4 个百分点。11 月末，本外币存款余额 289.81 万亿元，同比增长 9.8%，增速较上月回落 0.7 个百分点。1-11 月，人民币存款增加 25.65 万亿元，同比多增 1301 亿元。11 月份人民币存款增加 2.53 万亿元，同比少增 4273 亿元。其中，住户存款增加 9089 亿元，同比少增 1.34 万亿元，居民存款同比少增较多主要与高基数及近期消费意愿有所回暖有关；非金融企业存款增加 2487 亿元，同比多增 511 亿元；财政性存款减少 3293 亿元，同比少减 388 亿元，财政支出有待进一步加力；非银行业金融机构存款增加 1.57 万亿元，同比多增 9070 亿元。狭义货币（M1）余额 67.59 万亿元，同比增长 1.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 3.3 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 8.7 个百分点，较上月继续扩大 0.3 个百分点。后续货币政策仍将坚持稳健取向，下月基数回落，预计 M2 增速较为平稳。

图 7：11 月 M2 增速回落


数据来源: wind、西南证券整理

图 8：11 月财政存款减少


数据来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
