

证券研究报告

银行

中性（维持）

信贷多增但结构未改善，社融增速降至个位数

证券分析师

刘志平

投资咨询资格编号:S1060517100002  
电话  
邮箱 LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

研究助理

李晴阳

一般从业资格编号: S1060118030009  
邮箱  
LIQINGYANG876@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

事项：

央行公布11月金融和社融数据：11月新增人民币贷款1.25万亿元，同比多增1267亿；人民币存款增加9507亿元，同比少增6148亿；新增社融1.52万亿，比上年同期少3948亿，增速为9.9%；M2增速8%，增速与上月末持平，比上年同期低1.1个百分点。

平安观点：

■ 11月监管引导下信贷多增，但对公贷款依然疲弱

11月末，本外币贷款余额140.8万亿元，同比增长12.6%，增速同环比分别降低0.7pct、0.2pct。11月新增人民币贷款1.25万亿，同比多增1267亿，规模多增我们认为主要源于近期监管多政策并举强化对银行信贷投放的引导和干预。但信贷投放的结构仍未见改善：1) 新增居民贷款6560亿，同比多增355亿，居民短期和中长期贷款分别同比多增141和213亿，表现相对平稳。2) 非金融企业贷款新增5764亿，同比多增538亿，其中企业短期贷款表现依然羸弱，本月负增140亿，同比多减337亿，中长期贷款新增3295亿，同比少增980亿；一般贷款缺口仍然由票据多投弥补，11月新增票据投放2341亿，同比多增1956亿，增幅超过前两个月。11月非银金融机构贷款新增277亿，较10月转负为正，但同比少增了1549亿。整体来看，虽然监管不断强化信贷投放的引导，但在需求较弱下整体结构的改善还需时日。

■ 社融增速下行至个位数，年末表外非标压缩节奏放缓但债融明显多增

11月新增社融1.52万亿，环比超10月规模的两倍，但同比仍少增3948亿，可比口径下余额增速同环比续降4pct/0.3pct至9.9%，加速下行首现个位数增速。结构来看：1) 表外非标融资压降有惯性，委贷+信托+未贴现票据总规模表外减少1904亿元，同比多减3633亿，环比少减771亿，压缩节奏边际放缓，其中信托贷款和未贴现承兑汇票仅缩降467亿、127亿，分别环比少减806亿、126亿。2) 股票融资持续低迷下，企业债本月有所回暖，净融资3163亿，同环比分别多增2310亿、1782亿。3) 对实体经济发放的人民币贷款贡献社融主要增量，本月新增1.23万亿，同环比分别多增874亿、5159亿。4) 11月地方政府专项债负增332亿，同比少增2614。

■ 11月居民存款多增，M1接近历史最低，剪刀差继续走扩

11月人民币存款增长9507亿，同比少增6148亿。具体来看，企业和居民新增存款分别较10月由负转正，企业存款增加7335亿，较上年同期基本保持平稳（同比多增154亿）；居民存款增加7406亿，较17年同比多增5951亿，是本月存款的主要增量

来源。本月存款缺口主要来自财政存款规模收降 6643 亿 ( 同比多减 6265 亿 ) , 以及非银金融机构存款新增 3125 亿 ( 同比少增 1247 亿 ) , 主要是年末财政加速支出托底经济。

11 月 M2 增速环比企稳, M1 增速再创新低。11 月 M2 增速 8%, 底部持平上月, 较上年同期低 1.1 个百分点; M1 增速探底至 1.5%, 较上月末和上年同期低 1.2 和 11.2 个百分点, 目前已经接近历史最低水平 ( 2014 年 1 月的 1.2% ) 。在 M1 增速进一步下探影响下, 剪刀差继续负向走阔至 6.5%。

