

2022年11月金融数据点评

政策行加力“稳信用”

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2022年11月新增社会融资规模为19900亿元，同比少增6083亿元。

平安观点：

2022年11月社融同比少增，低于市场预期。新增社融的主要拖累在于直接融资同比缩量，受债市赎回流动性冲击、政府债发行节奏错位等因素影响；表内信贷投放不强，也对社融构成一定拖累。新增社融的支撑在于表外融资压降力度趋缓，主要得益于经济下行压力持续，金融监管政策边际松动。央行、银保监会在“16条”中明确提出信托支持房地产融资，对表外融资的扩张较为利好。

11月人民币贷款同比少增。人民币贷款的拖累依然是居民中长期贷款、居民短期贷款和企业短期贷款；企业中长期贷款同比多增，构成一定支撑。**1）企业中长期贷款**延续强劲表现，得益于稳增长政策在促进基建实物工作量形成、稳定房地产企业融资、加快结构性再贷款工具投放方面继续发力。政策性银行是11月稳信用的重要渠道，净新增PSL规模达3765亿元，除保交楼专项借款外，前期政策性开发性金融工具投放后的配套融资规模或已同步起量。**2）居民贷款**今年以来表现持续偏弱，背后或因经济下行、疫情封控反复，居民对未来收入的信心不足，以及对房地产周期的预期生变。但政策正向积极方向努力，防疫政策优化亦有助于减轻疫情对居民消费和信心的冲击，逐步缓解居民“缩表”压力。

11月M2增速提升0.6个百分点，相比M1和社会融资规模同比增速的差值均走廓。存款结构方面，企业存款同比多增，居民、财政、非银存款均同比多增。**其中有两值得关注的线索：一是，**企业现金流压力加大，这是M2-M1增速差值走廓的原因所在。11月经济基本面进一步走弱，需求不足、疫情多点散发，使得企业运销不畅、库存累积，同时财政投放力度趋弱，均对企业现金流形成拖累。**二是，**债券市场短期大幅调整背景下，居民存款同比增量创年内新高，非银存款也同比多增。居民大量赎回破净理财产品，加剧了信用债市场的踩踏式卖出，也使得居民存款同比更大幅度增加；非银机构受益于风险蔓延下央行加大流动性投放力度，面对年末考核将至的市场调整，也希望减持资产，因而存款高增。

11月金融数据表现不强，货币政策推进“稳信用”依然面临诸多困难。一是，消费和地产疲弱态势下，居民端信贷尚无起色。二是，面对赎回冲击，债券二级市场定价的有效性仍显不足，这对一级发行产生负面影响。值得关注的是，**政策性银行作为广义财政的一部分，叠加央行PSL配合，在11月的稳信用中发挥重要作用。**在此背景下，近期召开的12月政治局会议提出，“积极的财政政策要加力提效”、“稳健的货币政策要精准有力”，强调“加强各类政策协调配合，优化疫情防控措施，形成共促高质量发展的合力”。这或预示着，类似于“政策性开发性金融工具”、“设备更新改造贷款贴息”等协同政策措施，有望延续和更多推出。**2023年财政货币政策将在更大程度上配合，共同致力于“稳增长”和“稳信用”的目标。**

一、直接融资拖累新增社融

2022年11月社融同比少增，低于市场预期。11月新增社会融资规模为19900亿元，同比少增6083亿元，略低于市场一致预期的2.17万亿，社融存量同比增速较上月下行0.3个百分点至10%。从分项数据看，新增社融的拖累因素主要是直接融资承压、表内信贷投放不强；而表外融资继续同比多增，对社融构成一定支撑。

一是，表内信贷投放不强，对社融构成一定拖累。其中，人民币贷款同比少增1621亿元；外币贷款同比多减514亿元，11月中国进出口增速进一步下滑，对外币贷款形成拖累。

