

11月金融数据点评：财政继续发力，货币政策或将配合加码



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

投资要点：

政府债扩容带动社融增速继续回升。11月新增社融2.45万亿，同比多增4663亿，存量增速环比提升0.1个百分点至9.4%。结构上，政府债加速发行仍是主因。11月货币市场利率持续高于政策利率，或指向政府债券发行对流动性形成一定冲击。往前看，三季度货币政策执行报告提出“政府债券的集中大量供给需央行做好流动性安排”，预计国债增发对资金面的冲击在未来有望逐步弱化，将更有利于政府债继续为社融提供支撑。

信贷同比少增，主因企业中长贷低于预期。金融机构当月新增人民币贷款1.09亿，同比少增1200亿。结构上，①居民部门当月新增2925亿，同比多增298亿；短贷、中长贷同比均正增长，但弱于季节性；②企业部门当月新增8221亿，同比少增616亿，主要系企业中长贷受高基数与景气度加速下滑影响承压。企业短贷同比多增1946亿，或指向在“统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”的指导下，银行在年内更倾向于发放期限更短的企业贷款来落实政策。

M1、M2增速均回落。①M1方面，当月增速下滑0.6个百分点至1.3%。其中企业活存增速续降0.7个百分点至-0.3%，或指向地产需求仍然较弱，企业资金活性较差。②M2方面，当月增速下滑至10%。原因可能有三：一是基数偏高。去年同期理财产品大量赎回，资金回流表内推升M2增速；二是居民存款或转移至理财。居民、非银存款当月同比少增1.34万亿和多增9020亿。三是财政存款释放仍然偏慢。财政存款当月少减388亿，或指向政府债券加速发行下，财政存款基数增长较快，政府融资到财政支出缺存在一定时滞。

货币政策加码值得期待。展望明年，三季度货币政策执行报告中指出，要避免对单月增量等高频数据过度解读。预计未来信贷供给将会更加注重质量与效率，对总量的诉求或有所下降，明年一季度社融在高基数下或将承压；但考虑到，一方面央行提出主动加强与财政政策协同，熨平日常财政收支的影响、支持政府债券集中发行；另一方面中央经济工作会议强调流动性要合理充裕、社会综合融资成本稳中有降。均指向未来在财政政策适度发力以及稳信贷的诉求下，货币政策仍有加码的空间和必要。

风险提示：房地产市场回落超预期；财政政策货币政策稳增长不及预期；监管政策出现重大变化；海外货币政策紧缩超预期。

相关报告

11月美国非农点评：罢工潮退，就业暂时走强

2023.12.15

出口增速如期回正，但外需恢复不及预期—11月进出口数据解读

2023.12.12

11月PMI数据解读：制造业需求不足有待改善

2023.12.01

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1. 社融：增速继续回升，政府债是主要拉动项 | 4 |
| 1.1 社融同比多增，存量增速继续回升 | 4 |
| 1.2 结构上政府债融资持续扩容仍是主因 | 4 |
| 2. 信贷：企业中长贷继续回落，票据冲量仍较为明显 | 6 |
| 2.1 企业部门：短贷多增，中长贷承压 | 7 |
| 2.2 居民部门：由负转正，但仍弱于季节性 | 8 |
| 3. M1、M2 增速均回落，剪刀差继续走阔 | 9 |
| 3.1 M1 加速下滑，剪刀差降至历史低位 | 9 |
| 3.2 财政发力下，货币政策或将配合加码 | 11 |
| 4. 风险提示 | 11 |

