

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

宽信用的主力仍是企业部门

2022年12月13日

- **居民与企业贷款需求进一步分化。**11月新增信贷同比少增600亿元，低于预期。分项上，居民贷款明显拖累，一是房价下行趋势下居民购房意愿低迷，二是疫情反弹和感染率上行，居民投资与消费意愿受到压制。企业中长贷在多项政策工具驱动下，延续回升趋势。前期落地的政策性发行性金融工具、新增专项债、各项再贷款等，正不断取得成效。其他分项上，企业短贷与票据融资均同比少增。
- **社融增速回落，企业和政府债融资拖累最大。**11月社融增速降至10%，增幅下滑。分项上企业债融资同比少增幅度最大，主要受到去年高基数的影响。彼时房企面临流动性收缩压力，“三道红线”约束下开发贷款增速下行，房企发债融资力度加大。今年11月房企发债规模环比有所提升，但当月到期规模较大，导致净融资额明显下滑。其他分项上，政府债融资同比少增主要受发行节奏错位的影响，表外融资三项呈现为正向贡献，外币贷款受汇率影响表现为同比少增。
- **居民储蓄率高企，M2增速再创新高。**11月M2增速上升0.6个百分点至12.4%，刷新年内新高，M1增速降至4.6%。分项上看，企业存款拖累、居民存款贡献存款增长的特征明显。其中企业存款同比少增与企业短贷、债券融资等增幅回落有关，派生存款相应减少。居民存款高增则直接反映了投资与消费倾向低迷之下，居民储蓄率高企的结果。
- **企业部门引领新一轮宽信用。**在前期2000亿保交楼专项借款、第二支箭支持民营企业债券融资、第三支箭支持房企股权融资等政策的支持下，房企融资有望迎来改善。从当前政策部署来看，企业部门是引领新一轮宽信用的先锋，相关政策仍有进一步加码的空间。关注本月中央经济工作会议定调，以及限购限贷等需求刺激政策、LPR下调等落地的可能性。
- **风险因素：**防疫政策调整早期感染率上升，国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。



目录

一、居民与企业贷款需求进一步分化	3
二、社融增速回落，企业和政府债融资拖累最大	5
三、居民储蓄率高企，M2 增速再创新高	6
四、宽信用仍缺少关键一环	7
风险因素	8

图目录

图 1：11 月新增人民币贷款再度同比少增	3
图 2：今年新增信贷季末冲高、季初回落的季节性特征尤其明显	3
图 3：70 城房价数据显示，10 月一线城市房价连续第 2 月环比下跌	4
图 4：30 城商品房成交数据显示，当前地产销售仍大幅不及往年同期水平	4
图 5：11 月企业中长贷延续回升趋势	5
图 6：11 月新增社融同比少增 6083 亿元	6
图 7：11 月美元兑人民币汇率中枢处于低位	6
图 8：11 月 M2、M1 增速剪刀差扩大	7
图 9：11 月新增人民币存款分项表现	7
图 10：房地产融资仍在磨底	8
图 11：房地产开发资金来源中的主要分项占比	8

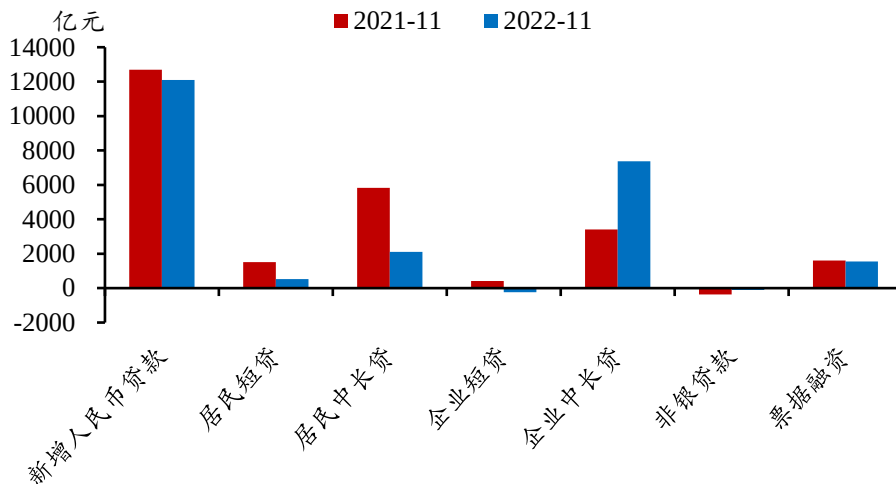
事件：

12月12日，央行公布11月金融数据：新增人民币贷款1.21万亿元，预期1.32万亿元，前值6152万亿元。新增社会融资规模1.99万亿元，前值9079亿元。M2同比增长12.40%，预期11.72%，前值11.80%。