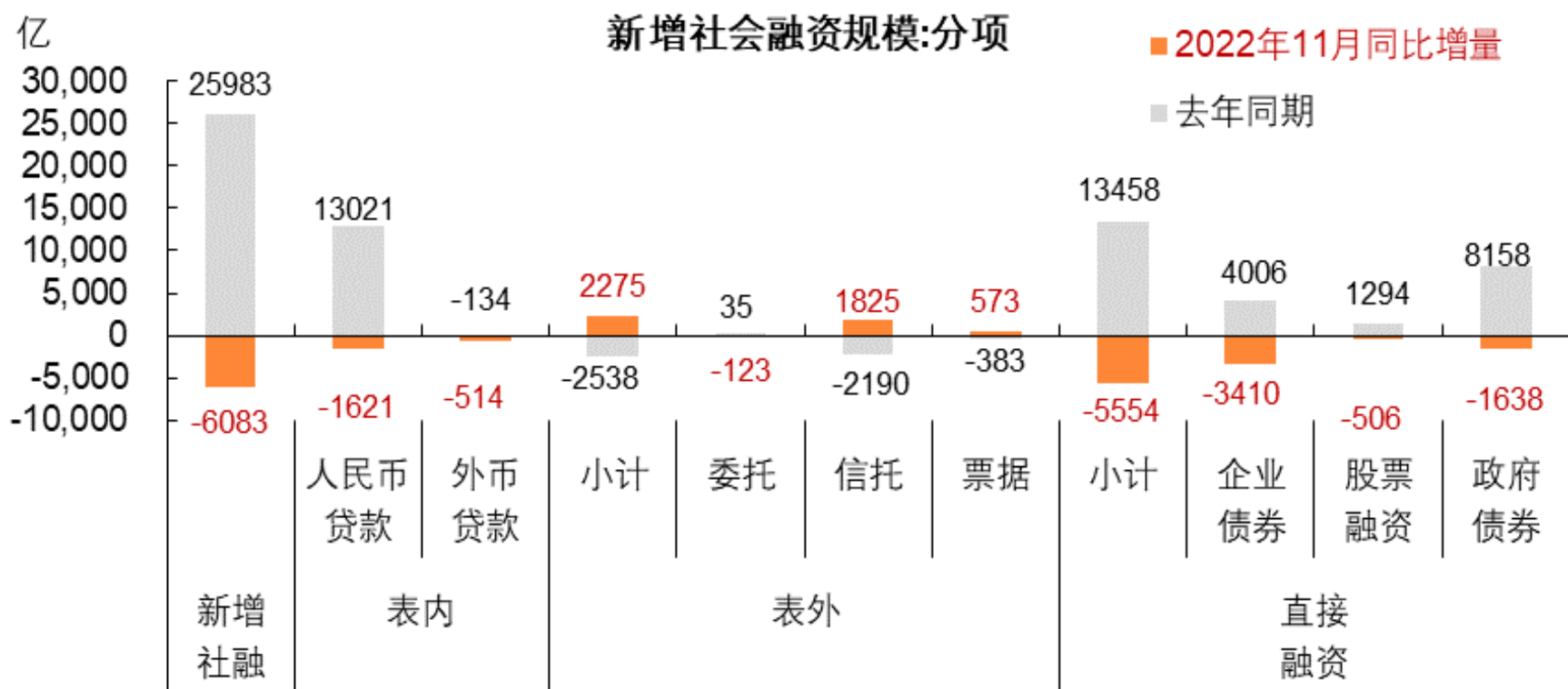
二是，直接融资规模缩量，是社融的首要拖累所在。

- 1) 政府债券净融资同比少增1638亿元，依然受政府债发行错位的影响。若提前下达的地方专项债额度延续2023年开始发行的传统，预计12月的政府债净融资7500亿左右，较去年同期低4000亿以上，对新增社融的拖累持续。
- 2) 企业债净融资同比少增3410亿元，相比2018年-2020年同期也少增2100亿元。11月中旬债券市场遭遇赎回冲击，信用利差较快上行，信用债二级抛售压力较大，一级发行也大面积被取消。
- 3) 非金融企业境内股票融资同比少增506亿元，但相比2018年-2020年同期仍多增290亿元。

