

2023年12月14日

后续信贷大小月的问题可能将显著改善

固定收益研究团队

——2023年11月金融数据点评

陈曦（分析师）

张维凡（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030054

● 11月金融数据中的四个重点信息

第一，与PMI、通胀数据类似，11月社融总体而言“总量平平，结构不佳”。政府债和人民币贷款是主要支撑。9月社融存量增速录得9.4%，环比上升0.1个百分点。其中，社融口径信贷表现平平，当月新增11100亿，同比少增348亿，基本与2022年同期持平；政府债融资在万亿国债增发的拉动下同比多增4980亿；虽然城投增量债务规模受隐债置换约束，但得益于低基数，11月企业债同比多增726亿。表外项目中，财政力度较为温和，基建投资有所放缓，信托贷款和委托贷款两者之和录得减少189亿。

第二，企业部门融资需求较为低迷，但可能也与再融资债置换存量贷款有关。11月企业短贷同比多增1946亿，但中长贷同比少增2907亿，指向企业部门扩大生产意愿较为低迷，企业的信心仍需政策协同发力进一步提振。但特殊再融资债发行后，已有部分用于偿还存量贷款，这也拖累了11月企业中长贷的增量规模。票据融资维持高位，新增2092亿，也指向有效信贷不足，银行信贷冲量活动增加。

第三，居民部门融资意愿依旧平淡。短贷方面，受“双11”影响，居民消费贷款在11月有所释放，但同比仅多增69亿，“双11”对消费的提振作用较弱，居民消费意愿依然较为低迷；中长贷方面，11月地产端依然有宽松政策释出，居民中长贷小幅正增。但居民收入未见显著修复，房地产企业信用风险仍未得到完全控制，房地产市场的企稳回升仍需时日。居民中长贷改善可能需待经济回升，居民收入上升后才能见到明显起色。

第四，M1持续低迷，M2小幅回落。11月M2录得10.0%，环比下降0.3个百分点。11月居民、企业、非银以及财政存款均推动M2规模上升，但在高基数下增速依旧回落；M1录得同比1.3%，已连续8个月回落，地产低迷、企业投资意愿弱，指向资金活化效率较低，需要进一步激活。同时，M2与M1剪刀差不断扩大，非银存款大幅高增，也反映出了当前存在资金空转问题。

● 后续信贷大小月的问题可能将大幅改善

PMI和通胀都有所回落，此次社融数据的平淡市场已有预期，“总量平淡，结构不佳”的特征依旧。结构上，政府债融资和票据冲量依然是重要支撑，而信贷较弱，虽然结构不佳，但我们在10月的报告中已经指出，高增的政府债和票据中恰恰可以看出政策逆周期调节的意图。

向后看，近期央行在11月三部门联合会、三季度央行货币政策执行报告等多次提及“平滑信贷波动”、“总量适度、节奏平稳”，预计后续信贷大小月的问题将出现大幅改善，信贷在各月间的表现将更加平稳。因此，12月信贷数据料将有所改善，而像过去几年年初不断高增的信贷“开门红”或将有所下降，数读更为温和。通过平滑各月信贷投放，可以更好的满足年初“开门红”后，年中和年末里新增的贷款需求，避免出现优质项目无贷款额度的情况。而政府债在万亿国债、专项债提前批的推动下亦有支撑。

● 债市长端或保持震荡，而短端收益率可能已经超调

债市方面，多项宏观数据持续回落，但资金面持续收紧，债市长端平坦，而短端上行，期限利差收窄。

展望后市，12月政治局会议和中央经济工作会议先后提出“以进促稳、先立后破”，基调较为积极，合理的量是高质量发展的基础，经济增长的重要性有所提升。货币政策上，“有力”替换成了“灵活”，加之央行近期重提“管好货币总闸门”，这可能意味着，2024年货币政策的重心将落在宽信用上，同时盘活低效被占用的金融资源，提高资金使用效率，防止资金空转。短期内降准的可能性较为中性，而降息的可能性边际降低。财政将成为2024年发力的重点。

在后续经济方向观察的窗口期，当前长端收益率定价基本处在合理位置，短期可能将保持震荡，直至经济趋势明朗后才将打破现状；而对于短端债券，受前期资金面持续收紧的影响，我们认为可能已经超调，后续收益率有望小幅下行。

