

# M1 增速走低，期待货币进一步宽松

## 11月金融数据点评

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：何帅辰

邮箱：heshuaichen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

### 投资要点

⊕事件：2023年12月13日，中国人民银行公布2023年11月份金融数据显示：11月份新增人民币贷款1.09万亿元，同比少增1200亿元，市场预期1.2万亿元；11月份社会融资规模增量为2.45万亿元，同比多增4556亿元，市场预期2.45万亿元；11月末，M2同比增长10.0%，前值10.3%，市场预期10.1%；M1同比增长1.3%，前值1.9%。注：（预期值均为Wind一致预期）

⊕对此我们点评如下：

11月政府债券融资规模创历史同期新高，推动社融增速回升0.1个百分点至9.4%。剔除政府债后的实体融资整体少增，结构端难言改善。

信贷口径下总量同比少增，结构改善幅度偏弱。其中，居民端信贷小幅多增，但考虑到去年同期疫情防控造成的基数较低，叠加稳地产政策持续出台的背景下，居民部门尚未完全扭转对房地产市场的偏弱预期。企业端信贷少增，呈现短端强、长端弱，企业端融资结构仍有一定的优化空间。

M2-M1剪刀差再度走阔。11月M1增速持续回落录得1.3%，在同期基数明显走低的背景下，较上月再度回落0.6个百分点至年内新低。并进一步推动M2-M1剪刀差走阔至8.7%，反映了资金活化程度仍在走弱，企业资本开支意愿不强，宽信用传导仍未扎实“落地”。

往后看，经济复苏过程仍有波折，货币政策仍以偏宽松基调为主，结合12月12日中央经济工作会议在货币政策方面的表述来看，“促进社会综合融资成本稳中有降”意味着2024年大概率还将有降准降息。但“盘活存量，提升效能”的表述也意味着在信用扩张方面侧重点将从“提量”转向“提效”，“大水漫灌”式的政策难以出现。

⊕风险提示：经济复苏强度不及预期，居民、企业信心不足，信贷增长不及预期，国内政策稳增长力度不及预期等。

## 内容目录

1. 信贷结构改善幅度偏弱.....	3
2. 政府债券融资继续支撑社融增量.....	4
3. M2-M1 剪刀差继续走阔.....	6
4. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1: 11 月新增信贷规模情况 (亿元) .....	4
图 2: 11 月新增信贷分项情况 (亿元) .....	4
图 3: 11 月 30 大中城市商品房成交面积情况 (万平方米) .....	4
图 4: 11 月新增社融规模情况 (亿元) .....	5
图 5: 11 月社融增速情况 (%) .....	5
图 6: 11 月社融结构情况 (亿元) .....	5
图 7: 11 月表外三项融资情况 (亿元) .....	6
图 8: 11 月政府债券融资规模情况 (亿元) .....	6
图 9: 11 月 M2-M1 剪刀差继续走阔 (%) .....	6
图 10: 11 月新增存款规模情况 (亿元) .....	7
图 11: 11 月非银、财政、企业和居民部门新增存款情况 (亿元) .....	7

**事件：**

2023 年 12 月 13 日，中国人民银行公布 2023 年 11 月份金融数据显示：

11 月份新增人民币贷款 1.09 万亿元，同比少增 1200 亿元，市场预期 1.2 万亿元；

11 月份社会融资规模增量为 2.45 万亿元，同比多增 4556 亿元，市场预期 2.45 万亿元；

11 月末，M2 同比增长 10.0%，前值 10.3%，市场预期 10.1%；M1 同比增长 1.3%，前值 1.9%。

注：（预期值均为 Wind 一致预期）

**核心观点：**

**11 月政府债券融资规模创历史同期新高，推动社融增速回升 0.1 个百分点至 9.4%。剔除政府债后的实体融资整体少增，结构端难言改善。**

**信贷口径下总量同比少增，结构改善幅度偏弱。**其中，居民端信贷小幅多增，但考虑到去年同期疫情防控造成的基数较低，叠加稳地产政策持续出台的背景下，居民部门尚未完全扭转对房地产市场的偏弱预期。企业端信贷少增，呈现短端强、长端弱，企业端融资结构仍有一定的优化空间。