图目录

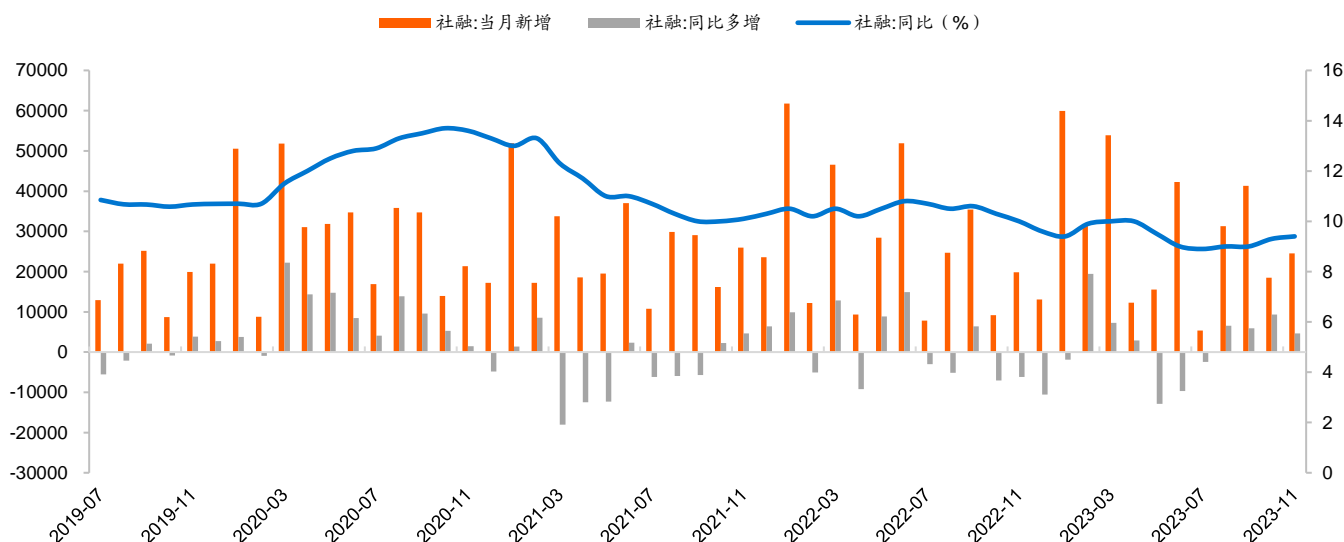
| | | |
|------|----------------------------------------|----|
| 图 1 | 社融总量同比多增，增速环比提升（亿元） | 4 |
| 图 2 | 政府债扩容是社融当月新增的主要贡献（亿元） | 5 |
| 图 3 | 地方政府再融资净融资仍是政府债主要增量 | 5 |
| 图 4 | 国债发行量维持高位 | 5 |
| 图 5 | 政府债发行高峰下，货币市场利率持续高于政策利率（%） | 6 |
| 图 6 | 城投债净融资额转负 | 6 |
| 图 7 | 11月新增人民币贷款同比少增（亿元） | 7 |
| 图 8 | 结构上企业中长贷承压、票据冲量现象仍显著（亿元） | 7 |
| 图 9 | 企业部门中长期贷款同比少增（亿元） | 8 |
| 图 10 | 企业部门短期贷款同比多增（亿元） | 8 |
| 图 11 | 企业短贷与产成品库存存在一定相关性（%） | 8 |
| 图 12 | 30大中城市商品房销售同比加速下滑，一二三线城市跌幅均有所扩大（%） ... | 9 |
| 图 13 | 个人住房贷款稳步下降，但早偿率仍在高位，个人房贷同比负增长（%） | 9 |
| 图 14 | 居民部门中长期贷款同比多增（亿元） | 9 |
| 图 15 | 居民部门短期贷款同比多增（亿元） | 9 |
| 图 16 | M1、M2 剪刀差继续走阔（%） | 10 |
| 图 17 | 财政、居民存款同比多增，企业存款同比少增（亿元） | 10 |
| 图 18 | 企业活存续降，拖累 M1 增速（%） | 11 |

1. 社融：增速继续回升，政府债是主要拉动项

1.1 社融同比多增，存量增速继续回升

政府债扩容带动社融增速继续回升。11月新增社融2.45万亿，同比多增4663亿，社融存量增速环比提升0.1个百分点至9.4%。一是基数上去年同期疫情升温、地产偏弱背景下形成较低基数；二是结构上政府债加速发行对社融持续提供有效支撑。

图1 社融总量同比多增，增速环比提升（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

1.2 结构上政府债融资持续扩容仍是主因

政府债发行高峰延续。政府债券当月新增1.15万亿，同比多增4980亿。结构上地方债和国债均有所发力：一是再融资债券保持多增。11月地方政府再融资债发行4563亿，较去年同期增发2585亿，净融资4342亿，或指向地方化债力度仍强；二是国债发行对政府债形成较强支撑。当月发行国债1.24万亿，较去年同期增发2913亿，净融资5603亿，或指向万亿国债增发正逐步落地。11月货币市场利率持续高于政策利率，资金面处于偏紧状态，或指向政府债券发行对流动性形成一定的冲击。往前看，央行在三季度货币政策执行报告提出“政府债券的集中大量供给需央行做好流动性安排”，预计万亿国债发行对资金面的冲击在未来有望逐步弱化，将更有利于政府债继续为社融提供支撑。

