

11 月金融数据点评

居民中长贷仍是宽信用堵点

11 月新增社融 1.99 万亿元，较去年同期少增 6109 亿元，低于市场预期。11 月社融存量同比增长 10.0%，较上月下降 0.3 个百分点。本月社融规模低于市场预期，我们认为后期关注点主要包括：1. 信贷结构优化，但居民中长贷仍是主要拖累，在房地产企业端融资环境改善的情况下，居民端预期不见改善，在实体内生信贷需求完全修复前，可期待进一步下调 5 年期 LPR 报价；2. 今年以来居民存款大幅增加，且理财赎回潮加剧了理财资金回流定期存款，银行负债成本加大，可期待存款挂牌利率再次下调。

- 11 月社融低于预期，企业债融资大幅下滑。11 月社融各分项中，表内融资同比少增 2087 亿元，表外融资同比多增 2275 亿元，直接融资同比少增 3916 亿元。本月表内人民币贷款新增 1.14 万亿元，同比少增 1573 亿元，表外融资小幅压降 263 亿元，同比少减 2275 亿元。直接融资新增 1384 亿元，同比少增 3916 亿元。11 月除表外融资以外其余各项均同比下滑，人民币贷款同比少增 1573 亿元，政府债券同比少增 1638 亿元。企业债融资大幅下滑，同比少增 3410 亿元，主要在于 11 月中旬债券市场剧烈调整，导致公司债取消发行规模创近年新高。
- M2-M1 剪刀差再度走阔。11 月 M2 同比增长 12.4%，较上月上升 0.6 个百分点；M1 同比增长 4.6%，较上月下降 1.2 个百分点；M0 同比增长 14.1%，较上月下降 0.2 个百分点。11 月单位活期存款同比增长 3.14%，较上月下降 1.25 个百分点，准货币同比增长 15.21%，较上月上升 1.13 个百分点。11 月 M2-M1 剪刀差再度走阔，其中 M2 同比增速上升，一定程度上受到 11 月中旬开始的理财赎回潮影响，部分理财资金回流至定期存款导致 M2 大幅上升至年内最高水平，但 M1 同比增速下降也反映出实体经济复苏缓慢的情况。社融-M2 剪刀差走阔，反映出资金空转再度加剧。
- 企业中长贷延续改善，居民中长贷不见好转。11 月新增贷款 1.21 万亿元，同比少增 600 亿元，小幅低于预期。其中居民贷新增 2627 亿元，同比少增 4710 亿元，企业贷新增 8837 亿元，同比多增 3158 亿元。11 月新增贷款小幅低于预期，但结构持续优化，增量主要来源于企业中长贷，具体来看：企业端方面，企业新增中长贷、短贷、票据分别为 7367 亿元、-241 亿元、1549 亿元，企业中长贷连续四个月维持同比多增，四季度增量政策持续发力，企业中长贷改善势头良好。居民端方面，居民户新增中长贷 2103 亿元、短贷新增 525 亿元，其中居民中长贷同比少增 3718 亿元，与上月基本持平，11 月虽然有“三支箭”融资政策陆续推出，但居民购房意愿仍处于近年来最低水平，预计后续仍将推出需求端刺激政策改善居民信心。
- 居民存款大幅增长。11 月人民币存款新增 2.95 万亿元，同比多增 1.81 万亿元，其中居民存款新增 2.25 万亿元，同比多增 15192 亿元，企业存款增加 1976 亿元，同比少增 7475 亿元，财政存款减少 3681 亿元，同比少减 3600 亿元，非银存款新增 6680 亿元，同比多增 6937 亿元。本月居民存款呈现超季节性多增，主要原因在于理财赎回潮导致居民端部分理财资金转移至存款，截止至 11 月全年居民存款已增加 14.95 万亿元，大幅超出往年水平，银行存款产品的利率下行压力加大。

风险提示：国内通胀超预期；流动性环境趋紧；国内新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《11 月通胀点评：防疫措施放开或带动消费需求 and 价格上行》20221209

《1207 政治局会议点评：开好局起好步》20221207

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件：11月新增社融1.99万亿元，较去年同期少增6109亿元，低于市场预期。11月社融存量同比增长10.0%，较上月下降0.3个百分点。

11月社融低于预期，企业债融资大幅下滑。11月社融各分项中，表内融资同比少增2087亿元，表外融资同比多增2275亿元，直接融资同比少增3916亿元。本月表内人民币贷款新增1.14万亿元，同比少增1573亿元，表外融资小幅压降263亿元，同比少减2275亿元。直接融资新增1384亿元，同比少增3916亿元。11月除表外融资以外其余各项均同比下滑，人民币贷款同比少增1573亿元，政府债券同比少增1638亿元。企业债融资大幅下滑，同比少增3410亿元，主要在于11月中旬债券市场剧烈调整，导致公司债取消发行规模创近年新高。