**M2-M1 剪刀差再度走阔。**11 月 M1 增速持续回落录得 1.3%，在同期基数明显走低的背景下，较上月再度回落 0.6 个百分点至年内新低。并进一步推动 M2-M1 剪刀差走阔至 8.7%，反映了资金活化程度仍在走弱，企业资本开支意愿不强，宽信用传导仍未扎实“落地”。

往后看，经济复苏过程仍有波折，货币政策仍以偏宽松基调为主，结合 12 月 12 日中央经济工作会议在货币政策方面的表述来看，“促进社会综合融资成本稳中有降”意味着 **2024 年大概率还将有降准降息**。但“盘活存量，提升效能”的表述也意味着在信用扩张方面侧重点将从“提量”转向“提效”，“大水漫灌”式的政策难以出现。

## 1. 信贷结构改善幅度偏弱

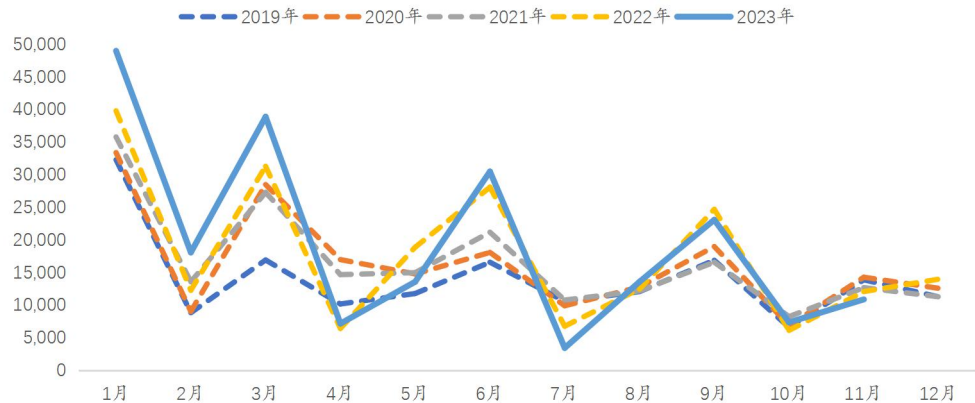
**信贷总量同比少增。**11 月新增人民币贷款 1.09 万亿元，同比少增 1200 亿元。分部门来看，11 月居民端信贷小幅多增，企业端信贷少增，呈现“短端强、长端弱”特征。

具体来看，**居民贷款同比小幅多增。**11 月居民部门贷款新增 2925 亿元，同比多增 298 亿元。其中短期贷款新增 594 亿元，同比多增 69 亿元；居民中长期贷款新增 2331 亿元，同比小幅多增 228 亿元，考虑到去年同期因疫情防控造成的较低的基数，新增贷款的改善幅度偏弱。在 9 月末调降存量房贷利率等一系列稳地产的政策出台的背景下，居民部门尚未完全扭转对房地产市场的偏弱预期，主动加杠杆的意愿不高。从高频数据来看，11 月商品房销售情况进一步走弱，11 月 30 大中城市商品房成交面积同比回落。

**企业贷款同比少增，“短端强，长端弱”。**11 月企业贷款新增 8221 亿元，同比少增 616 亿元。其中短期贷款新增 1705 亿元，同比多增 1946 亿元，是主要支撑；中长期贷款增加 4460 亿元，同比少增 2907 亿元，继续同比少增，企业端融资结构仍有一定优化空间。一方面 11 月制造业 PMI 继续下降 0.1 个百分点至 49.4，企业经营仍然面临压力；另一方面，2022 年 9-11 月央行重启“PSL”接续发力，造成同期基数偏高，而今年缺少类似的政策配套叠加今年上半年企业中长期贷款持续高增，或也对下半年的融资需求造成一定透支效应。

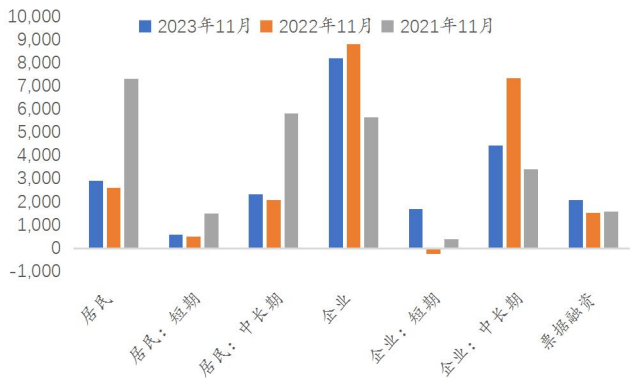
11月新增票据融资2092亿元，同比多增543亿元。在长端融资规模走弱的背景下，票据冲量的现象有所加强。