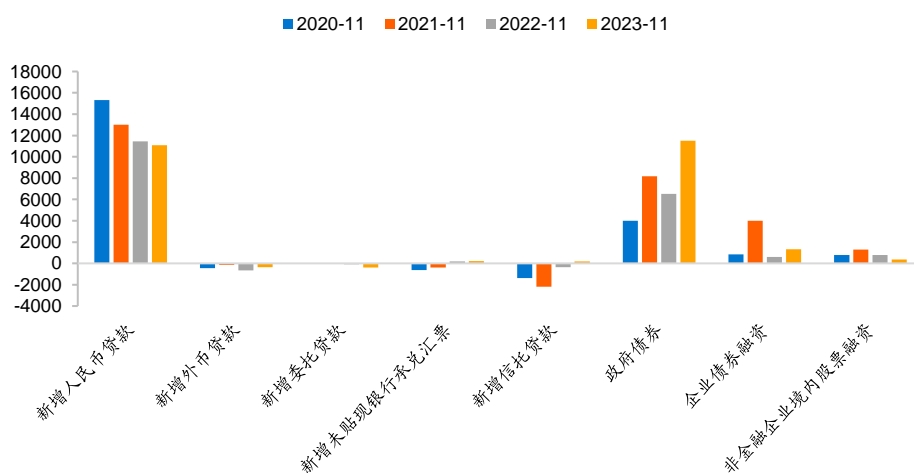
人民币贷款小幅少增。11月社融口径新增人民币贷款1.11万亿，同比小幅少增348亿。低基数下同比少增，或指向实体经济融资需求偏弱。此外，直接融资占比提升亦或替代了部分信贷需求。往前看，政策引导下，信贷投放节奏或日趋均衡。11月中旬，央行等三部门联合召开金融机构座谈会强调“着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”，意在引导银行减少储备积压，将明年年初“开门红”适度向信贷“小月”进行平滑。年内供给意愿的提升或有助于12月信贷的波动性降低。

外币贷款同比少减。外币贷款当月新增-357亿，再度转为负增长，但受基数偏低影响，同比少减291亿。往前看，一是11月国内进口增速超预期走弱。指向进口需求仍然偏弱；二是11月美国新增非农超预期增长。指向美国就业市场趋势不确定性仍强，市场对于美联储明年降息的预期回落。二者均指向外币需求或仍有波折，但考虑到去年12月基数较低，预计外币贷款或将延续11月少减态势。

企业债融资拖累边际改善。企业债券当月新增 1330 亿，同比多增 726 亿。主因基数偏低。去年同期理财赎回引发的负反馈使信用债融资成本升高，抑制企业债券融资。往前看，城投债净融资转负或将对企业债融资产生一定拖累。11 月城投债净融资转负至 695 亿。一是供给上，随着“遏制增量”的化债目标推进，城投债审核呈现趋严态势；二是存量上，各地特殊再融资债券持续发行或带动部分城投债提前偿付，一定程度上压降了部分信用债存量规模。但考虑到去年 12 月企业债基数较低，预计企业债同比或仍保持小幅多增。

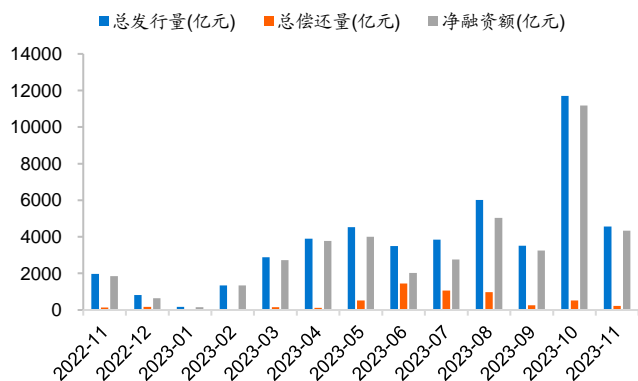
表外三项并无较大变化。委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票当月分别新增 -386 亿，197 亿和 203 亿，同比分别多减 298 亿以及多增 562 亿和 12 亿。

图2 政府债扩容是社融当月新增的主要贡献（亿元）



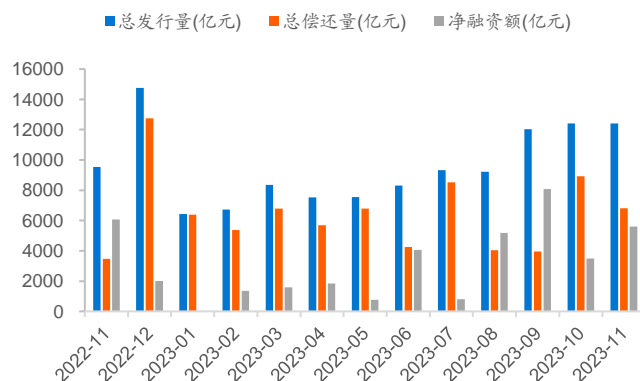
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 地方政府再融资净融资仍是政府债主要增量



