

社融结构延续，压低一季度“开门红”预期

--2023年11月金融数据解读

核心观点:

社融创出历史最高值，主要是政府融资带来的，社融口径人民币贷款增速仍然下滑。11月社会融资2.45万亿元，同比+4556亿元，其中政府融资上行带来的，政府融资1.15万亿元，同比+4992亿元。新增社融和人民币贷款增速分别为9.7%和8.4%，分别变化1.04%和-0.71%。

贷款结构仍然不佳，居民贷款相对平稳，企业长期贷款回落，快速的政府融资并未带动企业融资上行。11月金融机构新增人民币贷款1.09万亿，同比-1368亿。其中居民贷款2925亿，同比+298亿，其中中长贷2331亿，保持相对平稳态势；企业贷款8221亿，同比-616亿，其中中长贷同比下行2907亿。企业中长贷连续两个月保持低速增长，政府融资并未带动企业同步上行，项目启动仍然偏慢。四季度银行同时处于年末收官阶段，项目储备可能延续到2024年1季度，保证信贷开门红。

政府债务净融资继续创新高，考虑到特别国债增发持续落地以及地方特殊再融资债的收尾，12月份政府融资可能继续高位。政府净融资11月份达到1.15万亿，1-11月份融资8.67万亿。政府融资在8月份后快速增加，但对基建的带动减弱，主要是因为化债是本轮政府债务扩张的重点。11月份政府债务扩张对企业融资、M1等产生了挤出效应，而企业资金端的好转需要政府投资项目切实落地，预计要等到2024年才能推进。

社融其他部门年末基本平稳，并未出现太大的波动。影子银行融资增加14亿元，其中未贴现银行票据融资203亿，企业在年末的经济活动减弱。企业债券融资1330亿元，在融资利率小幅上行的基础上债券融资增加，一定程度显示了银行年末对于放款的谨慎。股票融资处于低位，股票市场表现依然不佳。

M1和M2继续下滑，但是结构出现了变化。M1持续下滑显示了企业资金的紧张，11月企业存款也相应减少，居民和政府部门向企业的资金转移缓慢。M2同样出现下滑，其中存款下降是M2下降的主要因素，但是非银金融机构存款快速上行，理财产品、证券保证金11月份出现上行。考虑到现阶段股票市场仍然比较低迷，未来利率下降预期较强，居民资产可能更多去往稳定型金融产品。

信贷总量保持稳定。11月的金融机构座谈会和央行三季度货币执行报告均强调“加强信贷均衡投放”、统筹年末年初的信贷工作，平滑波动。今年12月信贷可能不会出现明显的季节性下滑，而明年的一季度也不会出现超预期的“开门红”。同时，“盘活存量”的背景下，央行更强调信贷的方向引导，而不是单纯强调新增。有增有减的局面下信贷总量将保持稳定。

社融和货币投放适度精准，资金投放以结构性为主，但同时为逆周期留下了空间，降准降息仍然可以期待。对于货币适度的理解中央经济工作会议强调“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” 货币政策调节中加入了价格水平目标变量，这意味着货币政策总量空间的“适度”会有更多空间。2024年央行将继续降准、降息，与其他宏观政策协同发力，保持货币政策的前瞻性、连续性和稳定性。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行不及预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

2023年12月13日，央行发布2023年11月金融数据。11月社会融资2.45万亿元，同比+4556亿元，为历史同期最高值。其中新增人民币贷款（社融口径）1.11万亿元，同比-447亿元，政府融资1.15万亿元，同比+4992亿元；未贴现银行承兑汇票203亿元，同比+12亿元。

11月金融机构新增人民币贷款1.09万亿元，同比-1368亿。其中居民贷款2925亿，同比+298亿，其中短贷594亿，中长贷2331亿；企业贷款8221亿，同比-616亿，其中短贷1705亿，中长贷4460亿，票据融资2092亿。

社会融资存量增速9.4%，环比上升0.1pct。M1同比增长1.3%，连续7个月持续走低；M2同比增长10%，增速再次下降。

一、11月社会融资：政府融资拉动社融增速继续上行

11月份社融新增2.45万亿，政府债券是支撑社会融资的主要因素。其中人民币贷款（社融口径）1.11亿，政府债券融资1.15万亿，企业债券融资1330亿元，境内股票融资359亿。未贴现银行承兑汇票203亿元。

