

相关研究

《进口增速为何转正？——2023年10月外贸数据点评》2023.11.08

《就业略有放缓，降息预期提前——2023年10月美国非农数据点评》2023.11.04

《六大亮点——解读中央金融工作会议》2023.11.01

## 总量有改善，结构可优化

### ——11月金融数据点评

#### 投资要点：

- 11月社融延续前一月的趋势，同比继续多增，其中政府债融资是主要支撑，实体信贷还需要提振。中长期我国经济具有较大的潜力和增长亮点，进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战。
- 货币方面，11月M1同比增速继续回落0.6个百分点至1.3%。下半年以来，M1同比一直在低位徘徊，主要和房地产经济的变化密切相关。M1的统计中除了流通中现金(M0)，企业活期存款是最重要的部分。而房地产的销售情况，是影响企业活期存款变化的重要因素。在房地产销售增速较高的时候，居民购买房产带动居民部门存款向企业部门转移，企业活期存款增加。而当房地产销售增速较低的时候，存款从居民部门向企业部门转移的动力减弱，会导致企业活期存款低增，M1增速也会偏低。历史数据也表明，房地产销售的走势与企业活期存款、以及M1的增长趋势都很接近。
- 风险提示：外需回落，房地产走势的不确定性。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@haitong.com

证书:S0850521080001

## 目 录

---

1. 政府债推动下，社融继续多增 .....	3
2. 信贷需求有待提振 .....	3
3. M2、M1 增速双双回落 .....	5

12月13日，央行公布2023年11月新增社融2.45万亿元，同比多增4556亿元，社融存量同比增速回升至9.4%；11月人民币贷款新增1.09万亿元，同比少增1368亿元。

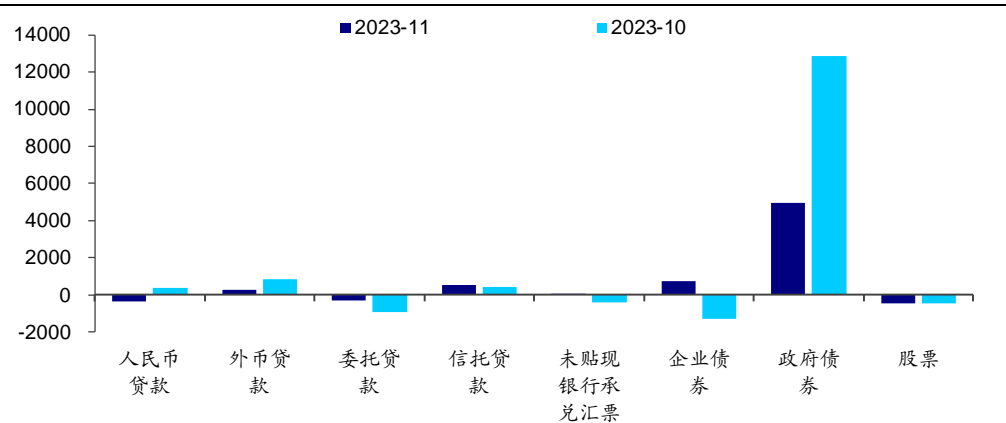
## 1. 政府债推动，社融继续多增

11月新增社融2.45万亿元，同比多增4556亿元，已经是连续第四个月同比多增。存量方面，社融存量增速回升至9.4%，低基数也有一定贡献。

11月社融结构和10月比较类似，政府债发行仍是主要的推动力。受益于特殊再融资债、万亿国债的集中发行，11月政府债净融资1.15万亿元，同比多增近5000亿元。另外，企业债券发行审核职责划转过渡期结束后，11月企业债发行有所提速，企业债净融资1330亿元，同比多增726亿元。

11月投向实体的人民币贷款1.11万亿元，同比小幅少增447亿元。非标融资方面，低基数下，信托贷款同比多增562亿元；委托贷款同比少增298亿元，相比前几个月同比少增的规模明显下降，主要和去年同期政策性开发性工具投放逐步结束有关。