一、居民与企业贷款需求进一步分化

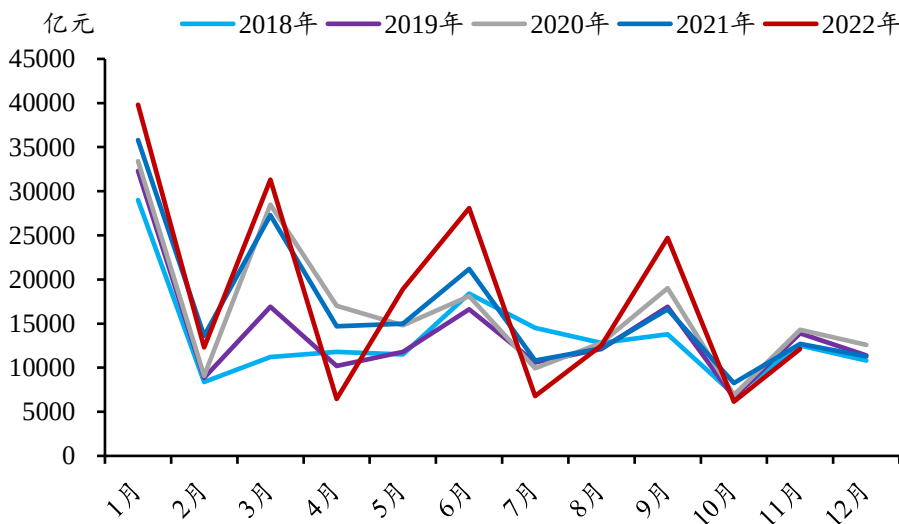
新增信贷同比少增，低于市场预期。11月新增人民币贷款1.21万亿元，同比少增600亿元。今年以来，新增人民币贷款季末冲高、季初回落的季节性特征尤其明显，但季中表现不一。除了5月份之外，2、8、11月份的新增信贷均出现同比少增（参见图2）。

图1：11月新增人民币贷款再度同比少增



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图2：今年新增信贷季末冲高、季初回落的季节性特征尤其明显



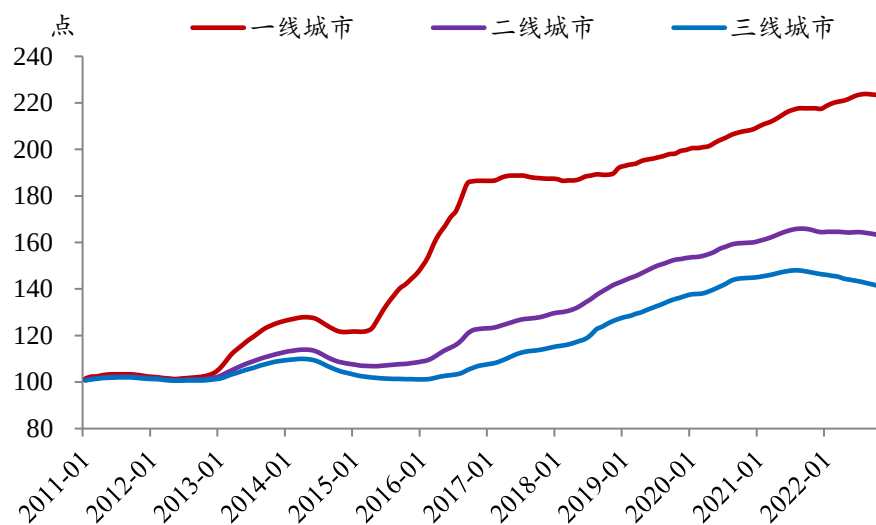
资料来源：Wind，信达证券研发中心

从分项上看：

1) 居民房贷持续拖累。11月居民中长贷同比少增3718亿元，为最大拖累项。10月全国新房房价延续下行趋势，一线城市房价连续第2个月环比下跌。叠加当前正处于防疫政策调整的早期阶段，全国多个主要城市相继迎来感染高峰，对居民的购房意愿形成明显压制。反映到销售层面，当前商品房成交情况仍大幅不及往年同期水平。