相关研究报告

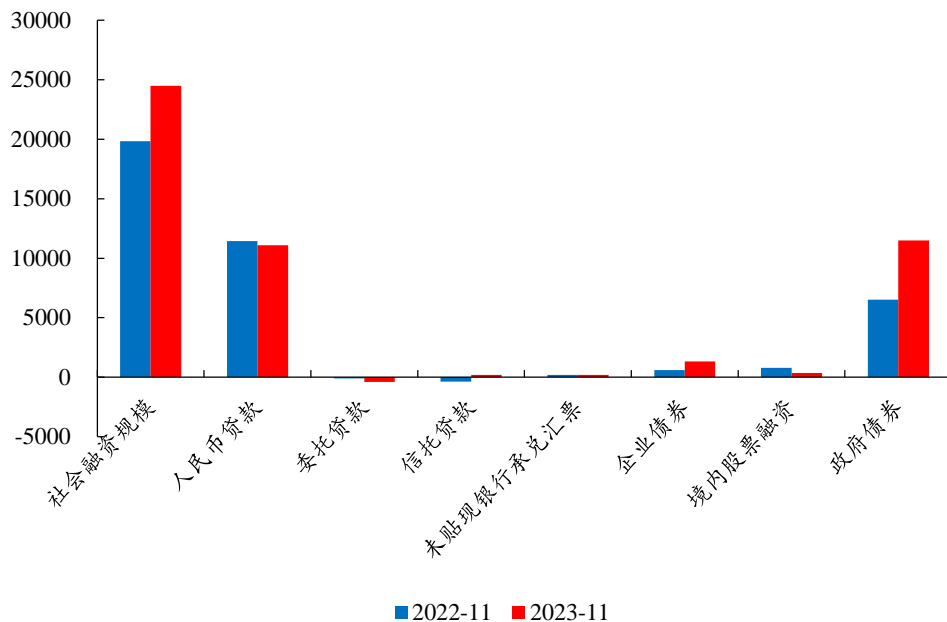
《政策逆周期，债市偏防御——固定收益2024年度投资策略》-2023.12.13

《11月多项宏观数据走弱，美国非农强于预期——利率债周报》-2023.12.10

《市场调整，溢价率上升——固收定期策略》-2023.12.10

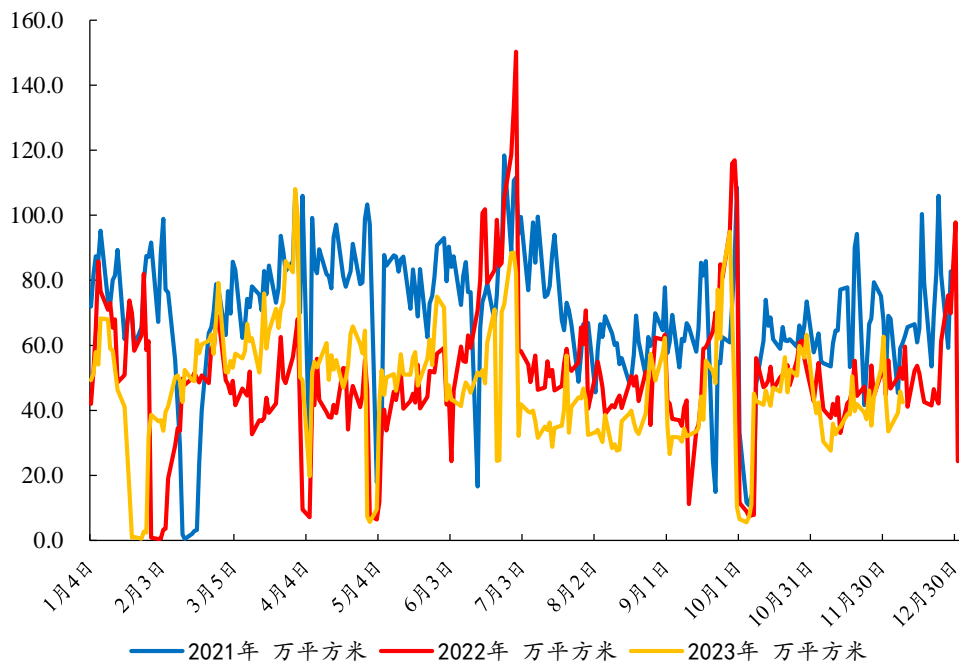
● **风险提示：**政策落地不及预期、经济增速不及预期。

附图 1：11 月政府债融资是社融的主要贡献项（亿元）



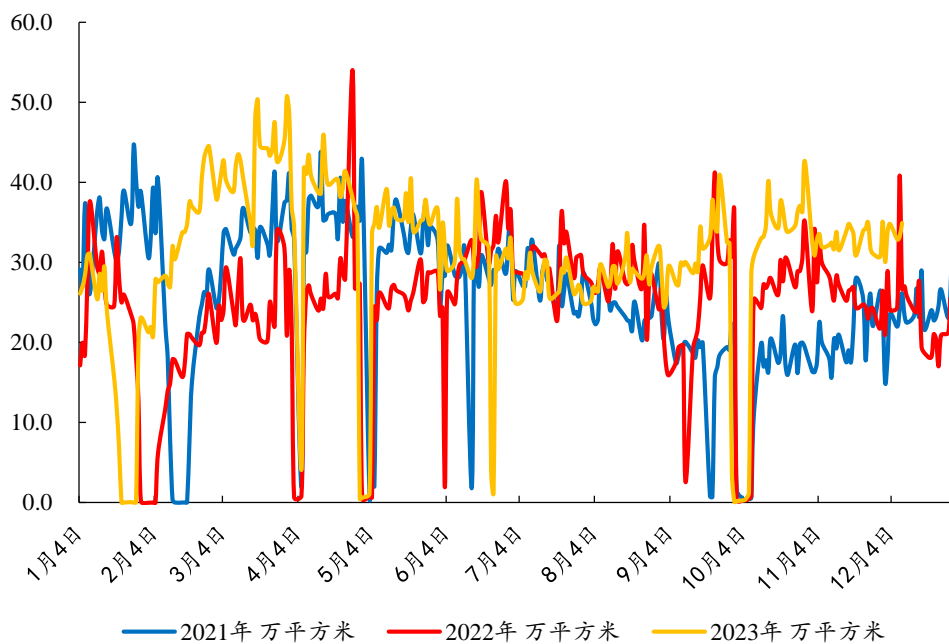
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：11 月 35 城新房成交面积低迷