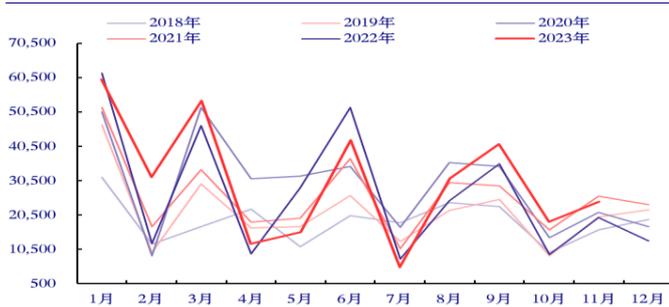
11月份社会融资同比去年上行，主要是政府融资上行带动了社会融资增速同比多增。11月份社会融资同比增加4663亿元，其中人民币贷款同比减少348亿元，政府债券融资同比多增4980亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增12亿元，信托贷款同比多增562亿元，企业债券融资同比多增726亿元，股票融资同比少增429亿元。

图1：金融数据概览

	当月新增(亿元)					当月新增同比变化(亿元)					累计新增同比增速(%)					存量同比增速(%)				
	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11
社会融资规模	5,357	31,237	41,200	18,500	24,500	-2,428	6,525	5,789	9,366	4,663	1.4	3.9	5.6	8.7	9.7	8.9	9.0	9.0	9.3	9.4
人民币贷款	364	13,412	25,376	4,837	11,100	-3,724	68	-310	406	-348	11.9	10.9	9.1	9.1	8.4	11.0	10.9	10.7	10.7	10.7
外币贷款	-339	-201	-583	152	-357	798	625	130	876	291	-14.4	48.0	38.4	88.8	56.3	-17.8	-16.8	-19.3	-16.3	-16.7
委托贷款	8	97	208	-429	-386	-81	-1,658	-1,300	-899	-298	2,045.7	-52.6	-68.0	-83.3	-93.4	4.0	2.4	1.3	0.3	0.2
信托贷款	230	-221	403	393	197	628	251	594	454	562	111.0	105.1	113.3	121.2	123.5	-3.6	-2.9	-1.4	-0.3	1.2
未贴现银行承兑汇票	-1,963	1,159	2,996	-2,536	203	781	-3,357	2,264	-380	12	75.4	101.8	371.0	96.1	102.9	-	-8.2	-0.3	-1.8	-1.7
企业债券	1,291	2,608	662	1,144	1,330	321	-1,186	-317	-1,269	726	-37.0	-28.6	-26.0	-28.6	-28.6	-0.4	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4
非金融企业境内股票	786	1,036	327	321	359	-651	-215	-695	-467	-429	-16.8	-16.8	-22.8	-25.8	-28.0	10.6	10.2	9.4	8.9	8.4
政府债券	4,109	11,759	9,949	15,600	11,500	111	8,714	4,416	12,809	4,980	-25.0	-7.3	0.8	21.5	26.7	10.1	11.5	12.2	14.3	14.9
人民币贷款	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	-3,331	1,100	-1,600	1,232	-1,368	11.9	11.7	9.2	9.5	8.4	11.1	11.1	10.9	10.9	10.8
短期贷款及票据融资	-1,523	5,391	7,401	353	4,391	-844	1,999	-1,377	803	2,558	-27.0	-22.2	-21.3	-20.3	-16.1					
中长期：	2,040	8,046	18,014	4,535	6,791	-2,905	-1,965	1,070	-420	-2,679	37.5	31.3	27.4	25.9	21.8					
居民：	-2,007	3,922	3,385	-346	2,935	-3,234	-658	2,082	-166	298	12.9	8.4	12.8	12.5	12.4					
短期：	-1,335	2,320	3,213	-1,053	594	-1,066	398	177	-541	69	101.4	81.7	60.6	58.3	56.2					
中长期：	-672	1,602	5,470	707	2,331	-2,158	-1,056	2,014	375	228	-18.5	-21.3	-9.5	-7.8	-6.2					
企业：	2,378	9,488	16,834	5,163	8,231	-499	738	-2,339	537	-616	11.6	11.4	8.3	8.4	7.5					
短期：	-3,785	-401	5,686	-1,770	1,705	-2,59	-280	-881	73	1,046	31.3	30.4	21.6	23.2	29.7					
中长期：	3,713	6,444	12,544	3,838	4,460	-747	-909	-944	-795	-2,907	52.0	45.3	37.3	34.6	29.0					
票据融资	3,597	3,472	-1,500	3,176	2,092	461	1,881	-673	1,271	543	-122.0	-107.2	-113.4	-100.7	-93.3					
非银行业金融机构	3,170	-358	-1,844	2,085	-207	694	67	-914	948	-108	36.5	83.7	-121.0	49.6	45.0					
人民币存款	-11,200	12,600	22,409	6,446	25,300	-11,647	-200	-3,891	8,290	-4,200	0.6	0.5	-1.3	2.4	0.4	10.5	10.5	10.2	10.5	10.2
居民存款	-8,093	7,877	25,316	-6,369	9,089	-4,713	-409	1,422	-1,266	-13,411	11.1	9.9	9.2	8.5	-1.7					
企业存款	-15,300	8,800	2,010	-8,652	2,487	-4,500	-661	-5,639	3,048	511	-19.5	-17.2	-24.4	-24.0	-22.0					
财政存款	9,078	-88	-2,127	13,700	-3,293	4,215	2,484	2,673	2,300	388	-9.8	20.6	164.0	46.5	66.9					
非银行业金融机构存款	4,130	-7,322	-6,650	3,068	13,700	-3,915	-2,969	-3,845	3,020	9,020	-15.0	-42.4	-90.8	-51.6	13.6					