图表1. 新增社融构成和变化（单位：亿元）

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	19,900	11,400	(648)	(88)	(365)	190	596	788	6,520
环比	10,821	6,969	76	(558)	(304)	2,347	(1,729)	0	3,729
同比	(6,109)	(1,573)	(514)	(123)	1,825	573	(3,410)	(506)	(1,638)

资料来源：万得，中银证券

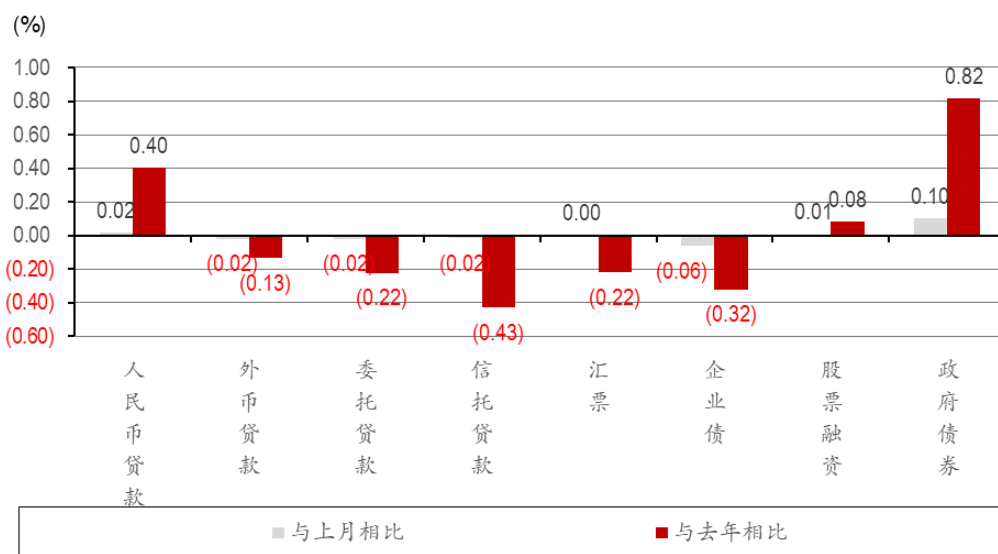
图表2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	10,752	(263)	1,384	8,027
环比	7,045	1,485	(1,729)	4,020
同比	(2,087)	2,275	(3,916)	(2,381)

资料来源：万得，中银证券

受债市波动影响，直接融资占比下降。从社融存量结构来看，2022年11月与上月相比，人民币贷款占比上升0.01%，政府债券占比上升0.10%，表外融资规模持续压降，合计环比下降0.04%，直接融资占比下降0.05%。与去年同期相比，人民币贷款和政府债券占比分别上升0.40%和0.82%，企业债券占比下降0.32%。11月利率水平较上月快速上行，在债券收益率曲线快速抬升的情况下，部分发行人选择取消发行，等待更佳的发行时间窗口，导致企业债融资占比下降。

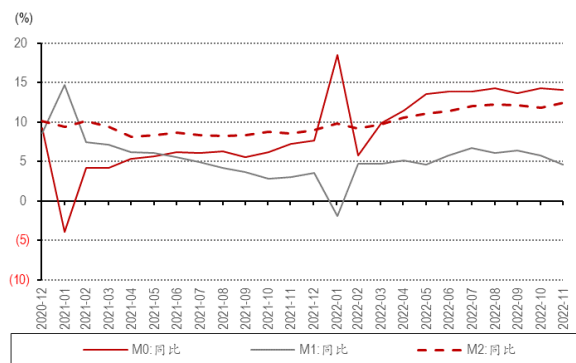
图表3. 社融存量结构变化



资料来源：万得，中银证券

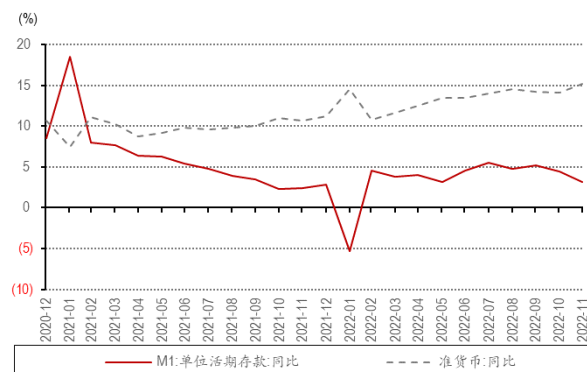
M2-M1 剪刀差再度走阔。11月M2同比增长12.4%，较上月上升0.6个百分点；M1同比增长4.6%，较上月下降1.2个百分点；M0同比增长14.1%，较上月下降0.2个百分点。11月单位活期存款同比增长3.14%，较上月下降1.25个百分点，准货币同比增长15.21%，较上月上升1.13个百分点。11月M2-M1剪刀差再度走阔，其中M2同比增速上升，一定程度上受到11月中旬开始的理财赎回潮影响，部分理财资金回流至定期存款导致M2大幅上升至年内最高水平，但M1同比增速下降也反映出实体经济复苏缓慢的情况。社融-M2剪刀差走阔，反映出资金空转再度加剧。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