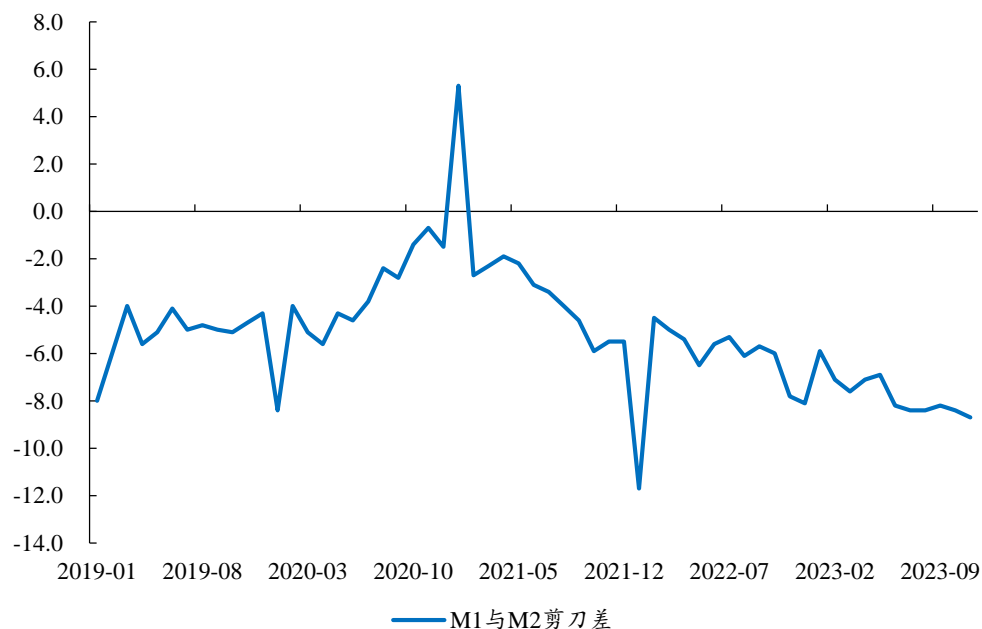
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3: 11 月 19 城二手房成交面积维持高位



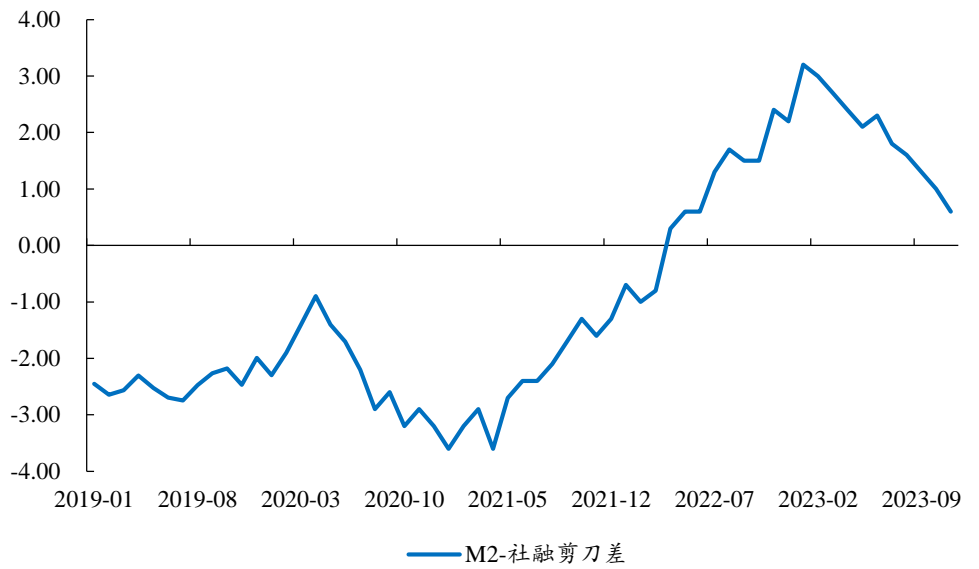
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: M1 与 M2 剪刀差持续负向走阔 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: M2 与社融剪刀差持续收窄 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

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

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

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

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