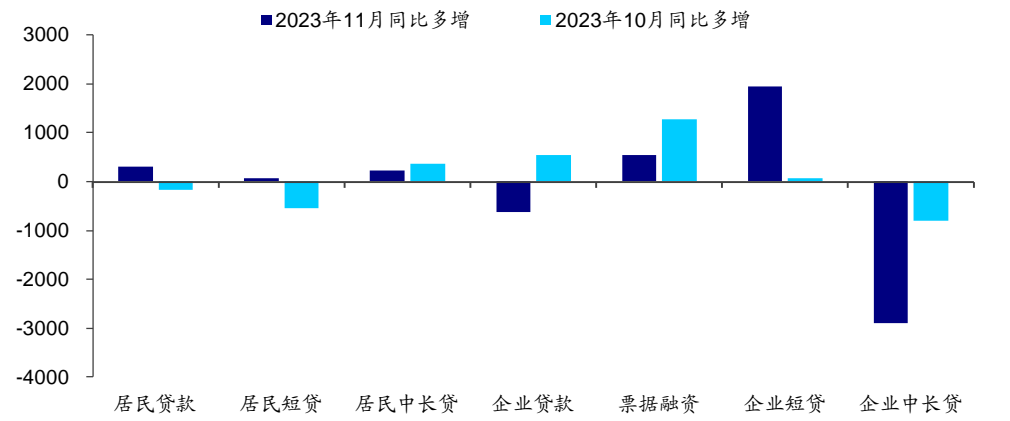
图1 2023年11月和10月社融分项同比（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

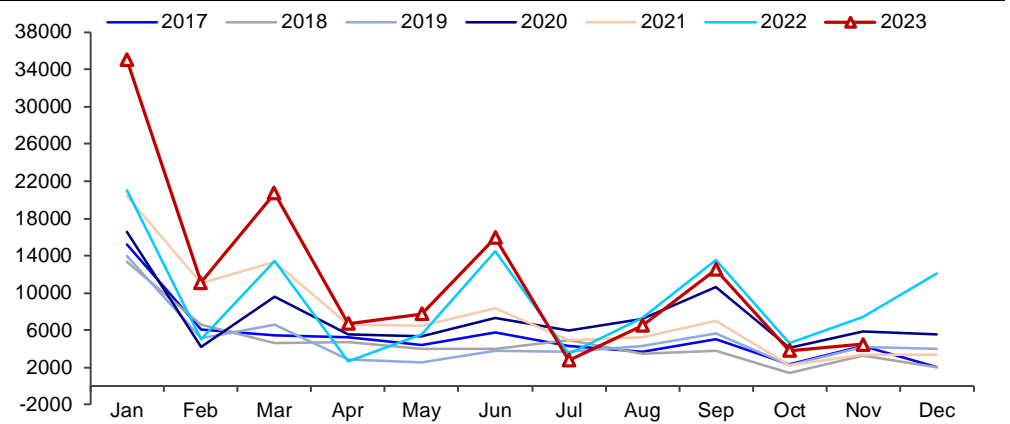
## 2. 信贷需求需进一步稳固

信贷转为同比少增，主要受企业中长贷拖累。11月新增人民币信贷1.09万亿元，同比少增1368亿元。分项中，居民和企业的中长贷占比延续10月的表现，结构上仍有待提振。