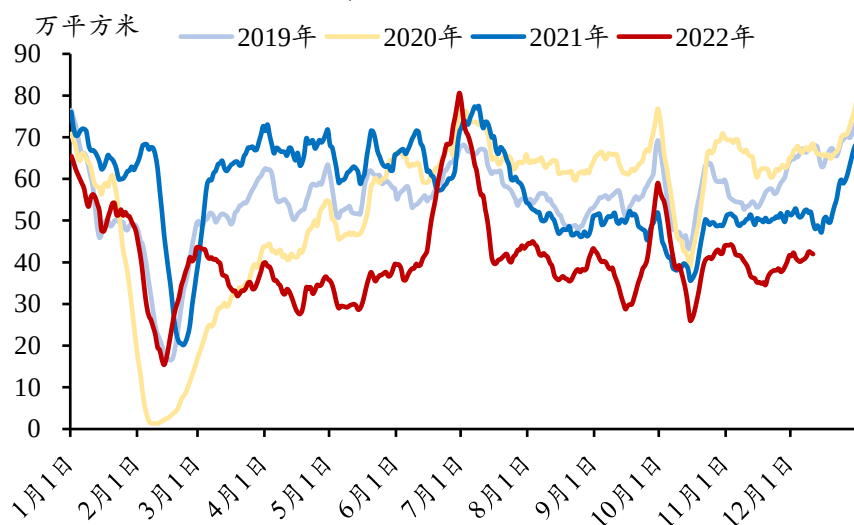
居民短贷同比少增。同样受疫情反弹和感染率上行的影响，居民消费的复苏动能偏弱，11月居民短贷同比少增992亿元，为第二大拖累项。

图 3：70 城房价数据显示，10 月一线城市房价连续第 2 月环比下跌



资料来源: Wind, 信达证券研发中心
注: 数据根据 70 城房价指数测算而来

图 4：30 城商品房成交数据显示，当前地产销售仍大幅不及往年同期水平



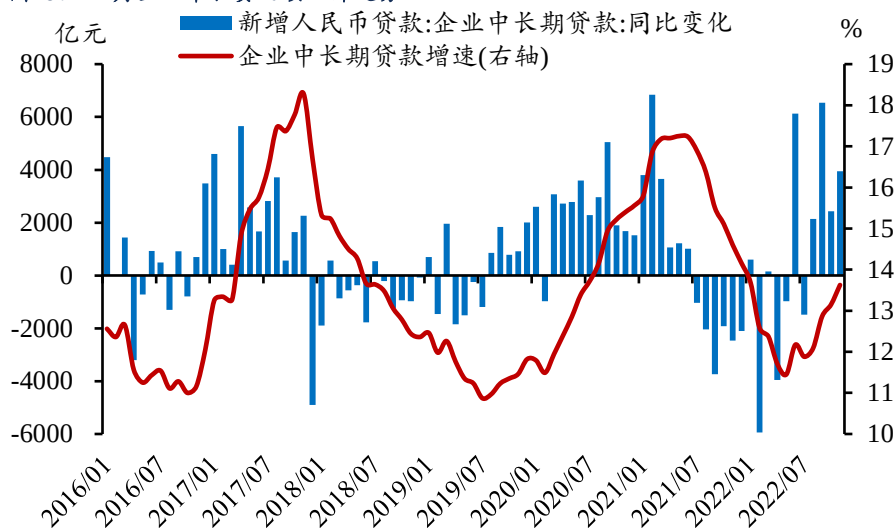
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 多项政策工具驱动下，企业中长贷延续回升趋势。今年5月份以来，企业中长贷增速触底回升，8-11月新增企业中长贷连续4个月同比多增，增量合计超1.5万亿。企业中长贷回升是多项政策工具落地生效的结果，包括政策性开发性金融工具、新增专项债、设备更新改造再贷款等多项再贷款工具、监管部门鼓励加大制造业中长期贷款和房地产信贷投放等。

