

2022 年 12 月 12 日

杠杆仍加在企业端——11 月社融数据点评

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● **事件：**中国 11 月社会融资规模增量为 1.99 万亿元，预期 2.17 万亿元，前值 9079 亿元。新增人民币贷款 1.21 万亿元，预期 1.32 万亿元，前值 6152 亿元。M1 同比增长 4.6%，M2 同比增长 12.4%。

● **宽信用政策拉动信贷回升，同比小幅少增；企业中长贷强、居民弱**

11 月新增人民币信贷 1.21 万亿，同比少增 600 亿元。信贷环比回暖，同比小幅下降，结构上企业强、居民弱，票据融资回落。居民端新增信贷 2627 亿元，较上年少增 4700 亿。居民中长贷为主要少增项，同比少增 3718 亿元、较过去三年均值少增 3000 亿元；居民短贷少增 990 亿元。11 月，国内多城市疫情散发，居民消费和投资意愿受到影响。居民购房需求疲弱，一、二线城市地产销售面积同比继续下行，拖累中长期信贷。同时，尽管 11 月防疫优化开启，但短期内消费难有起色，拖累居民短贷。企业端新增信贷 8837 亿元，同比多增 3100 亿元，其中企业中长贷表现更佳，11 月同比多增 3950 亿（10 月为 2433 亿）。企业端的信贷增长主要得益于金融机构对基建、制造业、科技等领域的大力支持。11 月信贷工作座谈会央行表示“商业银行要发挥‘头雁’作用”，“扩大中长期贷款投放”，并提出“加大金融对稳经济大盘重点领域支持力度”。此外，央行全面降准释放流动性支持房地产、基建等领域企业，故信贷较上月有所回升。而企业短贷则同比少增 650 亿元，体现经济仍面临一定下行压力。11 月表内票据融资同比少增 56 亿（10 月同比多增 745 亿元），表明 11 月票据冲量现象有所缓解，票据利率也整体处于较高位。

● **社融继续大幅少增，表外融资为主要支撑，贷款和债券融资较差**

11 月新增社融 1.99 万亿元，环比有所好转，但同比少增 6000 亿，较近三年均值少增 2500 亿元。社融存量增速为 10%，延续下行。社融总量不及季节性，结构上除表外信托、票据外均为同比少增，企业债券、人民币信贷、政府债券为主要的拖累项。社融口径人民币信贷新增 1.14 万亿，同比少增 1600 亿元。贷款端，稳增长相关支持政策推动企业中长贷高增，其余均弱，体现居民消费和投资需求不振。企业债券较上年少增 3400 亿元，较近三年同期均值少增 2100 亿，债券融资回落可能与 11 月债券市场波动有关。政府债券方面，同比少增 1600 亿元，但与近三年均值相比多增 1800 亿元。2022 年由于财政的前置，导致专项债后续无力，11 月新增专项债发行量仅为 455 亿，比较符合 2021 年之前年份的季节性规律。地方政府 2023 年专项债提前批额度已陆续下达，根据福建省披露数据，可以推断 2023 年专项债提前批整体规模会高于 2022 年，我们预计 2023 年初政府债券将对社融形成支撑。表外融资为本月社融的拉动项，其中信托贷款同比少减 1825 亿元、表外票据同比多增 573 亿元。体现宽信用背景下企业对非标融资的需求有所增加。

● **M1 降、M2 升，居民存款大幅增长；社融-M2 负缺口扩大反映资金可能空转**

11 月 M1 同比增长 5.8%，较上月下降 1.2 个百分点。M2 维持高位，增速提高 0.6 个百分点至 12.4%。存款端较上月回暖，居民存款同比大幅多增 1.5 万亿，企业存款同比少增 7400 亿，非银机构存款同比多增 6937 亿元。财政存款减少 3681 亿元，同比少减 3600 亿元，指向 11 月财政支出有所下降。社融-M2 负缺口扩大 0.9 个百分点至 -2.4%，或指向 11 月全面降准以及结构性货币政策投放大量流动性，并未有效地拉动实体经济融资需求，宽信用传导不佳，可能存在资金空转现象。

● **预计 2023 年宽信用将持续支持稳增长重要领域**

向后看，信用端，年内社融增速预计继续回落。展望 2023 年，随着防疫不断优化，经济复苏动能加大，预计宽信用将持续，继续支持基建、制造业，托底地产，多重因素拉动实体经济融资需求回暖，同时结构性货币政策、准财政等继续担任宽信用主力，我们测算 2023 年社融增速可能前低后高，全年增速为 11% 左右。货币端，预计短期货币将维持宽松，降准之后可能有降息，但流动性可能在 2023 年二季度后逐渐收敛。