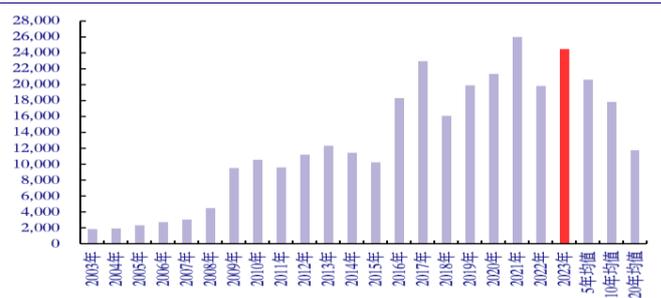
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：新增社会融资季节性变化(亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：历史同期11月新增社融(亿元)



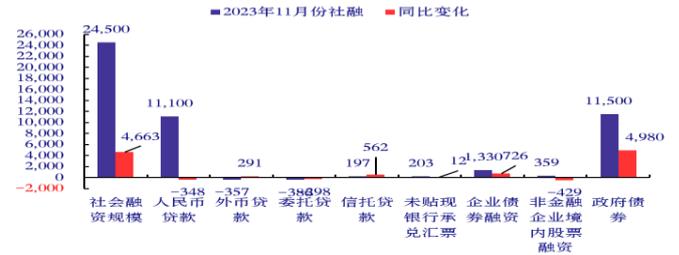
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：社融增速(去除政府融资)和政府融资增速(%)

图5：11月社融各部门的变化(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

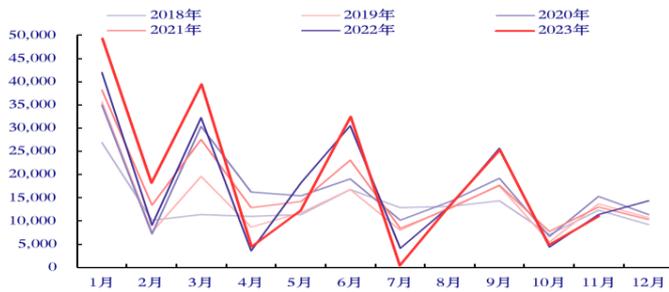
(一) 居民中长贷持续改善, 企业中长期贷款增速继续下滑

11月金融机构新增人民币信贷同比少增1368亿, 累计新增增速下滑1.1pct至8.4%, 并没有延续上个月的上升态势。11月新增信贷低于过去五年均值(1.09万亿)。