企业短贷同比少增651亿元，与疫情影响下企业经营活动受限、出口持续回落等因素相关。

3) 票据融资同比少增56亿元。随着2022年接近尾声，全年信贷额度接近使用完毕，银行做多票据以填充信贷规模的意愿有所下降。

图 5：11 月企业中长贷延续回升趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、社融增速回落，企业和政府债融资拖累最大

社融增速回落，增幅下滑。11 月新增社融规模 1.99 万亿元、同比少增 6083 亿元，社融存量增速 10.0%，较上月下降 0.3 个百分点。分项上看：

1) 高基数影响下，企业债融资同比少增 3410 亿元。2021 年 11 月新增企业债融资 4006 亿元，基数较高。彼时房地产企业正面临流动性收缩的压力，“三道红线”新规约束下开发贷款增速下行，房企因此加大了发债融资力度。今年 11 月“第二支箭”落地支持房企融资，当月房企发债规模有所回升，但同时到期量较大，导致净融资额明显下滑。受去年高基数的影响，今年 11 月企业债融资同比少增幅度较大。

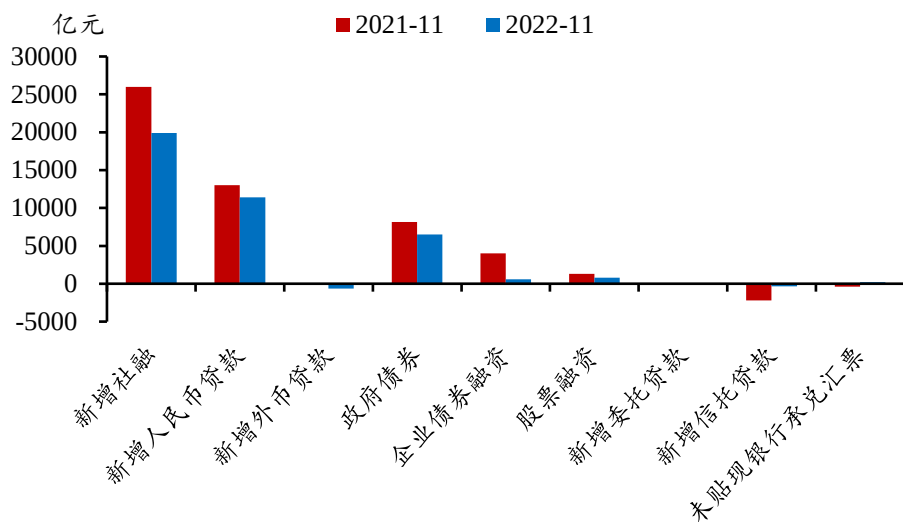
2) 发行节奏错位下，政府债融资同比少增 1638 亿元。2021 年下半年新增专项债提速发行，11 月发行规模高达 5761 亿元。今年以来政府债发行节奏前置，新增专项债限额基本于上半年发行完毕，11 月发行规模仅 455 亿元。受发行节奏错位的影响，今年 11 月政府债融资同比少增幅度较大。

3) 表外融资呈现为正向贡献，合计同比少减 2275 亿元。其中新增委托贷款同比多减 123 亿元，基础设施投资基金中以委托贷款形式落地的部分基本投放完毕。新增信托贷款同比少减 1825 亿元、新增未贴现银票同比多增 573 亿元，主要由于去年处于资管新规过渡期内，金融机构持续压缩表外融资，从而基数较低。

其他分项上，新增外币贷款同比少增 514 亿元，与 11 月美元兑人民币汇率中枢仍位于 7.18 的低位有关，企业外汇兑付成本较高，从而外币贷款需求收缩。股票融资同比少增 506 亿元，社融口径下新增人民币贷款同比少增 1621 亿元。



图 6：11 月新增社融同比少增 6083 亿元



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：11 月美元兑人民币汇率中枢处于低位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、居民储蓄率高企，M2 增速再创新高

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_50082

