

11月金融数据点评：托底的政府债，躺平的M1

YY团队 2023/12/15

12月13日，央行发布11月金融数据。11月末，M2同比增长10%，预期10.1%，前值10.3%；M1同比增长1.3%，前值1.9%；M0同比增长10.4%，前值10.2%。11月新增社融2.45万亿元，与预期基本一致，同比多增4,556亿元，前值1.85万亿；社融存量增速9.4%，前值9.3%。新增人民币贷款1.09万亿元，同比少增1,368亿元；人民币信贷余额同比增长10.8%，前值10.9%。

11月金融数据有以下四个特征：

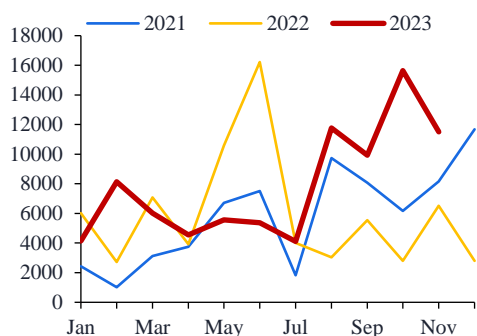
- (1) 政府债券继续支撑社融，财政存款待进一步释放
- (2) 居民信贷表现平淡，向上趋势尚待形成
- (3) 企业信贷亦表现平淡，“短强长弱”结构有待改善
- (4) 企业资金活化意愿仍在探底，货币政策待进一步宽松

综上，我们认为11月金融数据缺乏积极信号。当前经济“有效需求不足”、“社会预期偏弱”的困难凸显，实体动能缺乏，财政托底的现象持续。经济恢复仍需要财政政策、货币政策、地产等行业产业政策的相互协调配合。

1 政府债券继续支撑社融，财政存款待进一步释放

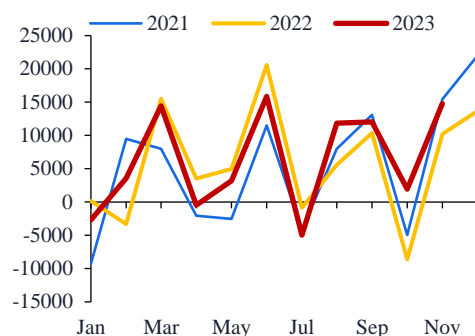
11月新增社融中47%来自政府债券贡献；政府债券新增1.15万亿元，同比多增4,980亿元。特殊再融资债新增4,094亿元，是新增政府债的主要构成，但相较10月新增9,563亿元已明显回落，截至12月14日累计发行规模已达1.38万亿元，本轮特殊再融资债发行或已接近收官。同时，近日发改委下达2023年增发国债第一批项目清单，涉及近2900个项目，后续预计增发国债的落地将接棒特殊再融资债作为新增社融的主要支撑。此外，11月财政存款减少3,293亿元，推算11月财政净支出约1.48万亿元，同比多增4,592亿元，10月出现的财政淤积状况已有所缓解，后续仍期待财政存款的进一步释放。

图表 1 11 月新增政府债券同比明显多增 (亿元)



数据来源: Wind, YY 评级

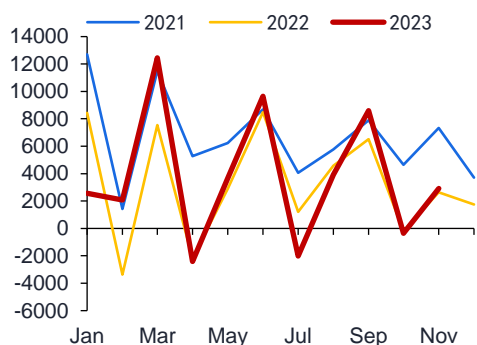
图表 2 11 月财政净支出 (新增政府债券-新增财政存款) 有所回升



2 居民信贷表现平淡, 改善趋势尚待形成

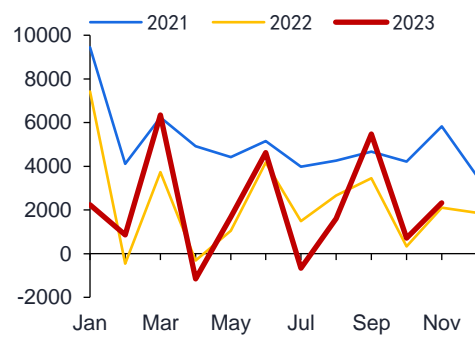
10 月新增居民中长期贷款 2,331 亿元, 仅同比多增 228 亿元, 虽实现连续 3 个月同比多增, 但增长势头疲弱, 暗示**地产行业修复有限, 居民加杠杆意愿低**。从地产高频数据看, 11 月 30 大中城市商品房成交面积同比下降 15.2%; 二手房挂牌量指数升至高位, 价格指数继续走低。**当前地产修复亟需供需两端政策呵护**。11 月 21 日, 金融机构座谈会提出“三个不低于”硬性指标要求; 12 月 14 日, 北京和上海相继宣布将优化购房政策, 一系列政策能够助力地产良性循环的回归尚待观察。此外, 11 月新增居民短贷仅 594 亿元, 居民消费意愿仍然薄弱。

