

政府债继续支撑社融增量，市场主体预期有待进一步修复

2023年11月金融数据点评

报告摘要

11月社会融资规模增量为2.45万亿元（前值1.85万亿元），符合市场预期。11月新增社融同比多增4663亿元，连续第4个月同比多增。11月社融存量增速+9.4%，前值+9.3%，符合市场预期。结构上，11月社融同比多增依然主要靠政府债支撑。根据wind统计，今年11月全国范围内新发行地方政府特殊再融资债券3530亿元。

11月金融机构各项贷款余额增速+10.8%（前值+10.9%），低于市场预期的+11.0%，金融机构新增贷款10900亿元（前值7384亿元），低于市场预期的1.27万亿元。11月金融机构新增贷款同比少增1200亿元，10月为同比多增1232亿元。11月信贷同比少增主要受企业端的新增中长期贷款同比少增拖累。

11月居民端人民币贷款新增2925亿元，同比多增298亿元。11月居民短期贷款增加594亿元，与去年同期相当，但明显弱于2018-2021年同月值。11月居民中长期贷款新增2331亿元，高于去年同期的2103亿元，明显弱于2018-2021年同月值，显示居民消费和购房有一定恢复，但是这种恢复偏向于在消费走弱、购房意愿低迷的基础上的弱修复。

11月企业端新增人民币贷款8221亿元，同比少增616亿元，其中企业端短期贷款同比多增1946亿元，企业端中长期贷款同比少增2907亿元。与2018年以来同月相比，11月企业端新增人民币贷款额度排在第二位，仅次于去年同月，尤其是企业端新增中长期贷款，今年11月虽因去年基数高录得大幅同比少增，但与除去年外的近5年同月相比，并不明显落后。我们认为，今年11月企业端新增中长期贷款同比大幅少增，更多的是基数原因，实际11月企业端中长期融资需求并不算弱。

今年11月信贷增量录得2018年以来同月最低值的原因主要有两个：一是居民端新增信贷仍处于相对低的水平，二是企业端新增信贷并未像去年同月那样明显超量，对冲居民信贷的低迷。因此，往后看，信贷要进一步修复，除了企业端信贷继续稳步回升之外，更加需要居民预期的好转下居民信贷，尤其是居民新增中长期贷款的进一步修复。而居民新增中长期贷款的修复，则与房地产行业的回暖进程密切相关。

11月M2增速+10.0%（前值+10.3%），弱于市场预期的+10.1%。11月M1同比+1.3%，前值+1.9%，M0同比+10.4%，前值+10.2%，M0增速上升的同时M1增速继续下降，显示货币活性化仍然较差，企业预期仍然需要进一步改善。

总体来看，一方面，11月信贷数据表现平稳，居民信贷弱修复、企业信贷与历年同月相比并不弱。另一方面，M1同比在11月仍然低位运行，显示当前市场主体的预期仍有待进一步修复，经济仍在企稳阶段，距离全面复苏尚有较大差距。展望后续，预计12月特别国债的发行一方面仍将继续影响货币市场流动性，另一方面特别国债的发行将继续支撑12月新增社融。刚刚召开的中央经济工作会议提出，促进社会综合融资成本稳中有降，我们认为这既指向了明年名义利率可能进一步调降，同时也显示了要防范通缩压力，驱动实际利率水平下降。

风险提示：内需超预期走弱，增量稳房地产政策效力不及预期，海外重大突发地缘事件

主要数据

上证指数	2968.7606
沪深300	3369.605
深证成指	9476.6234

主要指数走势图



作者

符畅 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2023-12-13
继续求“稳”，宏观调控“适度”加力 —
2023-12-13
稳增长压力仍然较大，政治局会议释放求稳信号 —2023-12-10