企业中长期贷款同比减少, 短期贷款和票据融资上升, 企业中长期投资需求仍然偏弱。10月企业贷款新增8221亿元, 中长期贷款新增4460亿元, 同比少增2907亿元。企业中长期贷款的同比少增, 一方面是由于去年同期PSL支持基建带来高基数, 另一方面可能是由于地方政府特殊再融资债券置换部分贷款。

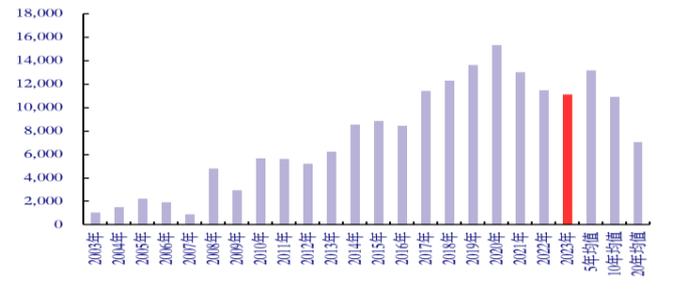
居民中长贷增速连续三个月回升, 显示持续改善迹象。但回升速度再次放缓, 当前的改善更多是去年低基数的原因, 房地产销售的高频数据并未显示回暖, 持续性仍需观察。11月居民中长期贷款累计同比增速为-6.2%, 环比10月上升1.5pct, 回升速度再次放缓。

图6: 新增人民币贷款(社融口径)的季节性波动(亿元)



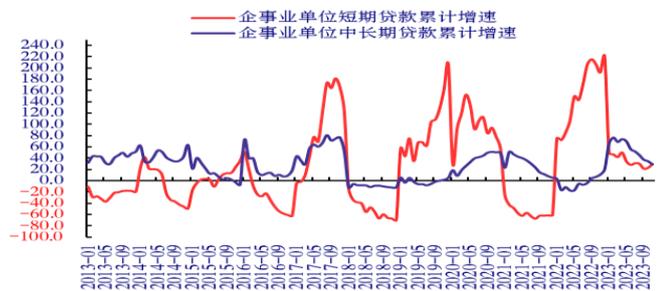
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 历史同期11月新增人民币贷款(社融口径)(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 企业短期和中长期贷款增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 居民中长期贷款增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 国债、地方债共同推动政府融资保持高增速

政府债券融资是本月社融的主要支撑之一。政府债券融资 1.15 万亿，环比下行，同比增加 4980 亿。其中一揽子化债方案在 10 月加速落地，化债相关的地方政府特殊再融资债券发行超过 1 万亿，是政府债券的主要构成。

根据已公开披露的政府债券发行数据，11 月政府债券发行量约 1.9 万亿，其中国债约 1.24 万亿，地方政府债约 6700 亿元。与化债相关的地方政府特殊再融资债券发行约 3530 亿元。

年内与化债相关的地方政府特殊再融资将继续发行，增发国债、地方政府专项债额度提前下发将共同推动政府融资保持高速增长，将成为四季度社融增速持续回升的重要支撑。

(三) 直接融资下降

企业债券和股票融资分别为 1330 亿和 359 亿，同比分别多增 726 亿和少增 429 亿。未贴现银行承兑汇票同比基本持平。信托贷款 197 亿元，同比增加 562 亿元，可能受房地产市场边际改善拉动。

图10: 企业债券融资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 表外融资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、 M1 低迷、M2 再次回落，资金投放渠道受阻

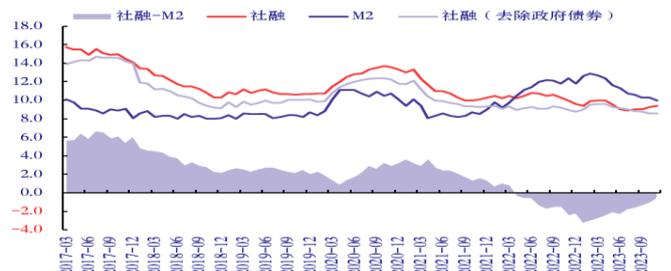
11 月份 M1 增速同比 1.3%，快速下行，连续 7 个月持续走低。M1 的快速下滑一方面受库存周期影响，结合库存周期分析，去库存周期临近后段但尚未结束。企业资金活性不高。另一方面是地产销售处于低位，居民存款流向企业受阻。本月居民存款同比少增 1.34 万亿，而非银机构存款同比多增 9020 亿，居民存款可能进入理财产品。