图表 3 11 月居民贷款未见明显改善 (亿元)

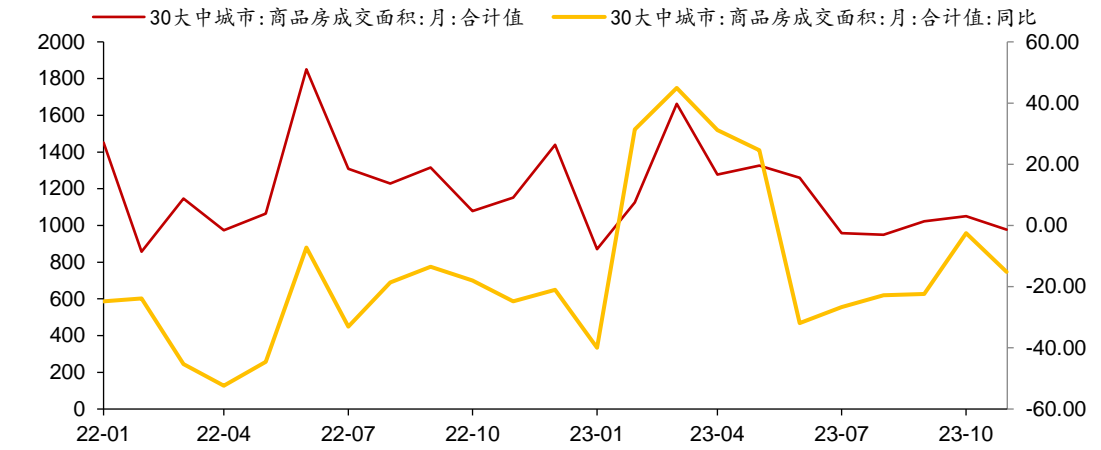


数据来源: Wind, YY 评级

图表 4 11 月居民中长期贷款改善有限

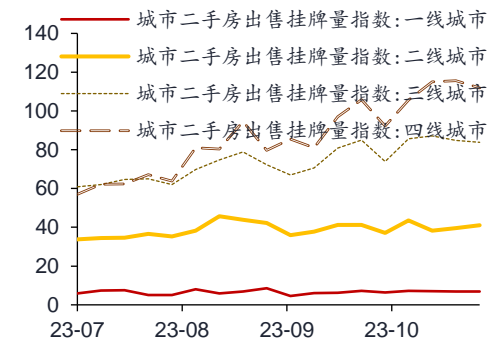


图表 530 大中城市商品房成交面积



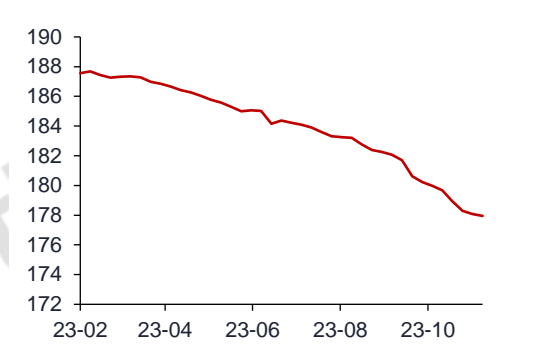
数据来源: Wind, YY 评级整理

图表 6 城市二手房出售挂牌量指数(按城市分)



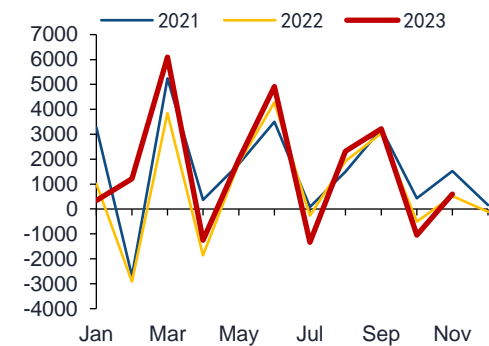
数据来源: Wind, YY 评级
注: 2015 年 01 月 04 日=100