一、政府债支撑下，社融继续同比多增

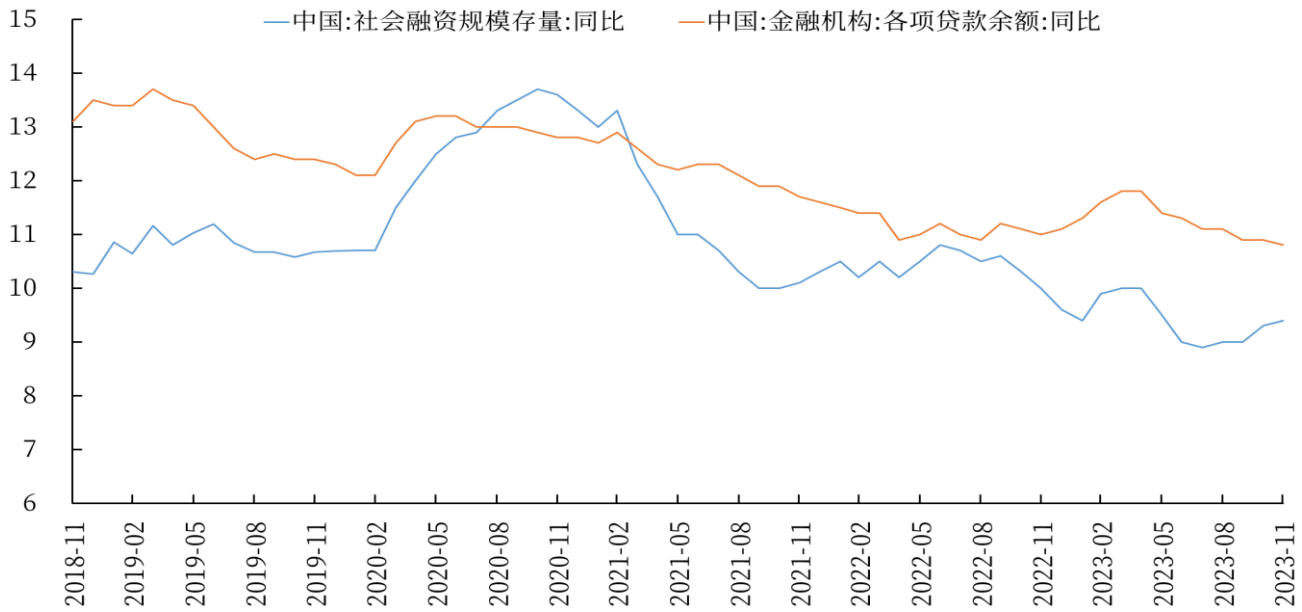
11月社会融资规模增量为2.45万亿元（前值1.85万亿元），符合市场预期。11月新增社融同比多增4663亿元，连续第4个月同比多增。11月社融存量增速+9.4%，前值+9.3%，符合市场预期。结构上，11月社融同比多增依然主要靠政府债支撑。除政府债外，表内的社融口径新增人民币贷款同比少增348亿元，表外的新增委托贷款+新增信托贷款+新增未贴现银行承兑汇票总体录得少量同比多增，直接融资的企业债券融资和股票融资分别同比多增726亿元和同比少增429亿元。11月新增政府债1.15万亿元，同比多增4980亿元，占当月社融同比多增额度的107%。11月政府债的继续高增，依然主要系地方政府特殊再融资债发行量较大。根据wind统计，今年11月全国范围内新发行地方政府特殊再融资债券3530亿元。

11月社融的同比多增，主要靠政府债发行支撑，从种类来说，主要是地方政府出于化债需要发行的特殊再融资债。扣除政府债后，11月新增社融仅同比多增516亿元，无明显改善信号，显示实体经济融资需求仍需进一步改善。

一方面，11月政府债发行量仍然较大，对货币市场继续“抽水”。另一方面，11月有8500亿元利率为2.75%的1年期MLF到期，央行对应投放14500亿元利率为2.50%的1年期MLF，叠加逆回购操作，央行11月累计向市场注入流动性近6000亿元。从银行间市场流动性的反应看，11月DR007均值较10月略微上升，商业银行一年期同业存单收益率继续高于1年期MLF利率，且差值继续拉大，显示政府债的大量发行仍对银行间市场流动性有一定扰动。

展望后续，预计12月特别国债的发行一方面仍将继续影响货币市场流动性，另一方面特别国债的发行将继续支撑12月新增社融。刚刚召开的中央经济工作会议中，关于货币政策，会议提出，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，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。与此前“保持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”的表述内涵基本一致但略有变化，“与预期目标相匹配”的提法或更加强调了货币调节的计划性、目标性与稳定性。值得注意的是，会议提出，促进社会综合融资成本稳中有降，我们认为这既指向了明年名义利率可能进一步调降，同时也显示了要防范通缩压力，驱动实际利率水平下降。

图1 社融存量和信贷存量增速 (%)



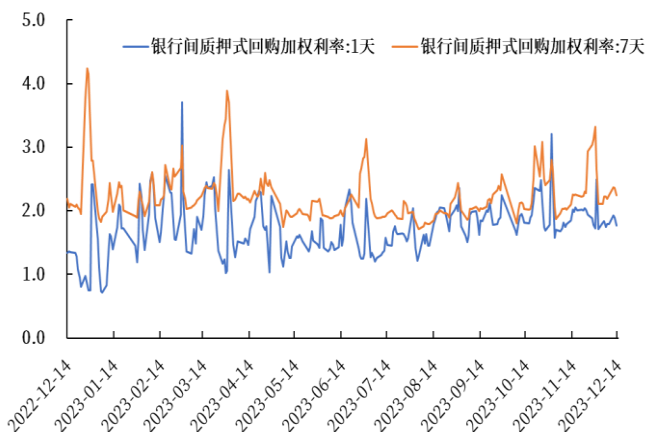
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 近 12 个月各月新增社融分项同比变化 (亿元)

项目	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
总 当月新增社会融资规模	4,663.00	9,318.00	5,894.00	6,560.00	-2,421.00	-9,861.00	-12,875.00	2,913.00	7,295.00	19,435.00	-1,805.00	-10,522.00
表内 新增人民币贷款	-348.00	46.00	-317.00	68.00	-3,724.00	1,873.00	-6,011.00	85.00	7,196.00	9,100.00	7,326.00	4,051.00
新增外币贷款	291.00	876.00	130.00	625.00	798.00	100.00	-98.00	441.00	188.00	-170.00	-1,162.00	-1,016.00
表外 新增委托贷款	-298.00	-899.00	-1,300.00	-1,658.00	-81.00	324.00	167.00	85.00	68.00	-3.00	156.00	315.00
新增信托贷款	562.00	434.00	593.00	251.00	628.00	674.00	922.00	734.00	214.00	817.00	618.00	3,789.00
新增未贴现银行承兑汇票	12.00	-380.00	2,265.00	-2,357.00	781.00	-1,757.00	-727.00	1,212.00	1,505.00	4,159.00	-1,770.00	865.00
直接 企业债券融资	726.00	-1,269.00	284.00	1,269.00	328.00	-97.00	-2,530.00	-721.00	-400.00	47.00	-4,202.00	7,054.00
非金融企业境内股票融资	-429.00	-467.00	-696.00	-215.00	-661.00	111.00	461.00	-173.00	-344.00	-14.00	-475.00	-408.00
其他 政府债券	4,980.00	12,847.00	4,387.00	8,714.00	111.00	-10,845.00	-5,011.00	636.00	-1,959.00	5,416.00	-1,886.00	-8,865.00

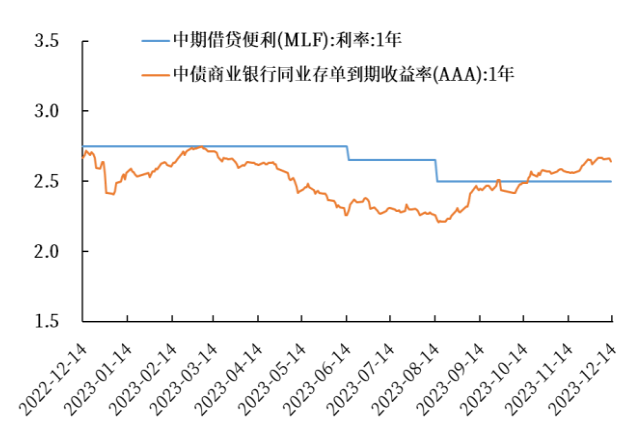
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 短期银行间回购加权利率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 MLF 与银行同业存单收益率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

二、11 月信贷数据落后于历年同月，居民新增信贷低位运行是深层次原因

11 月金融机构各项贷款余额增速+10.8%(前值+10.9%)，低于市场预期的+11.0%，金融机构新增贷款 10900 亿元（前值 7384 亿元），低于市场预期的 1.27 万亿元。11 月金融机构新增贷款同比少增 1200 亿元，10 月为同比多增 1232 亿元。11 月信贷同比少增主要受企业端的新增中长期贷款同比少增拖累。

11 月居民端人民币贷款新增 2925 亿元，同比多增 298 亿元。11 月居民短期贷款增加 594 亿元，与去年同期相当，但明显弱于 2018-2021 年同月值。11 月居民中长期贷款新增 2331 亿元，高于去年同期的 2103 亿元，明显弱于 2018-2021 年同月值。从居民端信贷看，11 月居民短期贷款和中长期贷款均较 10 月有所改善，显示居民消费和购房有一定恢复，但是这种恢复偏向于在消费走弱、购房意愿低迷的基础上的弱修复。

11 月企业端新增人民币贷款 8221 亿元，同比少增 616 亿元，其中企业端短期贷款同比多增 1946 亿元，企业端中长期贷款同比少增 2907 亿元。与 2018 年以来同月相比，11 月企业端新增人民币贷款额度排在第二位，仅次于去年同月，尤其是企业端新增中长期贷款，今年 11 月虽因去年基数高录得大幅同比少增，但与除去年外的近 5 年同月相比，并不明显落后。我们认为，今年 11 月企业端新增中长期贷款同比大幅少增，更多的是基数原因，实际 11 月企业端中长期融资需求并不算弱。

11 月新增信贷排在 2018 年以来同月的最末，但从结构上看，11 月信贷落后于各年同月的原因并不相同。11 月信贷落后于去年同月主要系企业端新增中长期贷款增量不及去年同期，而落后于 2018 年-2021 年同月则主要系居民端信贷增量不及 2018-2021 年同月水平。产生这种情况的原因是：房地产行业从去年开始持续下行，居民信贷从去年开始一直表现较弱，对信贷增量的贡献从去年开始即明显落后于 2018 年以来历年水平，但因为去年 11 月企业端新增信贷明显超过 2018-2021 年同月水平，因此当月信贷总量落后 2018 年-2021 年同月并不多。从这个角度看，今年 11 月信贷增量录得 2018 年以来同月最低值的原因主要有两个：一是居民端新增信贷仍然处于相对低的水平，二是企业端新增信贷并未像去年同月那样明显超量，对冲居民信贷的低迷。因此，往后看，信贷要进一步修复，除了企业端信贷继续稳步回升之外，更加需要居民预期的好转下居民信贷，尤其是居民新增中长期贷款的进一步修复。而居民新增中长期贷款的修复，则与房地产行业的回暖进程密切相关。

图5 近 12 个月各月新增信贷分项同比变化 (亿元)

项目	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	
总	新增人民币贷款	-1,200.00	1232	1600	1100	3331	2400	5300	734	7600	5800	9200	2700
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	2558	803	1377	1999	344	-41.87	8853	-218.13	2902	1762	1580	2573
	新增人民币贷款:中长期	2679	420	1070	1965	2905	1899.28	2784	3174.72	9865	7370	8807	7024
居民	新增人民币贷款:居民户	298.00	-166.00	2082	658	3224	1157	784	241	4908	5450	5858	1963
	新增人民币贷款:居民户:短期	69	541	177	398	1066	632.13	148	690.87	2246	4129	665	270
	新增人民币贷款:居民户:中长期	228.00	375.00	2014	1056	2158	463.28	637	-842.28	2613	1322	5193	1693
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	-616.00	537	2339	738	499	687	6742	1055	2200	3700	13200	6017
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	1946	73	881	280	239	543	2292	849	2726	1674	5000	638
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	2907	795	944	909	747	1436	2147	4017	7252	6048	14000	8717
	新增人民币贷款:票据融资	543.00	1271	673	1881	461	1617	6709	3868	7874	4041	5915	2941

资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 历年 11 月信贷及分项比较 (亿元)

