

宏观点评

没等来的宽信用，在路上的降息——兼评 11 月信贷社融

事件：11月新增人民币贷款1.27万亿（2020年11月1.43万亿，2019年11月1.39万亿），预期1.53万亿，前值0.83万亿；新增社融2.61万亿（2020年11月2.14万亿，2019年11月1.99万亿），预期2.81万亿，前值1.59万亿；社融存量增速10.1%，前值10%；M2同比8.5%，预期8.7%，前值8.7%；M1同比3.0%，前值2.8%。

核心结论：总体看，11月信贷社融均不及预期，延续的仍是下半年以来居民短贷弱、企业中长期贷款疲软、票据冲量等特征，继续指向消费差和经济差拖累实体融资需求。和10月一样，地产纠偏继续带动按揭、专项债多发带动政府融资，进而带动社融增速企稳小升（较前值升0.1个百分点至10.1%）。往后看，维持近期一系列报告的观点：当前我国经济“压力山大”，政策已正式转向、全力稳增长，房地产有望进一步松动，货币政策将延续稳中偏松、降准之后降息可期，财政将更加积极、明年很可能前置（年内大概率提前下发明年专项债额度），预计四季度至明年1季度左右，社融增速有望稳中趋升，但距离真正的宽信用仍需等待。短期看，关注未来1至2个月内降息的可能性，我们预计，12月20日就有可能下调LPR利率。

1、新增贷款明显低于预期，结构继续恶化：居民中长期贷款连续2个月同比多增，主因地产调控继续纠偏；居民短贷同比少增，指向消费疲软；企业中长期贷款明显低于季节性、票据延续冲量，仍指向经济下行压力带来的融资需求不足。

>总量方面，11月新增信贷1.27万亿，同比少增1600亿，明显低于季节性（过去三年同期平均多增1033亿），其中：居民贷款新增7337亿，同比少增197亿；企业贷款新增5679亿，同比少增2133亿；非银机构贷款减少364亿，同比少减678亿。

>居民短期贷款走弱，中长期贷款继续改善，与消费疲软以及地产调控放松有关。11月，居民短期贷款增加1517亿，同比少增969亿，反映消费疲软。11月居民中长期贷款新增5821亿，同比多增772亿元，连续两月改善，指向地产销售回暖。数据显示，11月30城商品房成交面积环比增加14.2%，其中，二线城市环比大增25.4%。

>企业贷款走弱，中长期贷款增量大幅回落，指向经济下行压力加大下实体融资需求持续低迷。11月，企业贷款新增5679亿，同比少增2133亿，明显低于季节性（过去三年同期平均多增862亿），其中：企业中长期贷款新增3417亿，同比少增2470亿，除高基数因素外，经济表现疲软应是主要拖累（较2019年同期少增789亿）；表内票据新增1605亿，同比多增801亿，票据冲量特征延续，同时国股银票转贴现利率持续大幅下滑，均指向实体融资偏弱；企业短贷新增410亿，同比少增324亿。

2、新增社融不及预期，社融存量增速小升至10.1%，票据冲量、地方债多发、地产松动是主支撑。随着稳增长组合拳将陆续出台，维持短期内社融增速趋升的判断。

>总量看，11月新增社融2.61万亿，同比多增4745亿，但不及市场预期的2.81万亿，主因信贷明显不及预期。11月社融存量增速10.1%（9月、10月均为10%）；剔除政府债券口径的社融同比增速录得9.29%、较上月9.34%小幅回落。

>分结构看，1）11月社融口径的新增人民币贷款1.3万亿，同比少增2309亿，明显低于季节性，主要受居民短贷以及企业贷款拖累；2）政府债券融资新增8158亿，同比多增4158亿，已是连续2个月同比多增，主因10月、11月专项债多发（财政部要求11月之前尽量发完）；3）企业债券融资新增4104亿，同比多增3264亿，一方面与基数有关（2020年11月永煤事件冲击导致债券融资大幅收缩），另一方面与政府“稳信用”诉求下企业融资环境改善有关（较2019年同期仍多增774亿）；4）表外融资减少2538亿元，同比多减495亿元，其中：信托贷款减少2190亿元，同比多减803亿，是表外融资的最大拖累项，可能与资管新规即将到期等因素有关。