图1：11月新增信贷规模情况（亿元）



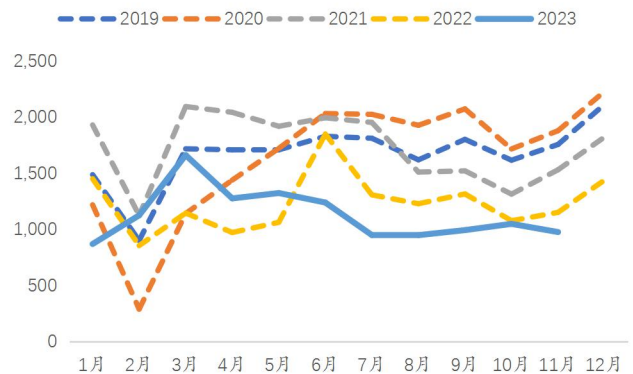
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图2：11月新增信贷分项情况（亿元）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图3：11月30大中城市商品房成交面积情况（万平方米）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

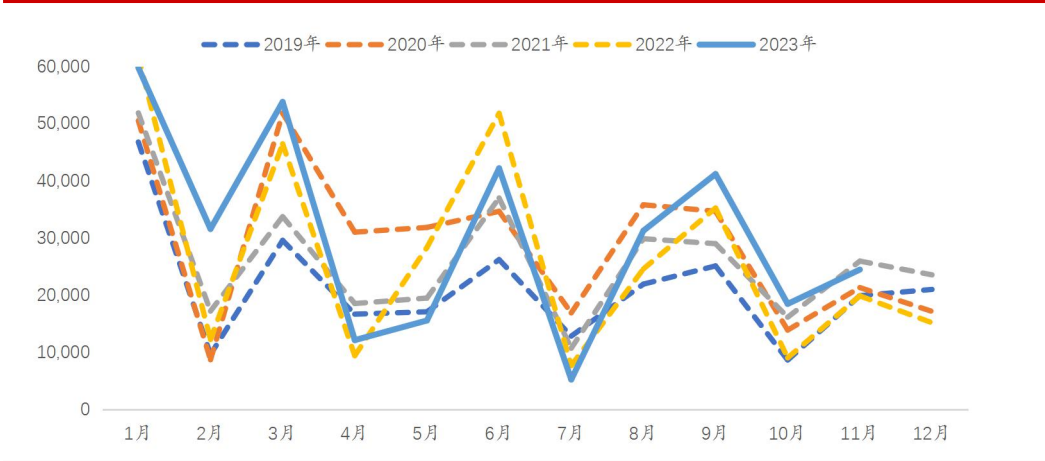
## 2. 政府债券融资继续支撑社融增量

社融增量符合预期，政府债仍为主力，结构上难言改善。11月，新增社融2.45万亿元、同比多增4556亿元；从社融存量来看，11月社融增速较上月回升0.1个百分点至9.4%，主因政府债券融资的支撑。11月份受特殊再融资债券及国债增发的接力，政府债券融资1.15万亿元、创有数据记录以来的历史同期新高，同比多增4980亿元。但剔除政府债后的实体融资整体少增，结构上难言改善。具体来看，社融口径下的人民币贷款新增1.11万亿元，同比少增348亿元；企业债券融资增加1330亿元，低基数因素下同比多增726亿元，但相较于过去五年同期均值的2540亿元左右，仍有一定改善空间。我们预计，企业债券在城投融资收紧、经济复苏仍有波折的影响下预计整体仍偏弱；股票融资新增359亿元，同比少增429亿元，IPO节奏放缓对股票融资的影响仍在持续。