● **风险提示：**国内疫情反复超预期，政策执行力度不及预期。

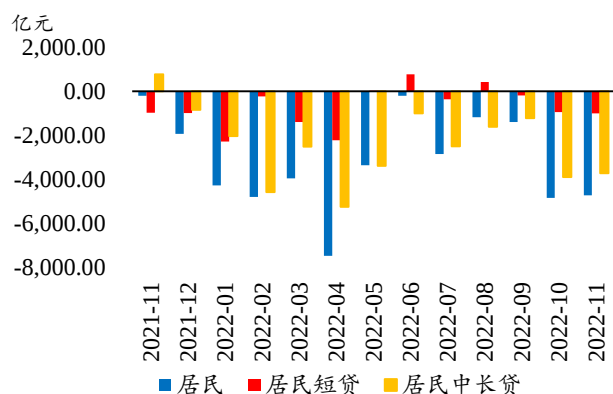
相关研究报告

《后疫情时代来临，突出做好稳增长——宏观周报》-2022.12.11

《通往繁荣之路——2023 年宏观展望——宏观深度报告》-2022.12.8

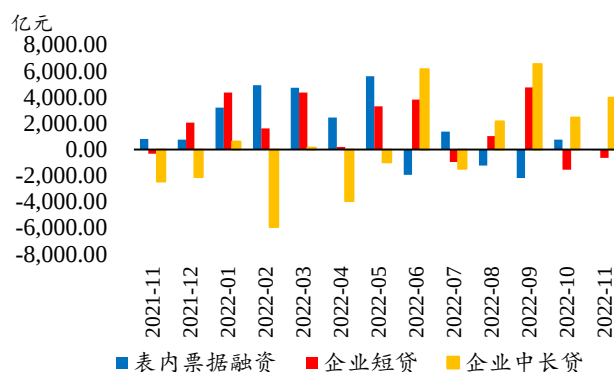
《迈进后疫情时代——12 月政治局会议点评——宏观经济点评》-2022.12.7

附图 1：居民信贷连续两月大幅少增



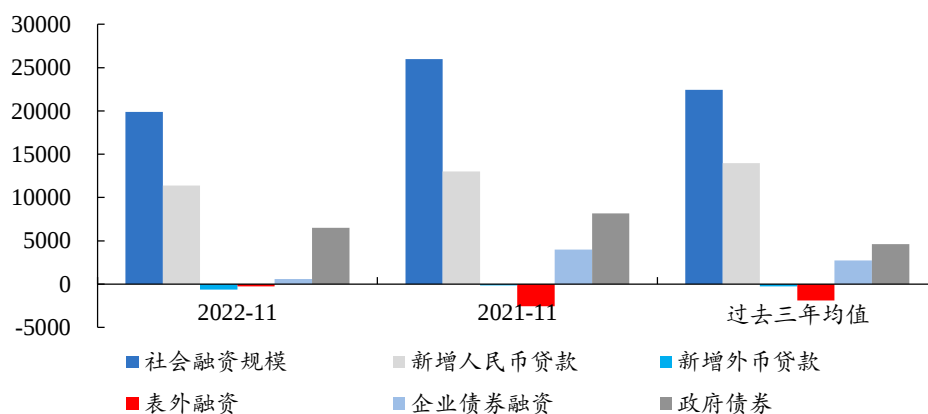
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：图中为同比多增量

附图 2：企业中长贷同比大幅多增



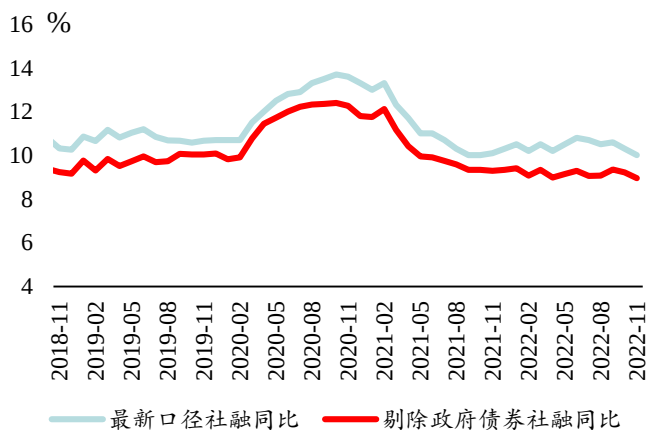
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：图中为同比多增量