企业中长贷延续改善，居民中长贷不见好转。11月新增贷款1.21万亿元，同比少增600亿元，小幅低于预期。其中居民贷新增2627亿元，同比少增4710亿元，企业贷新增8837亿元，同比多增3158亿元。11月新增贷款小幅低于预期，但结构持续优化，增量主要来源于企业中长贷，具体来看：企业端方面，企业新增中长贷、短贷、票据分别为7367亿元、-241亿元、1549亿元，企业中长贷连续四个月维持同比多增，四季度增量政策持续发力，企业中长贷改善势头良好。居民端方面，居民户新增中长贷2103亿元、短贷新增525亿元，其中居民中长贷同比少增3718亿元，与上月基本持平，11月虽然有“三支箭”融资政策陆续推出，但居民购房意愿仍处于近年来最低水平，预计后续仍将推出需求端刺激政策改善居民信心。

居民存款大幅增长。11月人民币存款新增2.95万亿元，同比多增1.81万亿元，其中居民存款新增2.25万亿元，同比多增15192亿元，企业存款增加1976亿元，同比少增7475亿元，财政存款减少3681亿元，同比少减3600亿元，非银存款新增6680亿元，同比多增6937亿元。本月居民存款呈现超季节性多增，主要原因在于理财赎回潮导致居民端部分理财资金转移至存款，截止至11月全年居民存款已增加14.95万亿元，大幅超出往年水平，银行存款产品的利率下行压力加大。

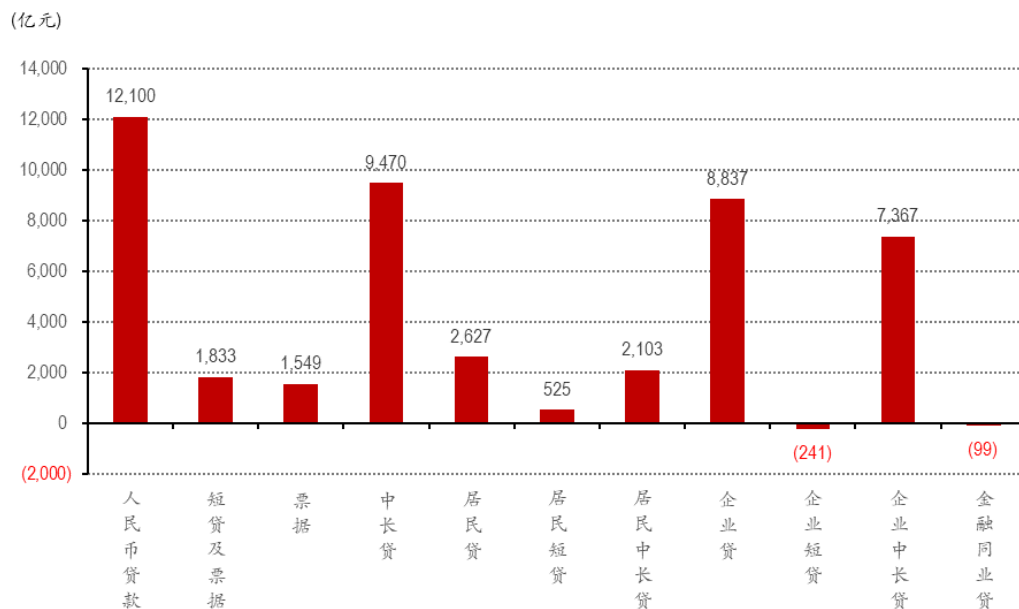
图表 6. 新增存贷款变化（单位：亿元）

	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	29,500	22,500	1,976	(3,681)	6,680	2,025
环比	31,344	27,603	13,676	(15,081)	4,632	514
同比	18,100	15,192	(7,475)	3,600	6,937	(154)
	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	12,100	1,833	9,470	2,627	8,837	(99)
环比	5,948	2,283	4,515	2,807	4,211	(1,239)
同比	(600)	(1,699)	232	(4,710)	3,158	265

资料来源：万得，中银证券。

本月社融规模低于市场预期，我们认为后期关注点主要包括：1. 信贷结构优化，但居民中长贷仍是主要拖累，在房地产企业端融资环境改善的情况下，居民端预期不见改善，在实体内生信贷需求完全修复前，可期待进一步下调 5 年期 LPR 报价；2. 今年以来居民存款大幅增加，且理财赎回潮加剧了理财资金回流定期存款，银行负债成本加大，可期待存款挂牌利率再次下调。

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券。

风险提示：国内通胀超预期；流动性环境趋紧；国内新冠疫情影响扩大。

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_50095