**图2 2023年11月和10月人民币信贷分项同比增幅（亿元）**


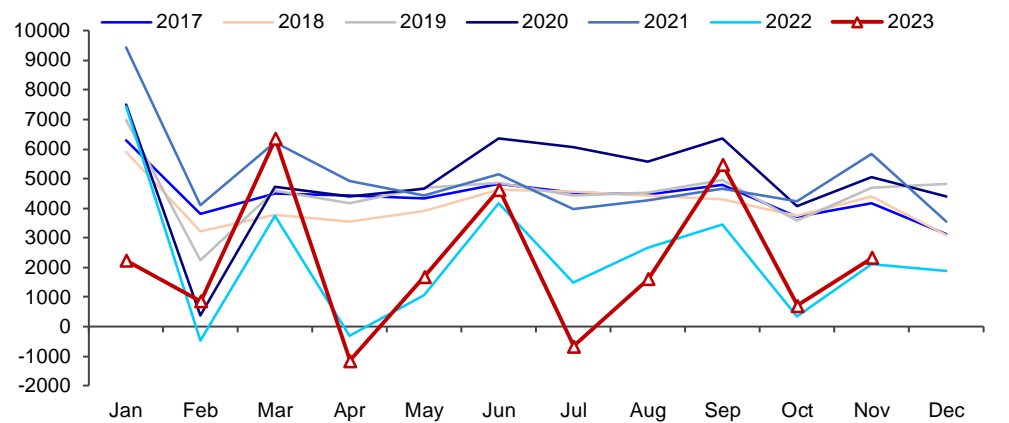
资料来源：Wind，海通证券研究所

11月企业中长贷新增4460亿元，同比少增约2900亿元，不过去年由于政策性开发性金融工具、设备更新改造再贷款等政策齐发力，11月企业贷的基数明显抬升。如果对比2019-2021年同期均值，新增规模基本相当。我们认为，财政政策已在发力、基建投资平稳推进，部分支撑企业中长贷表现。同时，11月企业短贷同比多增1946亿元，票据融资同比多增543亿元，或也体现了政策端正在发力“平稳节奏”。

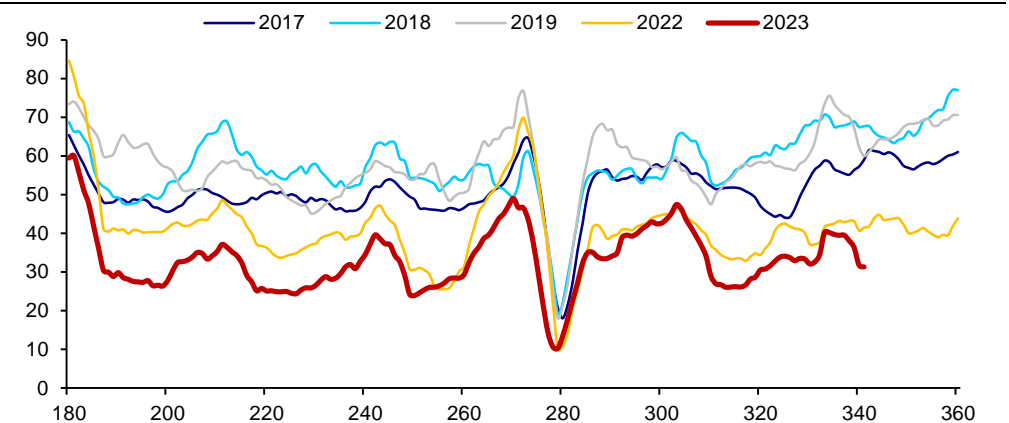
**图3 企业中长期贷款新增规模（亿元）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

居民中长贷同比小幅多增，主因去年同期基数也较低。11月居民中长贷新增2331亿元，同比小幅多增228亿元，但跟10月类似，低基数有一定的贡献。对比2015-2021年同期的居民中长贷，11月少增2639亿元，10月少增3035亿元，9月多增603亿元。所以结合9月以来的中长贷数据，我们认为，系列地产政策落地、前期积压需求集中释放以后，居民自身加杠杆动力有待提振，这也和地产销售表现相吻合。从高频数据看，11月30大中城市商品房成交面积同比降幅还在15%水平。往后看，仍要继续关注地产基本面。