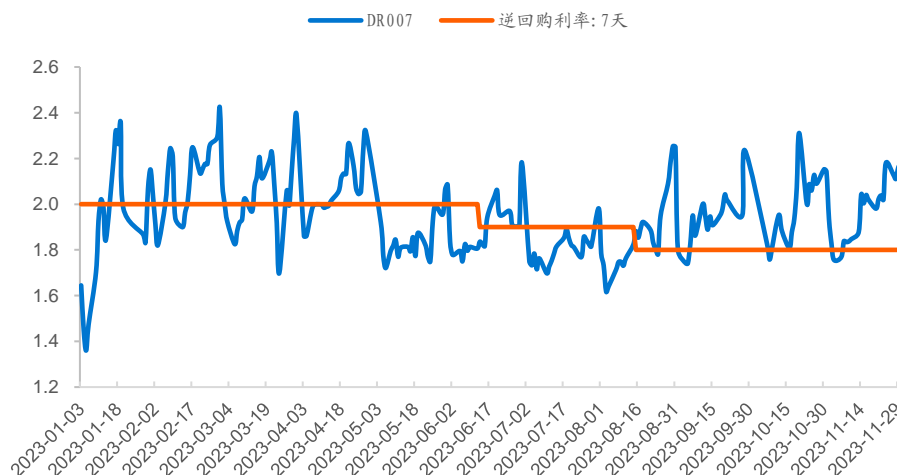
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 国债发行量维持高位



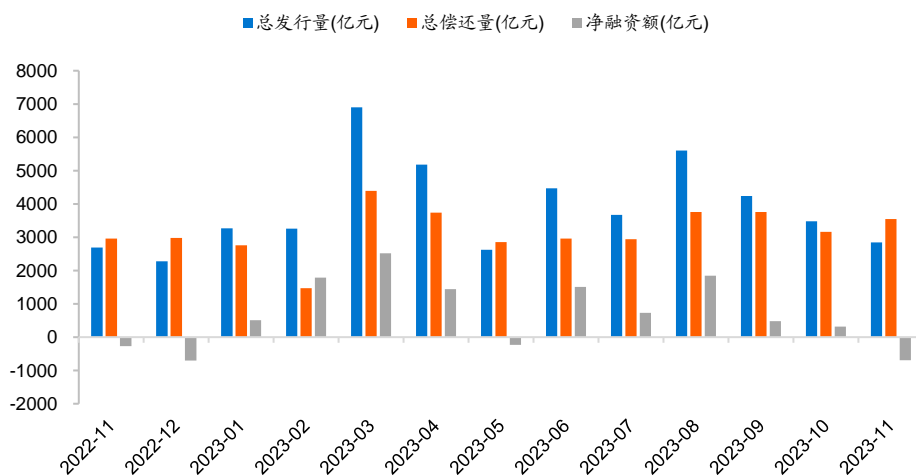
资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 政府债发行高峰下，货币市场利率持续高于政策利率（%）



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图6 城投债净融资额转负

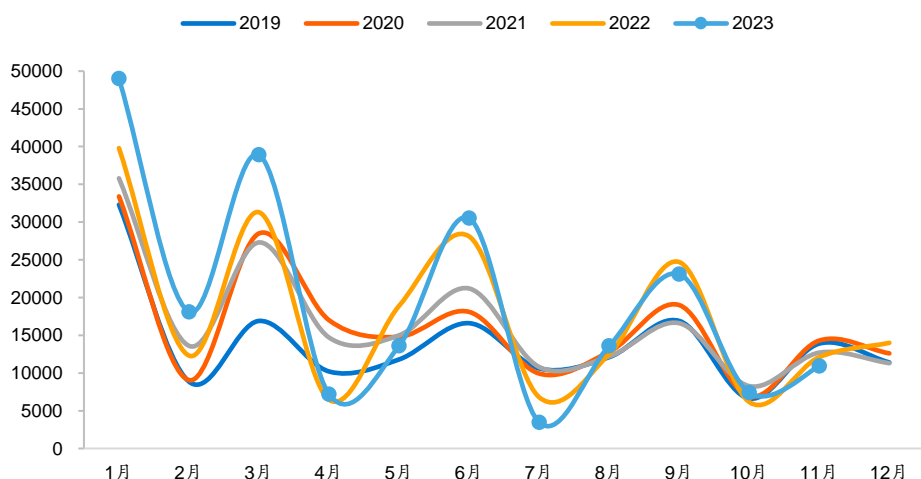


资料来源: Wind, 联储证券研究院

2. 信贷：企业中长贷继续回落，票据冲量仍较为明显

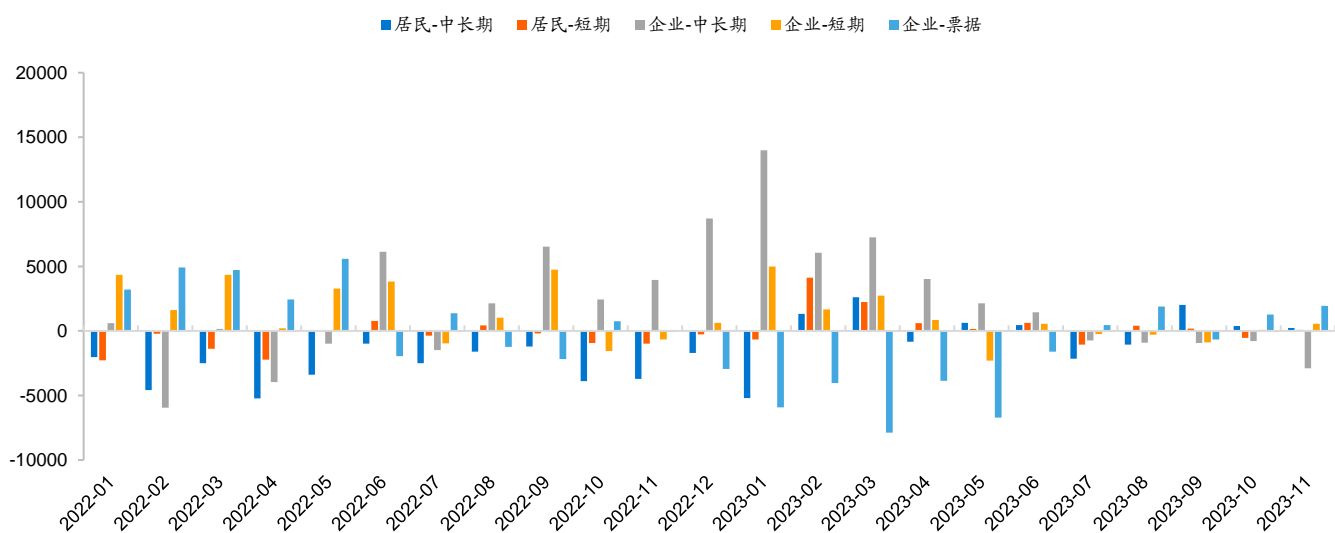
信贷同比少增，主因企业中长贷低于预期。金融机构当月新增人民币贷款 1.09 亿，同比少增 1200 亿。结构上，①居民部门当月新增 2925 亿，同比多增 298 亿；短贷、中长贷同比均小幅正增长，但仍弱于季节性；②企业部门当月新增 8221 亿，同比少增 616 亿，主要系企业中长期贷款承压有所拖累。此外，票据融资连续两月同比多增，指向冲量现象仍然存在。

图7 11月新增人民币贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 结构上企业中长贷承压、票据冲量现象仍显著（亿元）



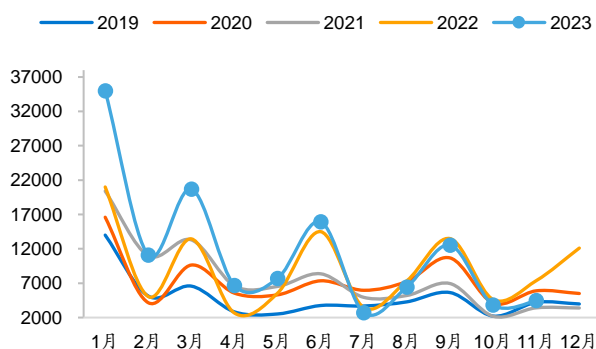
资料来源：Wind，联储证券研究院

2.1 企业部门：短贷多增，中长贷承压

企业短贷同比多增，主因基数偏低。企业部门短期贷款当月新增 1705 亿，同比多增 1946 亿，一是基数偏低；二是在“统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”的指导下，银行在年内或更倾向于发放期限更短的企业贷款来落实政策。

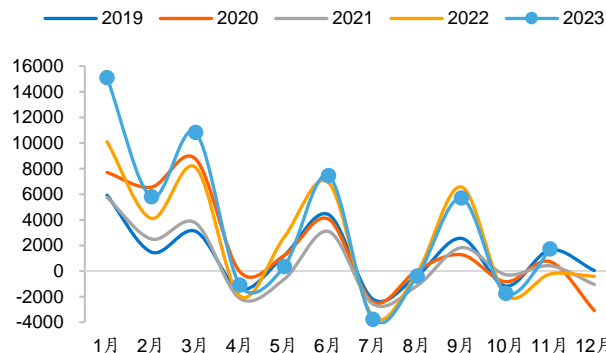
企业中长贷同比少增。企业中长期贷款当月新增 4460 亿，同比少增 2907 亿，连续第五个月同比少增。原因可能有两点：一是基数偏高。去年同期为了发挥好部分领域设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力，有关部门在政策端积极引导，扩大了中长期贷款的投放；二是制造业景气加速收缩。10 月制造业 PMI 续降，主要分项大多转弱，生产降速、需求回落。往前看，一方面，企业中长贷去年 12 月基数偏高；但另一方面，考虑到随着增发万亿国债持续落地，货币财政政策相互配合，或将提升中长期贷款在基建等重点领域和薄弱环节的支持力度，叠加在“平滑信贷波动，保持信贷总量适度、节奏平稳”的政策指引下，企业中长贷有望保持一定韧性。

图9 企业部门中长期贷款同比少增（亿元）



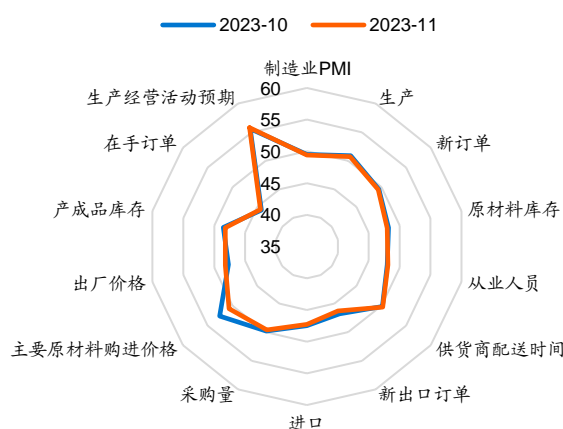
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 企业部门短期贷款同比多增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 企业短贷与产成品库存存在一定相关性（%）



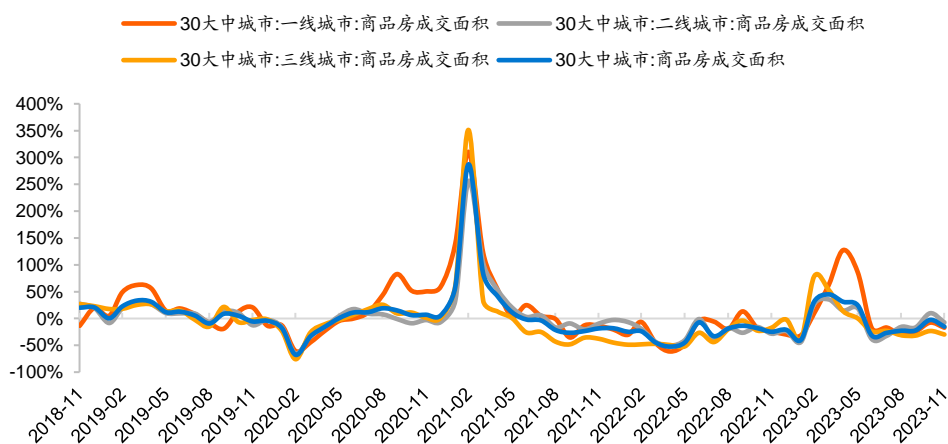
资料来源：Wind，联储证券研究院

2.2 居民部门：由负转正，但仍弱于季节性

居民部门中长贷小幅多增，仍处于同期较低位置。居民中长期贷款当月新增 2331 亿，同比多增 228 亿，主因基数偏低。去年同期疫情反复叠加需求偏弱，地产销售持续低迷，形成较低基数。但仍处于同期低位或指向当前地产需求仍然较弱。一方面数据上，11 月 30 大中城市商品房销售同比增速再度加速下滑，一二三线城市跌幅均有所扩大；另一方面政策上，居民端对政策的敏感度存在时滞或钝化。央行在三季度货币政策执行报告上指出：截止三季度，①超过 22 万亿元存量房贷利率完成下调，调整后的加权平均利率为 4.27%，平均降幅 73 个基点；②全国 119 个符合放宽首套房贷利率政策下限条件的城市均已放宽下限；③新发放个人住房贷款加权平均利率 4.02%，同比下降 0.32 个百分点。均指向调整优化房地产利率政策稳步推进。但个人房贷同比负增长，以及早偿率仍处较高位置或指向提前还贷现象仍未大面积缓解。

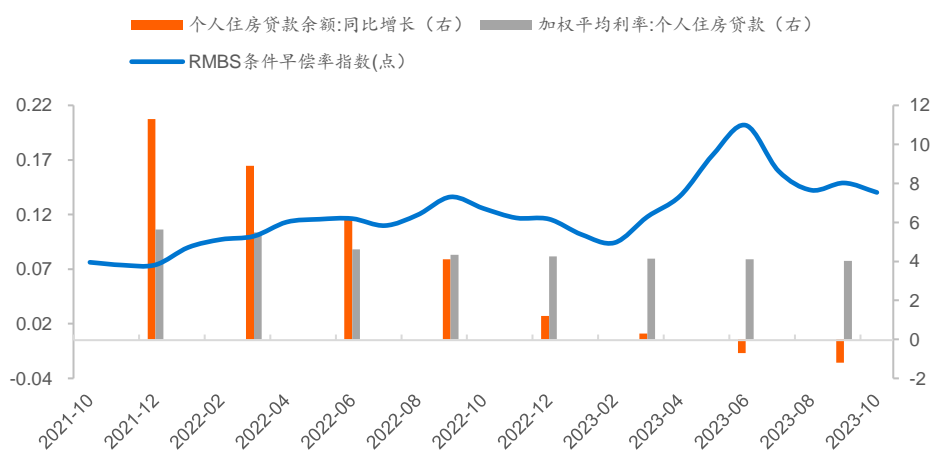
居民短贷小幅多增。居民部门短期贷款当月新增 594 亿，同比多增 69 亿。主因去年同期疫情扰动，居民消费场景受限，基数偏低。剔除基数效应后，整体仍显著弱于季节性，或指向居民消费意愿仍然偏弱。

图12 30大中城市商品房销售同比加速下滑，一二三线城市跌幅均有所扩大（%）



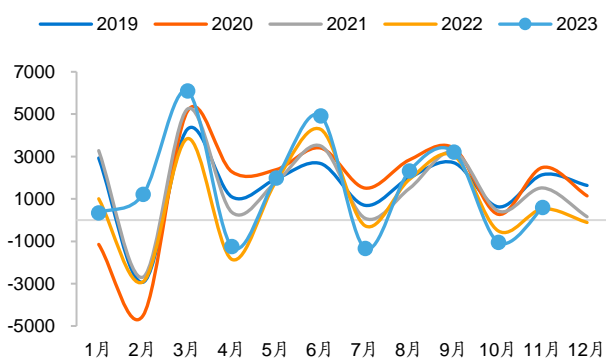
资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 个人住房贷款稳步下降，但早偿率仍在高位，个人房贷同比负增长（%）



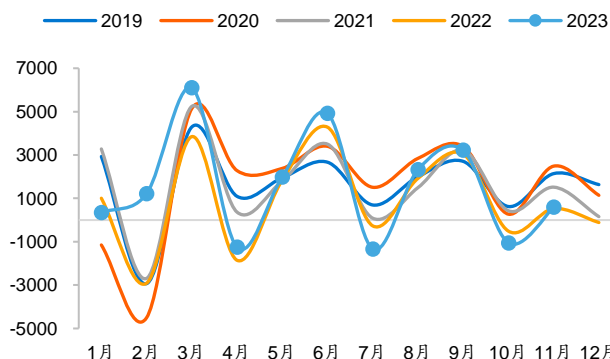
资料来源：Wind，联储证券研究院

图14 居民部门中长期贷款同比多增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 居民部门短期贷款同比多增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1、M2 增速均回落，剪刀差继续走阔

3.1 M1 加速下滑，剪刀差降至历史低位

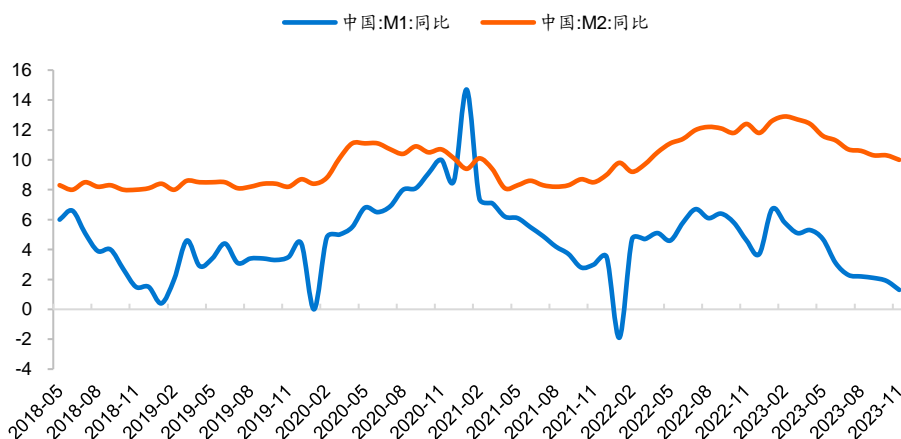
M1 增速加速回落。M1 当月增速继续下滑 0.6 个百分点至 1.3%。其中企业活存增速续降 0.7 个百分点，由正转至-0.3%，或指向地产需求仍然较弱，实体经济活动有待改

善，企业资金活性较差。

M2 增速续降。M2 当月增速下滑 0.3 个百分点至 10%。我们理解原因可能有三：一是基数偏高。去年同期理财产品大量赎回，资金回流表内推升 M2 增速；二是居民存款或转移至理财产品。居民、非银存款当月分别新增 9089 亿和 1.57 万亿，同比少增 1.34 万亿和多增 9020 亿。三是财政存款释放仍然偏慢。财政存款当月减少 3293 亿，但同比少减 388 亿，主因政府债券加速发行使得财政存款基数增长较快，政府融资到财政支出缺存在一定时滞。

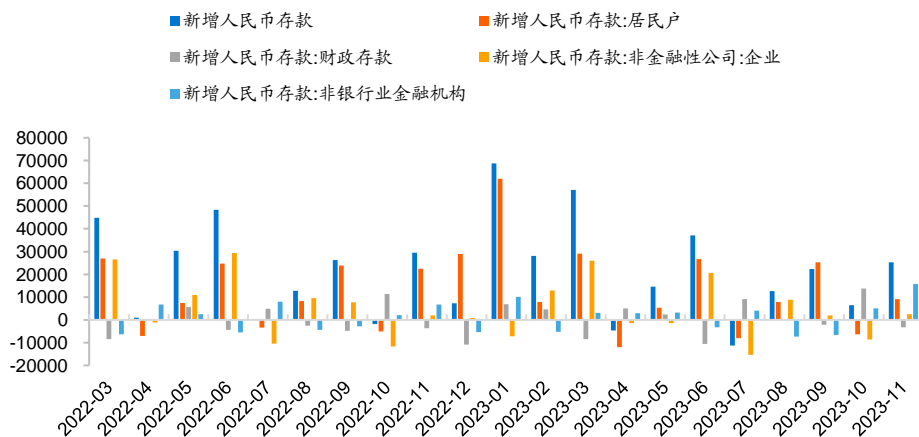
M1、M2 剪刀差走阔至-8.7%。剪刀差继续走阔，主因企业活存加速下滑，由正转负拖累 M1。或指向实体经济活力偏弱的情况仍在加剧。

图16 M1、M2 剪刀差继续走阔 (%)



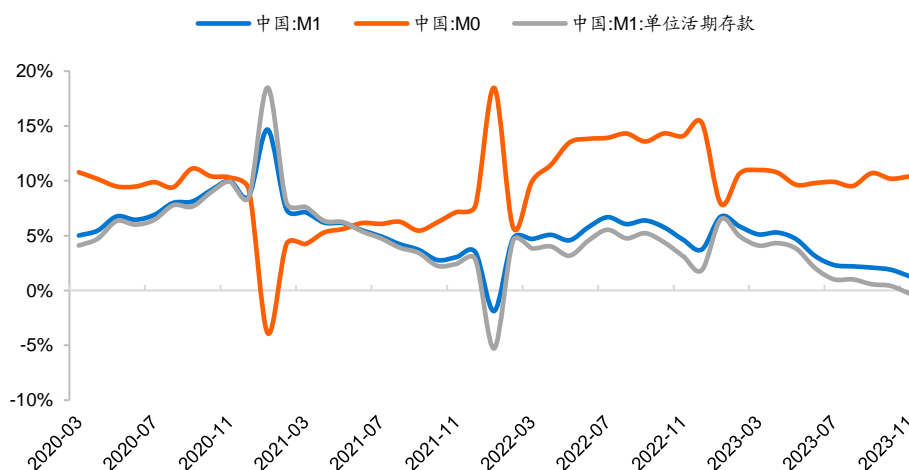
资料来源：Wind，联储证券研究院

图17 财政、居民存款同比多增，企业存款同比少增 (亿元)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图18 企业活存续降，拖累 M1 增速 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

3.2 财政发力下，货币政策或将配合加码

12 月社融增速有望继续提升。一是政府债方面，12 月政治局会议强调财政政策要适度加力，积极的财政政策仍有望持续发力，低基数下年末有望继续推动社融增速；二是信贷方面，金融机构座谈会强调“均衡投放”，统筹年末年初信贷投放，指向明年年初信贷开门红将让渡一部分额度给今年年底，供给意愿提升或将平稳 12 月信贷波动。

货币政策加码值得期待。展望明年，三季度货币政策执行报告中指出，要避免对单月增量等高频数据过度解读。预计未来信贷供给将会更加注重质量与效率，对总量的诉求或有所下降，明年一季度社融在高基数下或将承压；但考虑到，一方面央行提出主动加强与财政政策协同，熨平日常财政收支的影响、支持政府债券集中发行；另一方面中央经济工作会议强调流动性要合理充裕、社会综合融资成本稳中有降。均指向未来在财政政策适度发力以及稳信贷的诉求下，货币政策仍有加码的空间和必要。

4. 风险提示

房地产市场回落超预期；财政政策货币政策稳增长不及预期；监管政策出现重大变化；海外货币政策紧缩超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|----------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 看好 | 相对表现优于市场 |
| | | 中性 | 相对表现与市场持平 |
| | | 看淡 | 相对表现弱于市场 |

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000