图表 7 全国城市二手房出售挂牌价指数

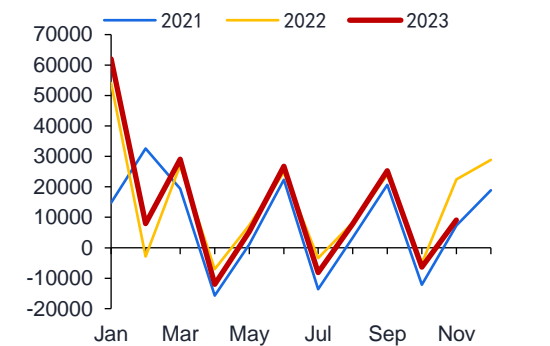


居民存款方面, 11 月新增居民存款 9,809 亿元, 同比大幅少增 1.34 万亿元, 主要系去年同期“赎回潮”导致非银存款大幅流回居民存款而形成的高基数。

图表 811 月新增居民存款同比基本持平



图表 9 11 月新增居民存款同比大幅少增

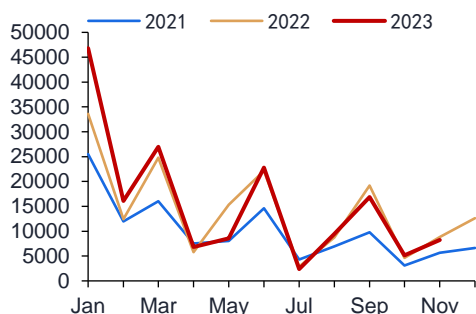


数据来源: Wind, YY 评级

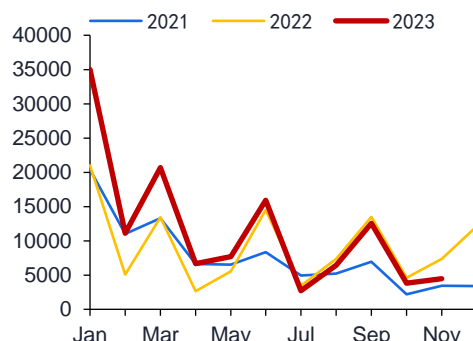
3 企业信贷亦表现平淡，“短强长弱”结构有待改善

企业端融资延续低迷状况，11月新增企业贷款8,221亿元，同比少增616亿元，其中票据融资、短期贷款、中长期贷款分别新增2,092亿元/1,705亿元/4,460亿元，分别同比多增543亿元/1,946亿元/-2,907亿元，呈现短强长弱的结构。我们认为该结构的形成有以下几点因素：1) “平滑信贷”。金融机构座谈会中，三部门（中国人民银行、金融监管总局、中国证监会）要求“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”，体现平滑信贷投放波动的政策导向，银行储备高利率的中长期贷款至明年而在年内投放票据融资和短期贷款。2) 政府债“挤出效应”。在化债背景下，部分地区通过特殊再融资债置换高息信贷，同时相关城投平台融资或受到监管严格约束。3) 企业预期偏弱，因而中长期融资需求低；短期经营压力较大导致短端融资“冲量”。11月PMI、CPI数据亦印证经济增速呈放缓迹象。4) 高基数效应。去年同期政策性开发性金融工具推升企业中长期贷款大幅增长形成高基数。预计“平滑信贷”与“政府债挤出”会持续作用至24年首季度。

图表 10 11月新增企业贷款略低于去年同期



图表 11 11月企业中长期贷款大幅少增



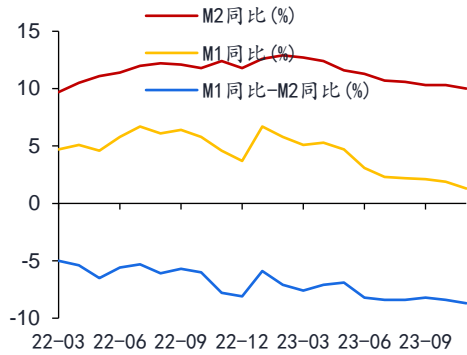
数据来源：Wind，YY评级

4 企业资金活化意愿仍在探底，货币政策待进一步宽松

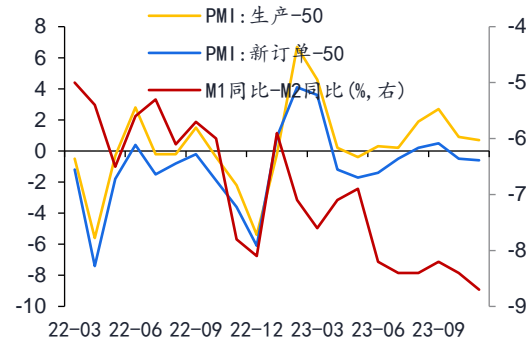
11月M1与M2双双出现增速下滑。M1同比增速仅1.3%，前值1.9%，已连续7个月增速下滑，且是去年1月以来最低增速水平；M2同比增速小幅下滑至10%；M1-M2剪刀差进一步下滑至-8.7%。同时，11月制造业PMI仍在荣枯线以下，生产指数与新订单指数均较10月有所恶化。金融数据与PMI数据均表明企业资金活化效率低，经济活力不足、内生动力偏弱。中央经济工作会议要求“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，在低

通胀的背景下，新引入“价格水平预期目标”的措辞或暗示货币政策将进一步宽松，岁末年初央行有望通过降息、降准等工具释放长期流动性。

图表 12 M1 同比、M2 同比以及两者剪刀差



图表 13 11 月 M1-M2 同比与 PMI 数据皆不乐观



数据来源：Wind，YY 评级



瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司免责声明

本报告由瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司撰写，报告中所提供的信息仅供参考。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，并尽可能保证可靠、准确和完整，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司无关。

本报告版权仅为瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。