三是，表外融资规模多增，对社融构成一定支撑。

- 1) 信托贷款同比少减1825亿元，相比2018年-2020年同期少减473亿元。今年以来，在经济下行压力加大的情况下，金融监管实施力度阶段性地边际松动。值得关注的是，央行和银保监会发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》中明确提出“信托支持房地产合理融资”。信托资金更青睐高风险高收益项目，与房地产行业部分资产的风险收益能够较好匹配，体现了监管态度的适度松动，对表外信托融资形成较强的利好。
- 2) 委托贷款同比多减123亿元，但相比2018年-2020年同期少减679亿元。得益于7399亿元的政策性开发性金融工具投放（部分以委托贷款形式发放），2022年8至10月的委托贷款贡献较多增量。但11月以来并无新增政策性开发性金融工具额度，委托贷款也未能延续此前的强劲表现。
- 3) 未贴现银行承兑汇票同比多增573亿元，相比2018年-2020年同期多增251亿元。11月18日，人民银行、银保监会公布《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》，自2023年1月1日起实施。票据新规要求票据承兑银行审查是否“具有真实交易关系和债权债务关系”，并将票据开立的最长期限由一年缩短为6个月。这有利于票据融资的中长期稳健发展，但年内或会激发部分企业更多开立票据、拉长融资期限的需求。

图表 1 2022年11月新增社融的同比增量



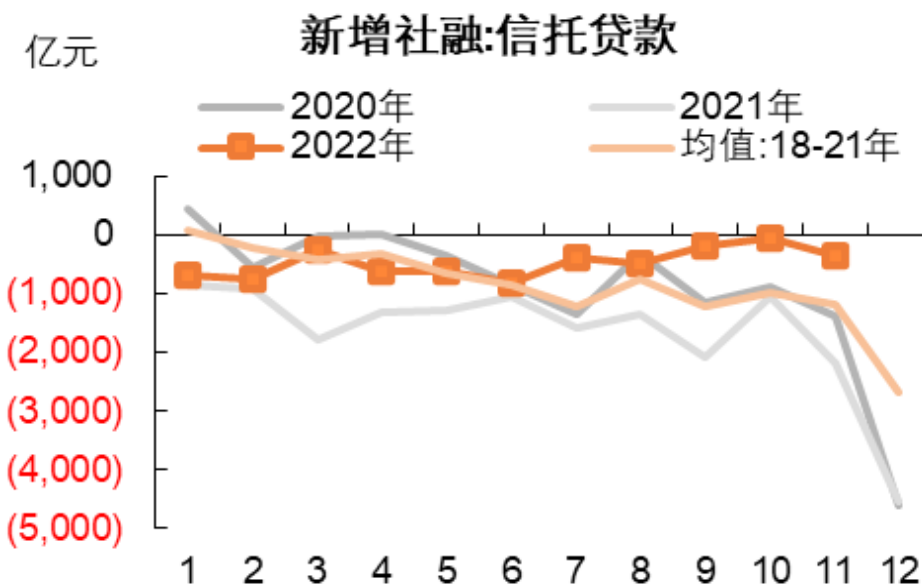
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 社融存量同比增速较上月下行0.3个百分点至10%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 11月信托贷款压降规模降幅低于2018年以来同期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、企业中长贷延续强劲表现

11月新增人民币贷款同比少增。2022年11月新增人民币贷款为12100亿元，同比少增600亿元，相比2019-2021年同期均值少增1533亿元；贷款存量同比增长11%，较上月降低0.1个百分点。**人民币信贷的拖累因素依然是居民中长期贷款、居民短期贷款和企业短期贷款；而企业中长期贷款的强劲表现构成一定支撑。**具体地：