图12: M1、M2 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 社融存量增速与 M2 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、 我们的判断：信贷总量保持稳定。2024 年央行继续降准、降息。

11 月的金融机构座谈会和央行三季度货币执行报告均强调“加强信贷均衡投放”、统筹年末年初的信贷工作，平滑波动。今年 12 月信贷可能不会出现明显的季节性下滑，而明年的一季度也不会出现超预期的“开门红”。同时，“盘活存量”的背景下，央行更强调信贷的方向引导，而不是单纯强调新增。有增有减的局面下信贷总量将保持稳定。

中央经济工作会议货币政策较去年有二个重要变化，其一，从“精准有力”到“灵活适度、精准有效”，并非货币政策发生转向，当下的货币政策要放在“不一样的跨周期和逆周期”中去理解。以往在逆周期过程调节中强调跨周期调节，或者强调二者结合，市场的解读是从偏宽松的货币政策转向中性的货币政策，甚至是中性偏紧的货币政策立场。当下的“新”逆周期是在新旧动能切换过程中的为经济增长托底。鉴于新旧动能切换至少是一个 2-3 年的过程中，当下的跨周期调节是强调“新”逆周期政策应该具有稳定性和连续性的，因此与以往不同，“新”跨周期调节隐含的是一个中性偏宽松的政策基调。从“有力”到“有效”，意味着“结构”优先于“总量”，加强总量和结构的双向调节。“灵活”是以我为主，兼顾内外的相机抉择；“适度”意在总量匹配；“精准”强调信贷的方向引导，结构性货币政策工具将聚焦“五篇大文章”，为“三大工程”提供资金支持。“有效”则有两层含义，一方面是提升货币政策传导效率，防止资金套利和空转，引导更多的资金进入实体经济；另一方面则是“盘活存量、提升效能”，这是对精准有效中的“有效”做进一步的阐述。盘活被低效占用的金融资源包括盘活存量贷款、提升存量贷款的使用效率、优化新增贷款投向。根据三季度货币政策执行报告，“减”的方向包括：房地产贷款、部分地方融资平台贷款、基础设施等领域被低效占用的信贷、间接融资比重下降。

中央经济工作会议强调“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” 货币政策调节中加入了价格水平预期目标的变量，这意味着货币政策总量空间的“适度”会有更多空间。在“社融规模和货币供应量与经济增速相匹配下”的目标下，如果经济增速走低，意味着货币供应的相对下行。加入了“价格水平预期目标”之后，如果在经济下行的同时，价格水平相对处于低位，那么货币政策就需要开启逆周期调节。这也就意味着货币政策总量空间的“适度”会有更多空间。货币政策仍然是总量和结构双重功能，融资成本继续下行。2024 年央行将继续降准、降息，与其他宏观政策协同发力，保持货币政策的前瞻性、连续性和稳定性。

图表目录

图 1: 金融数据概览	2
图 2: 新增社会融资季节性变化 (亿元)	2
图 3: 历史同期 11 月新增社融 (亿元)	2
图 4: 社融增速 (去除政府融资) 和政府融资增速 (%)	2
图 5: 11 月社融各部门的变化 (亿元)	2
图 6: 新增人民币贷款 (社融口径) 的季节性波动 (亿元)	3
图 7: 历史同期 11 月新增人民币贷款 (社融口径) (亿元)	3
图 8: 企业短期和中长期贷款增速 (%)	3
图 9: 居民中长期贷款增速 (%)	3
图 10: 企业债券融资增速 (%)	4
图 11: 表外融资增速 (%)	4
图 12: M1、M2 增速 (%)	4
图 13: 社融存量增速与 M2 增速 (%)	4

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn