

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

崔紫涵

研究助理

cuizihan@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152670

相关研究

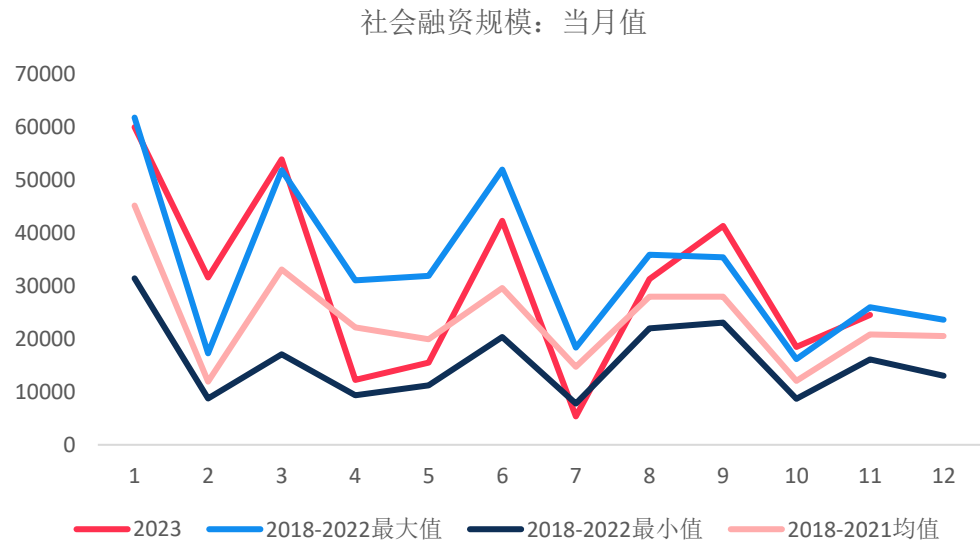
- 11 月物价数据点评：通胀数据持续低迷
- 中央经济工作会议点评：中短期结合，纲举而目张
- 11 月外贸数据点评：基数干扰出口，价格影响进口

- 事件：12 月 13 日，央行公布 2023 年 11 月金融数据，（1）新增社融 2.45 万亿元，wind 一致预期 2.45 万亿元，同比多增 4556 亿元；（2）新增人民币贷款 1.09 万亿元，wind 一致预期 1.21 万亿元，同比少增 1368 亿元；（3）M2 同比 10.0%，前值 10.3%；M1 同比 1.3%，前值 1.9%。
- 11 月新增社融 2.45 万亿元，同比多增 4556 亿元，小幅超出季节性，基本符合预期，主要系政府债和企业债融资的拉动，二者分别同比多增 4980 和 726 亿元，其中政府债同比增量较上月明显缩窄，临近年终动能有所放缓。11 月政府债融资主要靠国债拉动，据 Wind 统计，11 月国债净融资量 5603 亿元，今年以来发行进度约为 80%，预计 12 月可能仍有一定空间。而 11 月新增专项债发行 1852 亿元，今年以来已发行完毕，12 月发力可能相对有限。
- 11 月新增人民币贷款 1.09 万亿元，低于过去五年同期最低值，即使去年同期基数较低，同比仍少增 1368 亿元。央行在 11 月中旬曾明确“统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”，导致市场对年底信贷有所期待，11 月信贷大幅不及预期可能是由于化债背景下，前期发行的特殊再融资债对部分信贷的置换。信贷结构上体现出冲量效应，企业短贷和票据融资同比明显高增，而企业中长贷是主要拖累项，由于去年年底的高基数，叠加今年对公信贷前置发力，企业端中长贷同比已连续五月少增。在地产销售修复整体低迷背景下，11 月居民中长期贷款延续弱势，同时居民短贷同样明显低于季节性，反映居民端内需修复仍然疲弱。
- M1、M2 同比增速分别为 1.3%和 10.0%，分别较上月进一步下滑 0.6 和 0.3 个百分点，与信贷不及预期一致，反映经济修复活力整体偏弱。存款方面，11 月财政存款同比少减 388 亿元，化债背景下资金运用较慢，进一步拖累了实体经济流动性。另外 11 月非银存款同比大幅多增 9020 亿元，而居民存款大幅少增 13411 亿元，可能是由于存款利率下降，导致部分居民存款搬家至资管产品。
- 今年以来，整体债市对社融数据反应相对有限，12 月 13 日金融数据公布后，10 年期国债活跃券收益率小幅下行 0.1BP 后随即上行 0.45BP，反映市场对基本面的弱复苏已有充分预期。
- 往后看，年底政府债发力对社融可能仍有一定支撑，然而经济仍处低位平稳的轨道上，地产销售难见起色，居民信贷难有持续性的好转，企业信贷年内动能可能相对有限。
风险提示：政策不及预期；海外扰动超预期

1 社融基本符合预期，信贷同比大幅少增

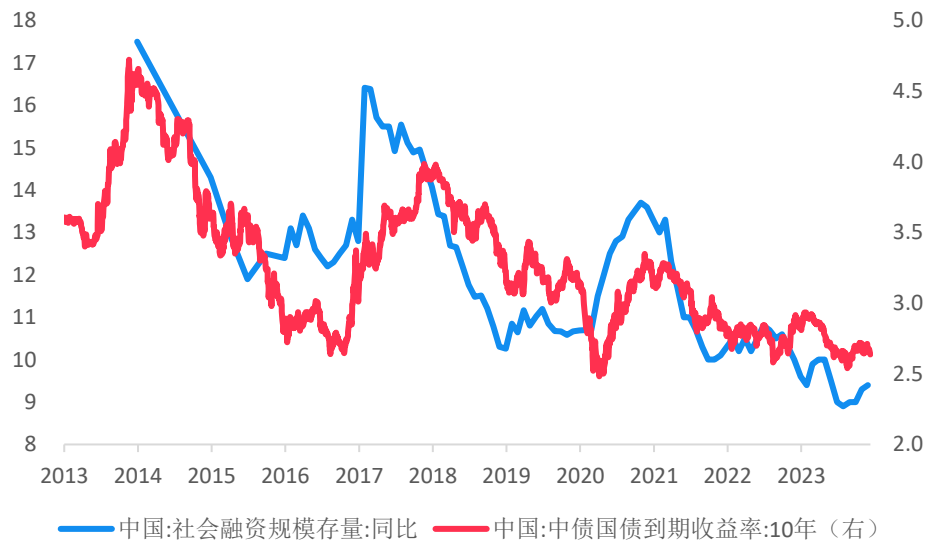
10月13日，中国人民银行公布11月金融数据，11月社融增量2.45万亿元，小幅超出季节性，基本符合预期，同比多增4556亿元。社融存量同比增速为9.4%，较前值上升0.1%。新增人民币贷款1.09万亿元，不及市场预期，即使去年同期基数较低，同比仍少增1368亿元。

图1：社会融资规模：当月值（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图2：社融存量同比小幅回升（%）

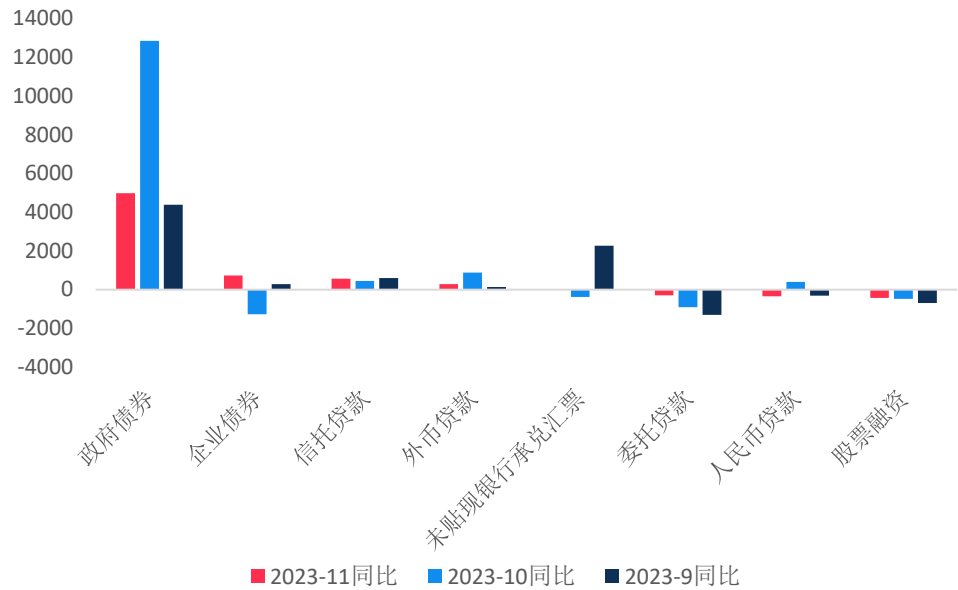


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

11月新增社融主要系政府债和企业债融资的拉动，二者分别同比多增4980和726亿元，其中政府债同比增量较上月明显缩窄，临近年终动能有所放缓。11月政府债融资主要靠国债拉动，据Wind统计，11月国债净融资量5603亿元，今年以来发行进度约为

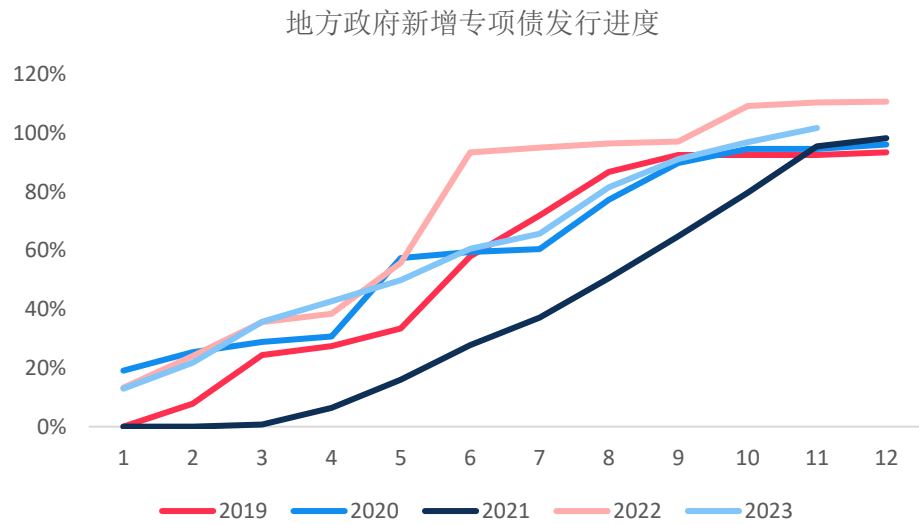
80%，预计12月可能仍有一定空间。而11月新增专项债发行1852亿元，今年以来已发行完毕，12月发力可能相对有限。

图3：社融结构（亿元）



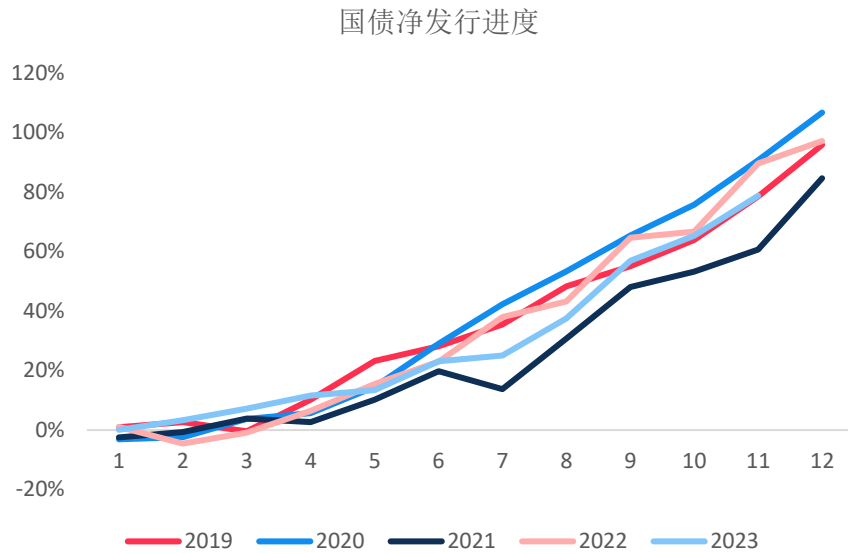
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图4：政府新增专项债发行进度



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 5：国债净发行进度

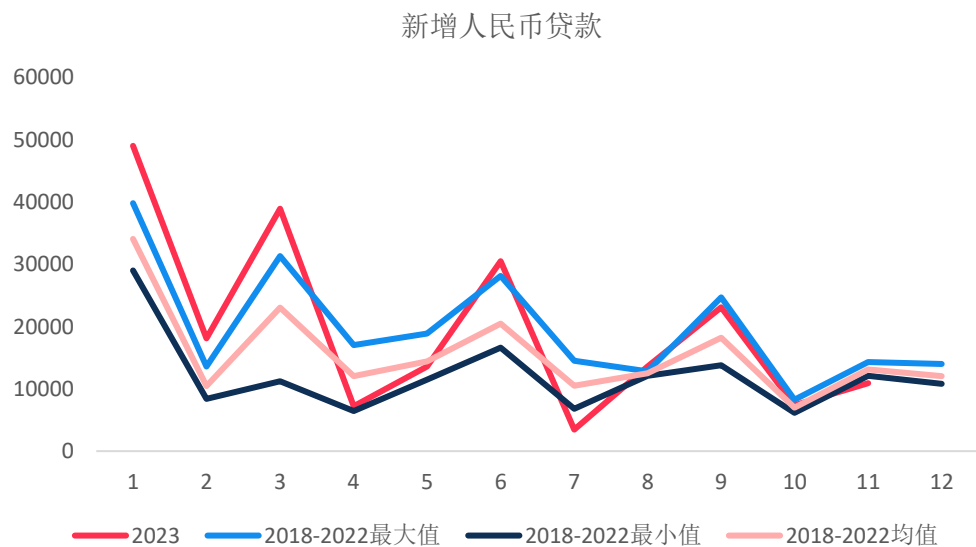


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

11月新增人民币贷款1.09万亿元，低于过去五年同期最低值，同比大幅少增1368亿元。央行在11月中旬曾明确“统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”，导致市场对年底信贷有所期待，11月信贷大幅不及预期可能是由于化债背景下，前期发行的特殊再融资债对部分信贷的置换。

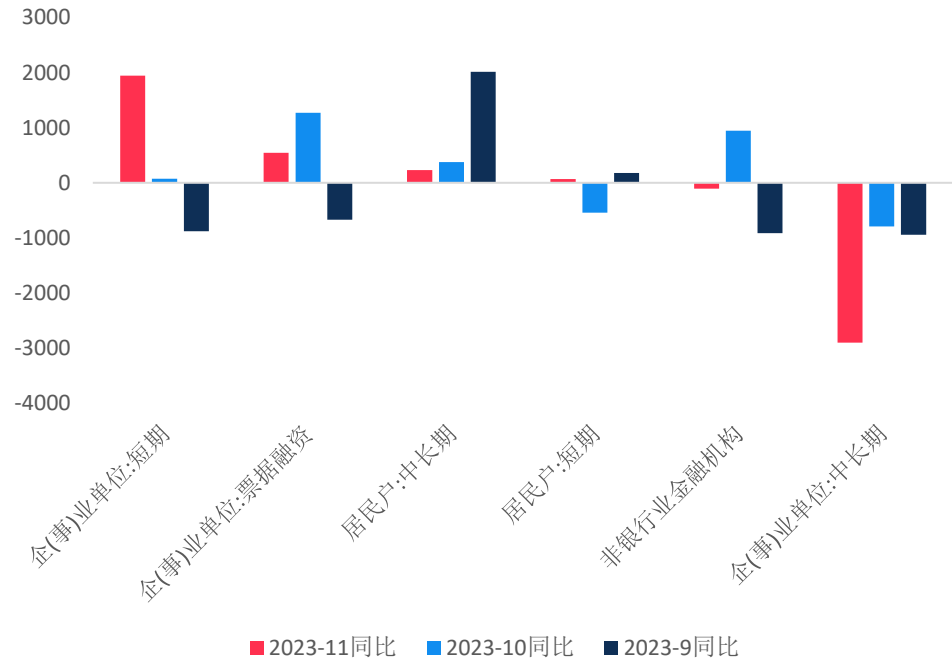
信贷结构上体现出冲量效应，企业短贷和票据融资同比明显高增，同比分别多增1946和543亿元。而企业中长贷是主要拖累项，同比大幅少增2907亿元，由于去年年底的高基数，叠加今年对公信贷前置发力，企业端中长贷同比已连续五月少增。

图 6：新增人民币贷款（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

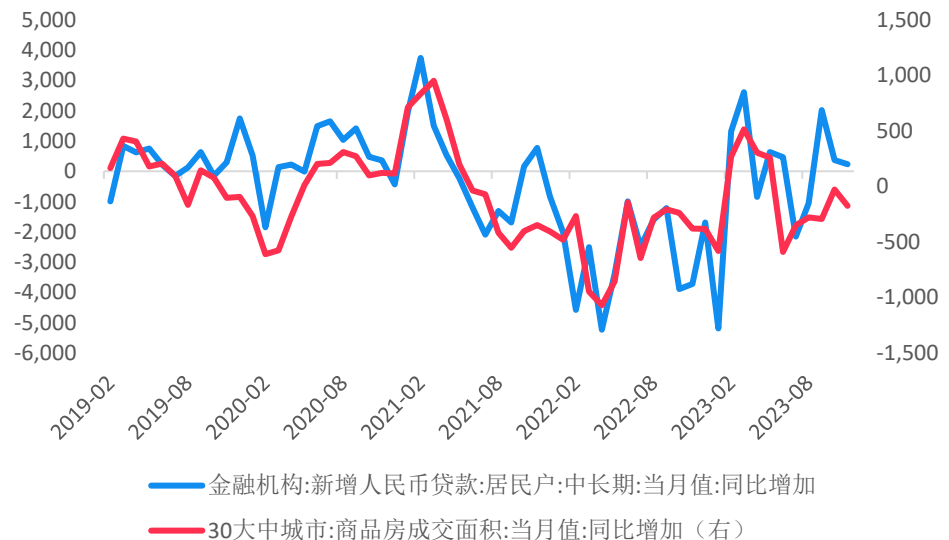
图 7：信贷结构（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

在地产销售修复整体低迷背景下，11 月居民中长期贷款延续弱势，同比多增 297 亿元，同时居民短贷同样明显低于季节性，在去年低基数下同比微增 69 亿元，反映居民端内需修复仍然疲弱。

图 8：地产销售低迷，居民中长贷小幅走强（万平方米，亿元）

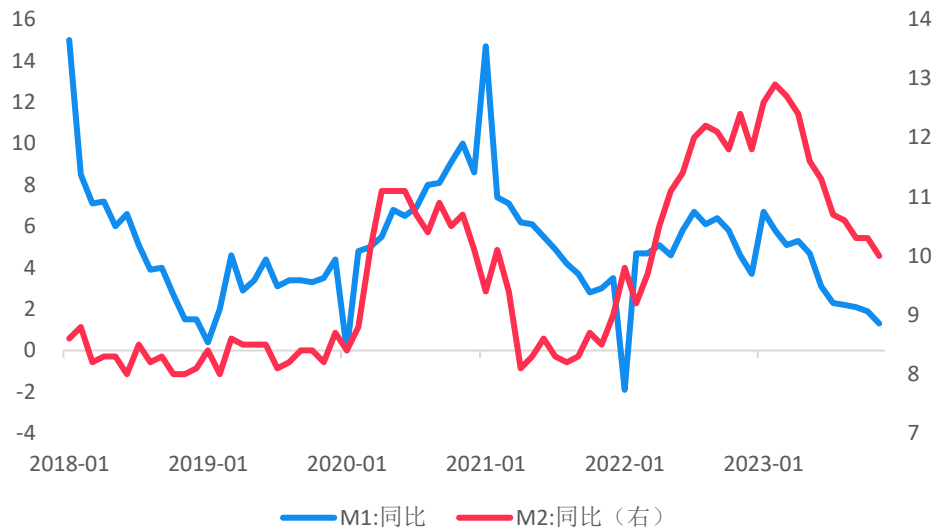


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

M1、M2 同比增速分别为 1.3%和 10.0%，分别较上月进一步下滑 0.6 和 0.3 个百分点，与信贷不及预期一致，反映经济修复活力整体偏弱。存款方面，11 月财政存款同比少减 388 亿元，化债背景下资金运用较慢，进一步拖累了实体经济流动性。另外 11 月

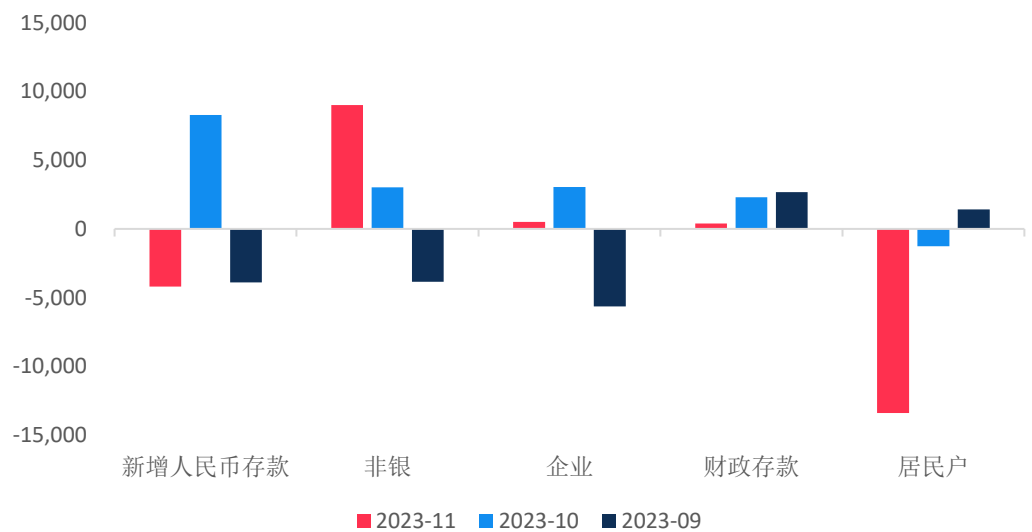
非银存款同比大幅多增 9020 亿元，而居民存款大幅少增 13411 亿元，可能是由于存款利率下降，导致部分居民存款搬家至资管产品。

图 9：M1、M2 同比增速 (%)



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图 10：存款结构 (亿元)



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

今年以来，整体债市对社融数据反应相对有限，12月13日金融数据公布后，10年期国债活跃券收益率小幅下行 0.1BP 后随即上行 0.45BP，反映市场对基本面的弱复苏已有充分预期。

2 后市展望

往后看，年底政府债发力对社融可能仍有一定支撑，然而经济仍处低位平稳的轨道上，地产销售难见起色，居民信贷难有持续性的好转，企业信贷年内动能可能相对有限。

3 风险提示

政策不及预期；海外扰动超预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现