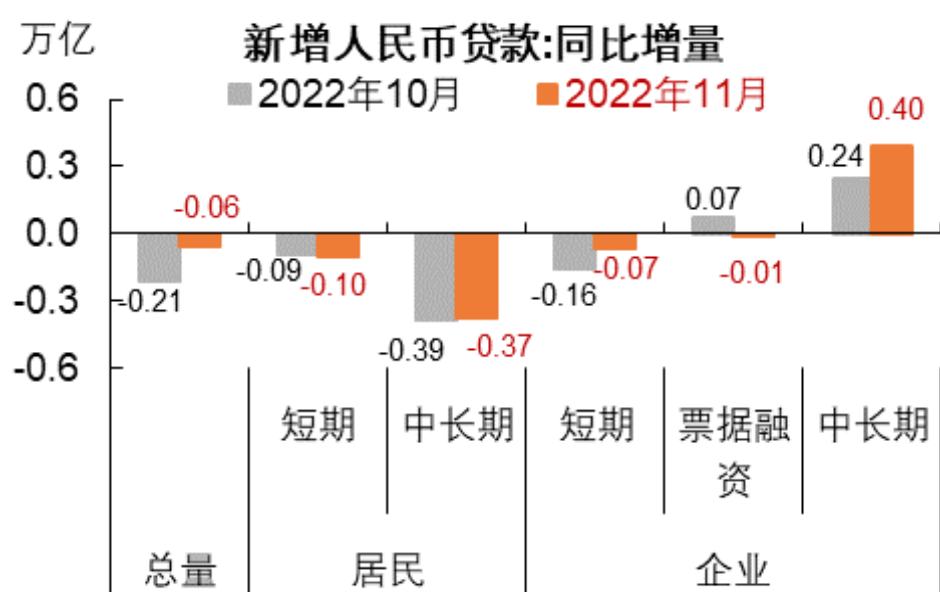
居民贷款继续同比缩量。

- 1) 居民短期贷款525亿元，同比少增992亿元，相比2019-21年同期均值更是少增1523亿元。
- 2) 居民中长期贷款新增2103亿元，缩量至去年同期的36.1%（低于8月的62.4%、7月的37.4%、9月的74.1%）。
- 居民贷款今年以来表现持续偏弱，背后或因经济下行、疫情封控反复下，居民对未来收入的信心不足，对房地产周期的预期生变。不过，11月以来的政策正向积极方向努力，防疫政策的优化亦有助于减轻疫情对居民消费和信心的冲击，逐步缓解居民的“缩表”压力。

企业中长期贷款延续强劲表现。

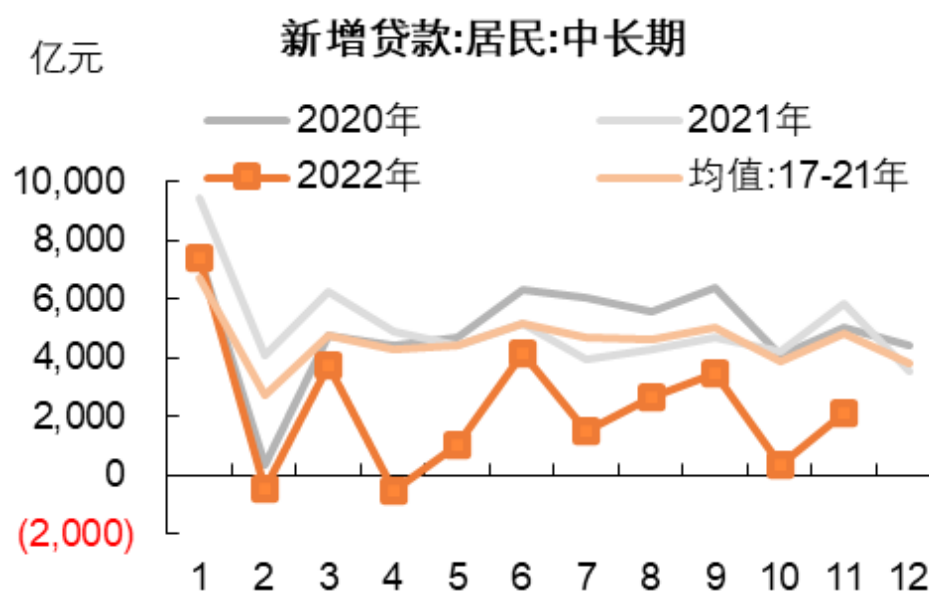
- 1) 企业短期贷款同比多减651亿元，相比2019-21年同期均值多减1170亿元。
- 2) 企业中长期贷款同比多增3950亿元，相比2019-21年同期均值多增2864亿元。
- 3) 票据融资同比少增56亿元，相比2019-21年同期均值多增538亿元。
- 当前，企业中长期贷款投放的重点仍在基建、制造业及房地产领域。稳增长政策在促进基建实物工作量形成、稳定房地产企业融资、加快结构性再贷款工具投放方面继续发力，以此提振企业中长期贷款表现。**值得关注的是**，政策性银行是11月稳信用的重要渠道。11月政策性银行净新增PSL规模达3765亿元，这仅次于2014年12月3831亿元的净新增额。除保交楼专项借款外，前期政策性开发性金融工具投放后的配套融资或已同步起量。

图表4 11月人民币贷款分项同比少增



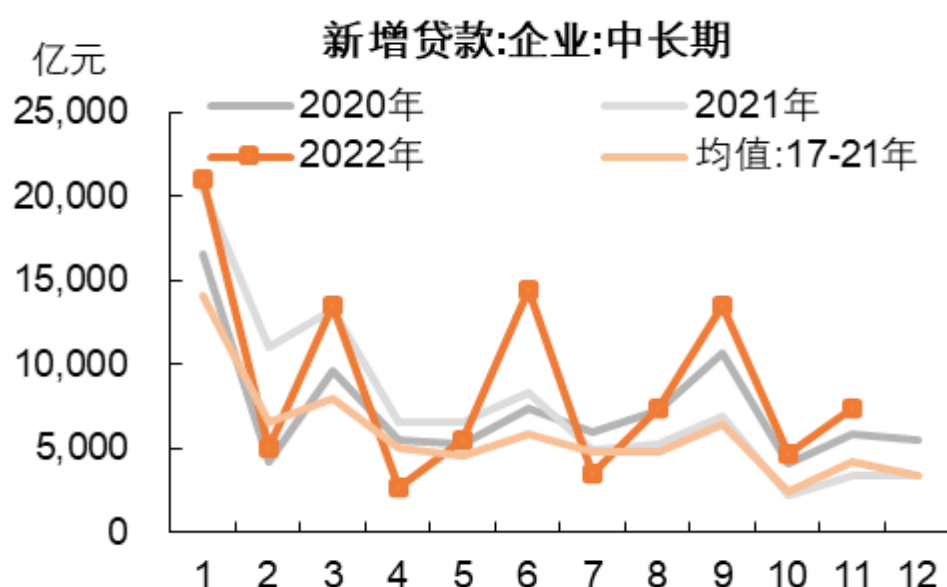
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 11月居民中长期贷款增量为去年同期的36.1%