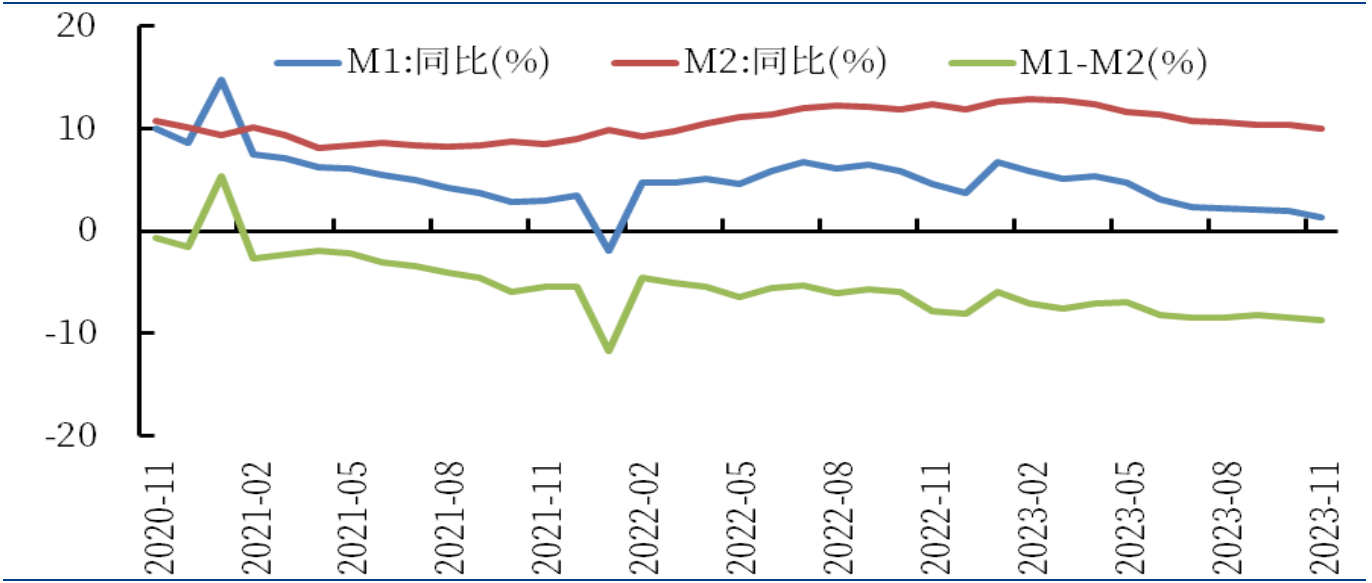
项目	2023年11月	2022年11月	2021年11月	2020年11月	2019年11月	2018年11月	
总	新增人民币贷款	10,900.0	12,100.0	12,700.0	14,300.0	13,900.0	12,500.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	4,391.0	1,833.0	3,532.0	4,024.0	4,409.0	4,370.0
	新增人民币贷款:中长期	6,791.0	9,470.0	9,238.0	10,936.0	8,895.0	7,686.0
居民	新增人民币贷款:居民户	2,925.0	2,627.0	7,337.0	7,534.0	6,831.0	6,560.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	594.0	525.0	1,517.0	2,486.0	2,142.0	2,169.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	2,331.0	2,103.0	5,821.0	5,049.0	4,689.0	4,391.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	8,221.0	8,837.0	5,679.0	7,812.0	6,794.0	5,764.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	1,705.0	-241.0	410.0	734.0	1,643.0	-140.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	4,460.0	7,367.0	3,417.0	5,887.0	4,206.0	3,295.0
	新增人民币贷款:票据融资	2,092.0	1,549.0	1,605.0	804.0	624.0	2,341.0

资料来源: wind, 中航证券研究所

三、M1 增速继续低位徘徊，企业预期仍需进一步改善

11 月 M2 增速+10.0% (前值+10.3%)，弱于市场预期的+10.1%。存款结构中，居民存款新增 9089 亿元，增加额度在 2018 年以来同月中仅低于去年，显示居民消费和购房意愿仍待进一步改善。11 月非银机构存款增加 1.57 万亿元，同比多增超 9000 亿元，我们认为主要系政府加大支出力度、企业资金回笼后大规模投资理财理财产品所致。11 月 M1 同比+1.3%，前值+1.9%，M0 同比+10.4%，前值+10.2%，M0 增速上升的同时 M1 增速继续下降，显示货币活性化仍然较差，企业预期仍然需要进一步改善。

图7 M2 和 M1 增速走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, 1

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637