表外融资方面，受经济复苏仍有波折等因素影响，压降力度维持较低水平。11月表外三项

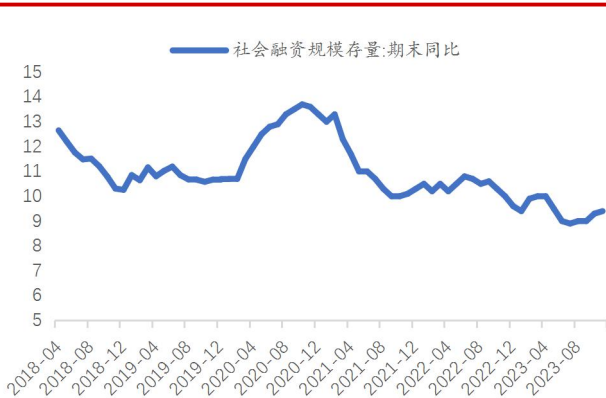
融资新增 14 亿元，同比多增 276 亿元，其中信托贷款贡献最大，11 月信托贷款新增 197 亿元，同比多增 562 亿元。“保交楼”等对地产行业的金融支持或对信托贷款有一定带动作用。而委托贷款继续受去年同期政策性、开发性金融工具发力，造成的基数偏高效应拖累。11 月委托贷款减少 386 亿元，同比多减 298 亿元；表外票据增加 203 亿元，同比多增 12 亿元。

图 4：11 月新增社融规模情况（亿元）



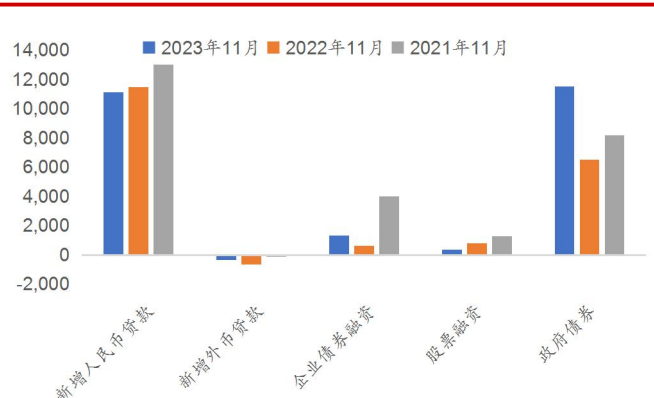
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 5：11 月社融增速情况（%）



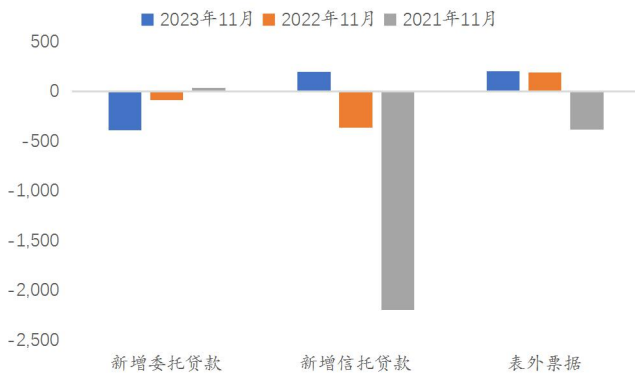
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 6：11 月社融结构情况（亿元）



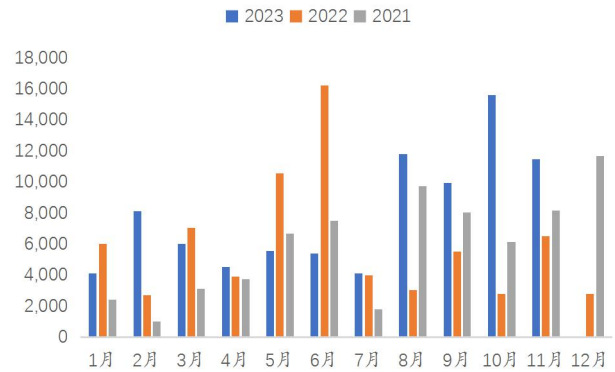
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 7：11 月表外三项融资情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 8：11 月政府债券融资规模情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