**图4 居民中长贷新增规模（亿元）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

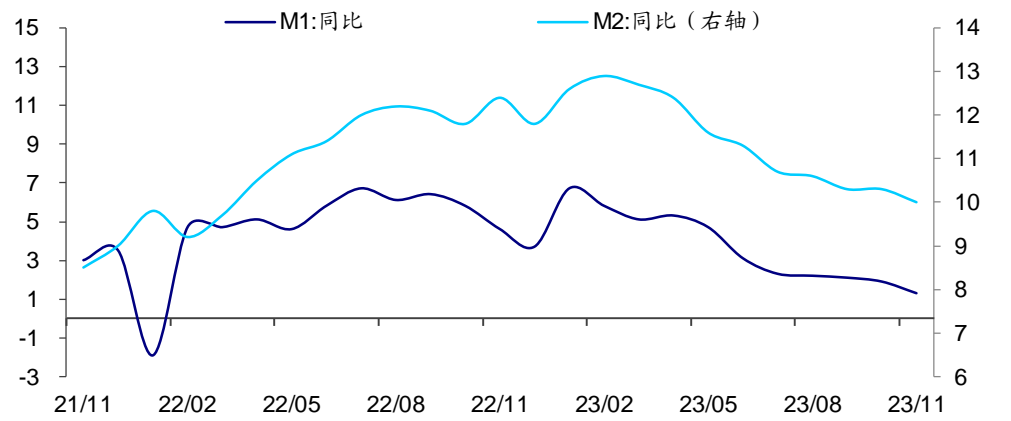
**图5 30大中城市商品房成交面积历年对比（万平方米）**


资料来源：Wind，海通证券研究所，横坐标为距元旦日数

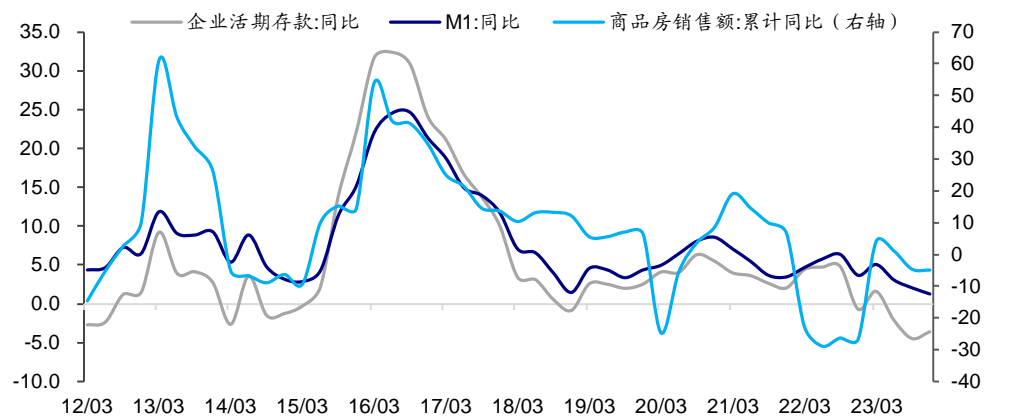
### 3. M2、M1 增速双双回落

货币方面，11月M2同比增速回落至10.0%，不过M2增速仍在高位，主因仍在居民资产配置向存款端集中。M1同比继续回落0.6个百分点至1.3%。

下半年以来，M1同比增速在低位徘徊，主要或和房地产经济的变化密切相关。M1的统计中除了流通中现金(M0)，企业活期存款是最重要的部分。而房地产的销售情况，是影响企业活期存款变化的重要因素。在房地产销售增速较高的时候，居民购买房产带动居民部门存款向企业部门转移，企业活期存款增加。而当房地产销售增速较低的时候，存款从居民部门向企业部门转移的动力减弱，会导致企业活期存款低增，M1增速也会偏低。历史数据也表明，房地产销售的走势与企业活期存款、以及M1的增长趋势都很接近。

**图6 M1 同比与 M2 同比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图7 房地产销售的走势与企业活期存款、以及 M1 的增长趋势都很接近 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

总体上, 11 月社融延续前一月的趋势, 同比继续多增, 其中政府债融资是主要支撑, 实体信贷还需要进一步稳固。

**展望明年, 从总量的角度, 如果要实现经济的持续稳定恢复, 必要的融资增长是需要的。**那么要提振货币和信用的扩张速度, 预计明年货币政策或进一步稳健宽松, 降低居民和企业的实际利率。而如果要降低融资成本, 主要政策利率及居民房贷利率等都存在调整空间。从财政政策来看, 在居民和企业需求还需要进一步提振的情况下, 财政政策也有望进一步发力, 来托底需求端。

风险提示: 外需回落, 房地产走势的不确定性

## 信息披露

### 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
应镞娴 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。