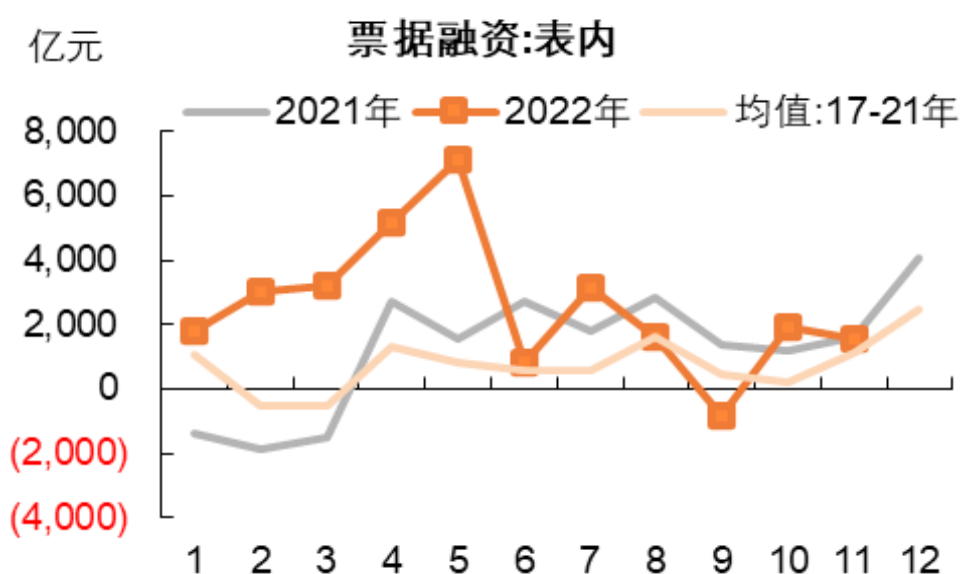
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 11月企业中长期贷款继续同比多增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 11月表内票据融资同比缩量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

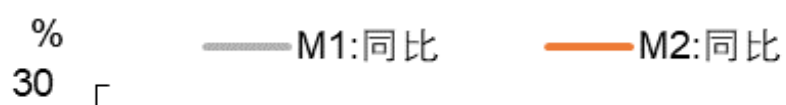
三、M1增速下行, M2增速提升

11月M1增速下行, 但M2增速提升。2022年11月M1同比增长4.6%, 较上月降低1.2个百分点; M2同比增长12.4%, 较上月提升0.6个百分点, 相比M1和社会融资规模同比增速的差值均走廓。**从存款结构来看,**企业存款同比多减, 居民、财政、非银存款均同比多增。2022年11月新增人民币存款增加2.95万亿元, 同比多增1.81万亿元; 人民币存款余额同比增长11.6%, 较上月提升0.8个百分点。**值得关注的有两点:**

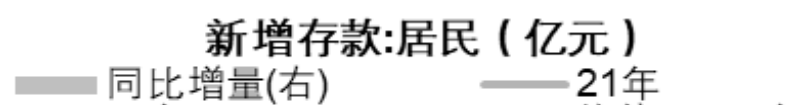
一是, 企业现金流压力加大, 这是本月M2-M1增速差值走廓的原因所在。11月企业存款同比少增7475亿元, 相比2018-2020年同期少增6887亿元。**背后原因有三:**1) 经济基本面进一步走弱, 11月出口跌幅扩大、房地产销售依然偏弱, 都对企业经营活动现金流产生负面冲击。2) 疫情多点散发下, 企业运销不畅 (PMI供应商配送时间指数11月下降0.4个百分点)、库存累积 (PMI产成品库存指数连续3个月上行), 也在一定程度上挤占其短期现金流。3) 财政投放力度趋弱, 11月财政存款同比多增3600亿元, 留抵退税、减税降费等政策对企业现金流的支撑作用减弱。

二是, 债券市场大幅调整背景下, 居民存款同比增量创年内新高, 非银存款也同比多增。11月居民存款较去年同期高出1.5万亿, 同比增量创年内新高; 非银存款同比多增6937亿元, 相比2018-2020年同期也多增1601亿元。债券市场短期大幅调整背景下, 居民大量赎回破净理财产品, 加剧了信用债市场的踩踏式卖出, 也使得居民存款同比更大幅度增加; 非银机构受益于风险蔓延下央行加大流动性投放力度, 面对年末考核将至的市场调整, 也希望减持资产, 因而存款出现高增。

图表8 11月M1同比增速下行, M2同比增速提升



图表9 11月居民存款同比增量创年内新高



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_50087