附图 3：11 月社融同比少增



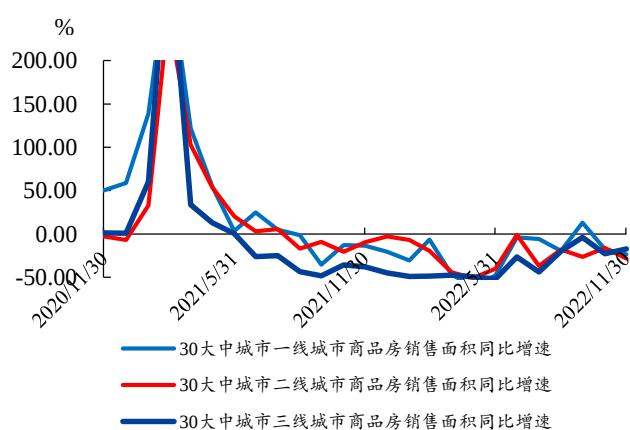
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：单位：亿元，图中为同比多增量

附图 4：社融存量同比继续回落



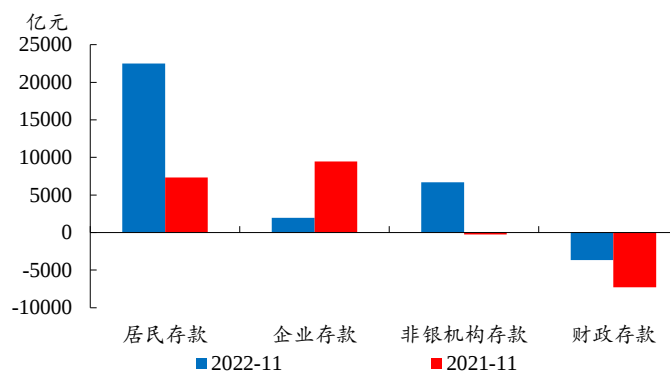
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：一、二线城市房地产销售下行



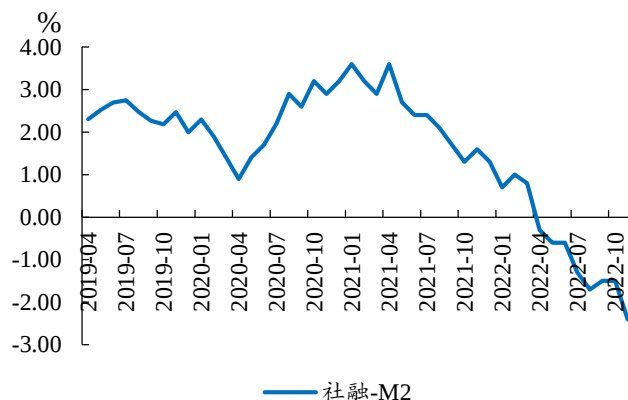
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：11 月居民存款大幅增长



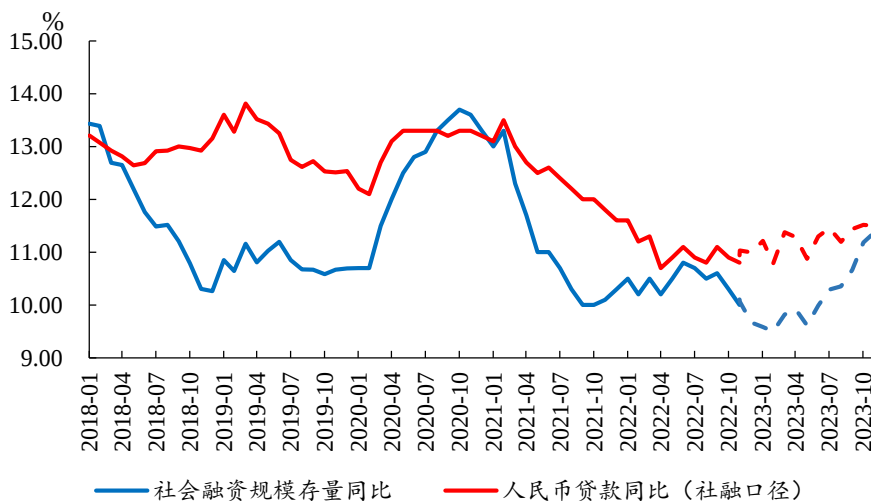
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：图中为同比多增量

附图 7：社融-M2 负缺口扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：2023 年社融和信贷增速将回升



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：虚线为预测值

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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_50096