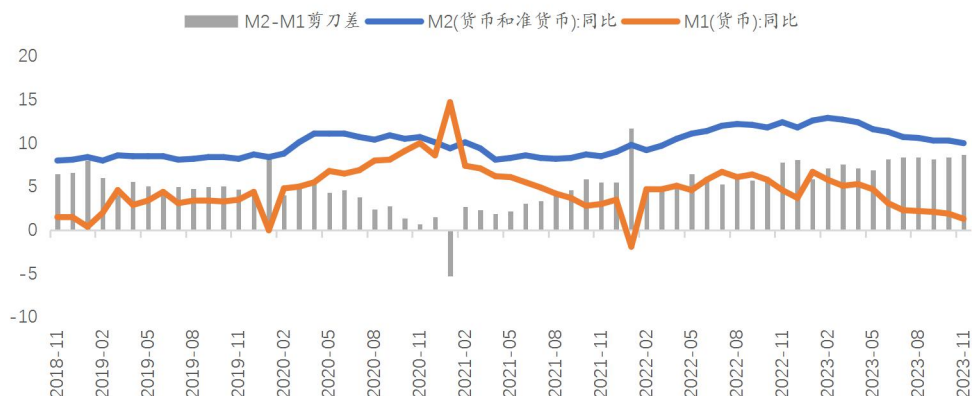
### 3. M2-M1 剪刀差继续走阔

11 月新增人民币存款 2.53 万亿元，同比少增 4200 亿元。结构上，居民存款增加 9089 亿元，同比明显少增 13411 亿元；企业存款增加 2487 亿元，同比多增 511 亿元；非银存款新增 1.57 万亿元，同比多增 9020 亿元；财政存款减少 3293 亿元，同比少减 388 亿元。

11 月居民存款同比大幅少增、非银存款多增，企业端、政府端存款同比变化不大。居民和非银存款的显著变化或主要受去年基数影响。2022 年 11 月受疫情防控政策优化等多重因素影响下，债市显著回调下跌，导致理财产品价格下跌触发居民理财产品的大规模“赎回潮”，大量非银存款转为居民存款，受此基数原因并且今年债券市场并未发生显著“负反馈”冲击，因此两者则呈现相反的变化。

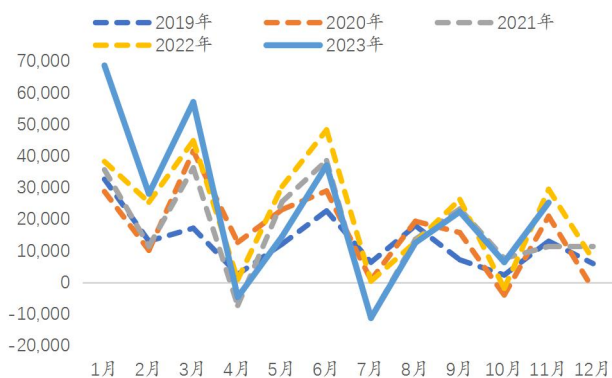
11 月 M2 增速同比为 10.0%，较上月回落 0.3 个百分点，或主要受去年同期基数走高影响。而 M1 增速录得 1.3%，在同期基数明显走低的背景下，相较上月再度大幅回落 0.6 个百分点至年内新低。进一步推动 M2-M1 剪刀差走阔至 8.7%，反映了资金活化程度仍在走弱，企业资本开支意愿不强，宽信用传导仍未扎实“落地”。

图 9：11 月 M2-M1 剪刀差继续走阔（%）



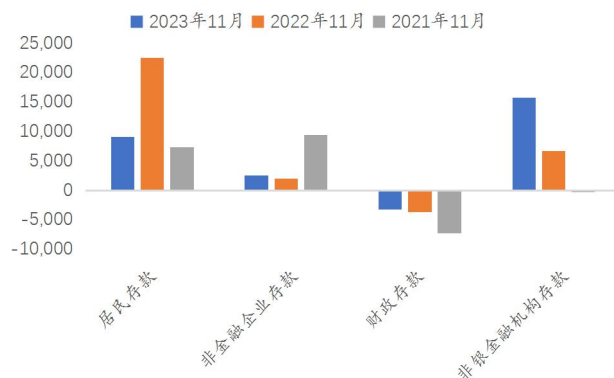
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 10: 11 月新增存款规模情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 11: 11 月非银、财政、企业和居民部门新增存款情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

## 4. 风险提示

经济复苏强度不及预期, 居民、企业信心不足, 信贷增长不及预期, 国内政策稳增长力度不及预期等。

### 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，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，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

### 适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。