3、M1同比自今年2月以来首次回升、但仍处于历史较低水平，M2同比连升两月后再度转降，主因地产销售仍差、信贷低迷。

>11月M1同比录得3%、较上月抬升0.2个百分点，但仍处于历史较低水平，虽然地产销售及融资环境有所改善，但房企对于拿地以及新开工仍较为谨慎（10月30城土地流拍率仍在30%左右）；M2同比回落0.2个百分点至8.5%，信贷低迷是主要拖累项。存款来看，11月新增存款1.14万亿，同比少增9600亿，其中：财政存款同比多减5424亿元，与财政支出节奏加快有关；非金融企业存款同比多减8773亿元，可能与银行对金融机构融出减少有关（R007-DR007之差在11月持续走阔）。

风险提示：疫情演化超预期，政策力度大超预期

作者

分析师 熊园

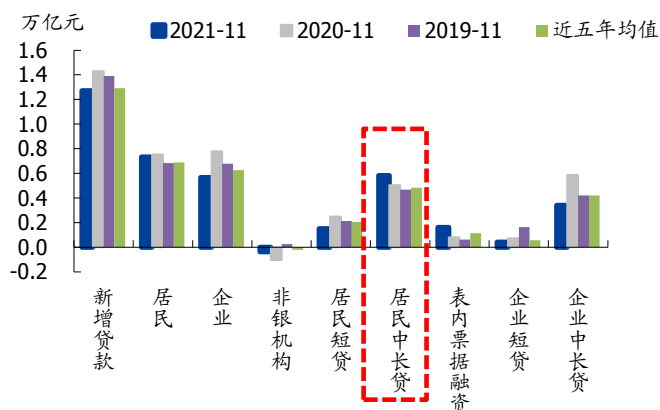
执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

相关研究

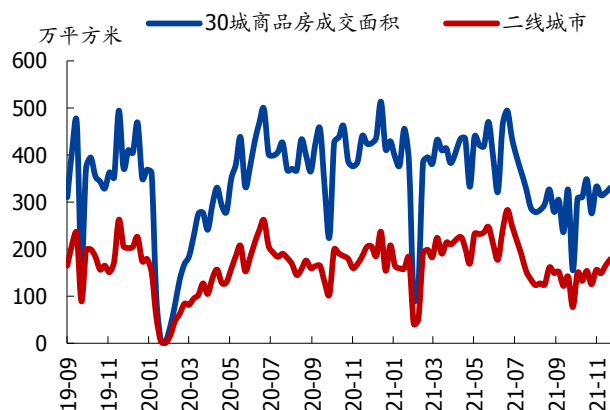
- 1、《转向的确认——逐句解读 12.6 政治局会议》 2021-12-07
- 2、《变局与破局——2022 年宏观经济与资产配置展望》 2021-11-29
- 3、《转向了一央行 Q3 货币政策报告和总理专家会的信号》 2021-11-20
- 4、《10 月社融好于季节性，持续性如何？》 2021-11-10
- 5、《克制的“放水”——对碳减排支持工具 6 点理解》 2021-11-09
- 6、《有降温有升温——央行三季度新闻发布会 6 信号》 2021-10-16
- 7、《信贷社融继续走弱，降准降息和宽信用能来么？》 2021-10-13

图表1: 居民中长期贷款连续2个月多增



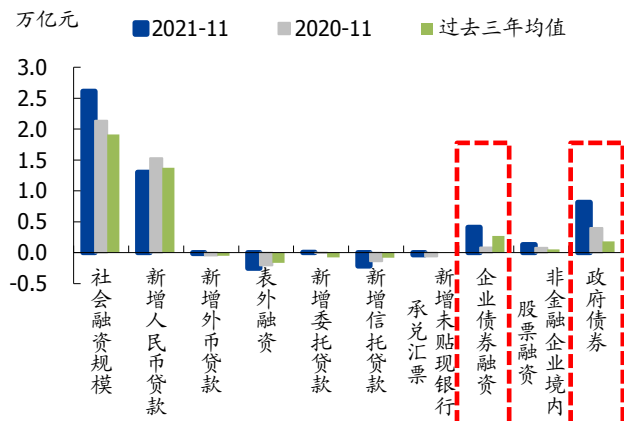
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 近期房地产销售有所回暖



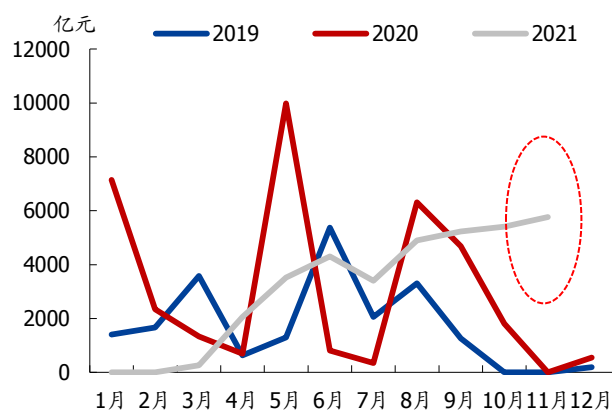
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 政府债券多发与企业债券融资好转, 带动11月社融多增



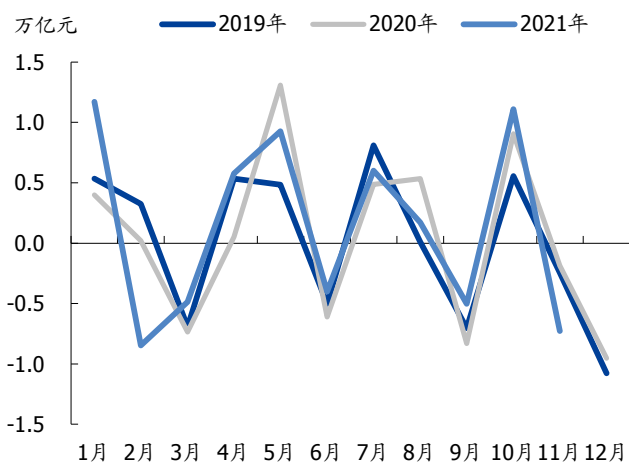
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 11月专项债发行规模高于去年同期



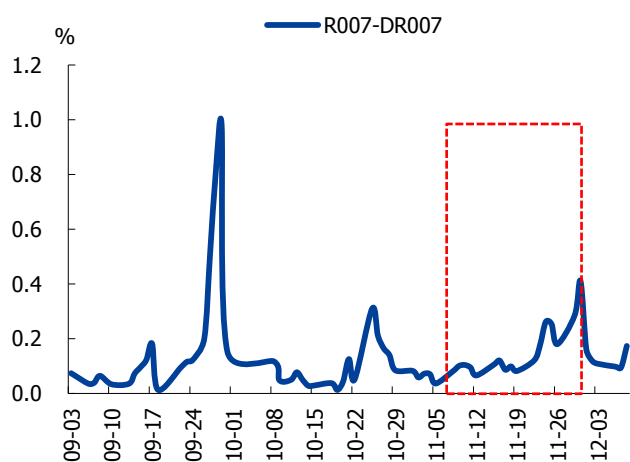
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 11月财政存款同比大幅多减



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 11月R007-DR007持续走阔



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（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“国盛证券有限责任公司”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“国盛证券研究所”，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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	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	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北 京

上 海

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30981