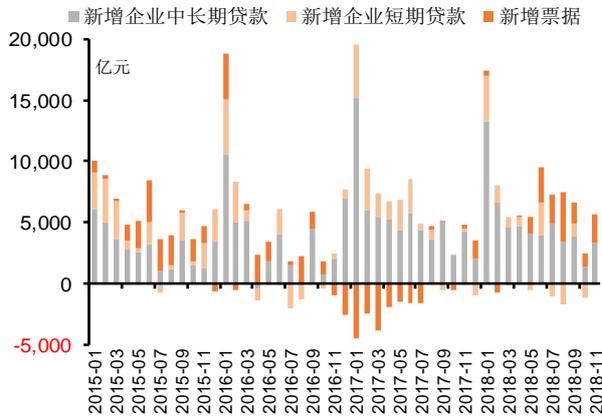
#### ■ 投资建议:

11 月社融增速下行创新低首次降至个位数, 虽然贷款稳健投放、企业债融也有所回暖, 但表外萎缩还在延续以及地方政府专项债年末缩量的影响下社融增速继续回落。11 月在监管不断强化引导信贷投放下, 贷款较上年同期小幅多增, 但需求疲弱的背景下强信贷支持下的增量资金多投放到票据, 对公一般贷款的新增情况依旧不好。同时 M1 增速下探接近历史底部也可以说明经济的动能持续回落。目前板块 PB 连续回调对应 18 年 0.83 倍左右, 短期板块估值难言修复, 继续推荐招行、宁波、常熟、中信、上海、农行。

#### ■ 风险提示:

- 1) 资产质量受经济超预期下滑影响, 信用风险集中暴露。银行业与国家经济发展息息相关, 其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑, 势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度, 从而影响行业利润增速。
- 2) 政策调控力度超预期。18 年以来在去杠杆、防风险的背景下, 行业监管的广度和深度不断加强, 如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期, 可能对行业稳定性造成不利影响。
- 3) 市场下跌出现系统性风险。银行股是重要的大盘股组成部分, 其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险, 市场整体估值向下, 有可能带动行业股价下跌。
- 4) 部分公司出现经营风险。银行经营较易受到经济环境、监管环境和资金市场形势的影响。假设在经济下滑、监管趋严和资金趋紧等外部不利因素的催化下, 部分经营不善的公司容易暴露信用风险和流动性风险, 从而对股价造成不利影响。

图表1 企业一般贷款同比少增, 票据贡献主要增量



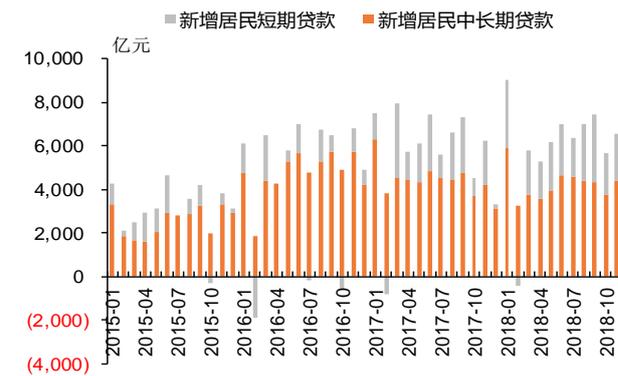
资料来源: 人民银行、平安证券研究所

图表2 企业新增中长期贷款占比在50%左右震荡



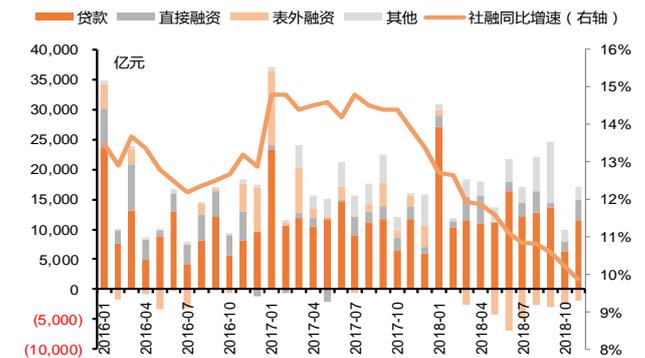
资料来源: 人民银行、平安证券研究所

图表3 居民短期和中长期贷款同比多增



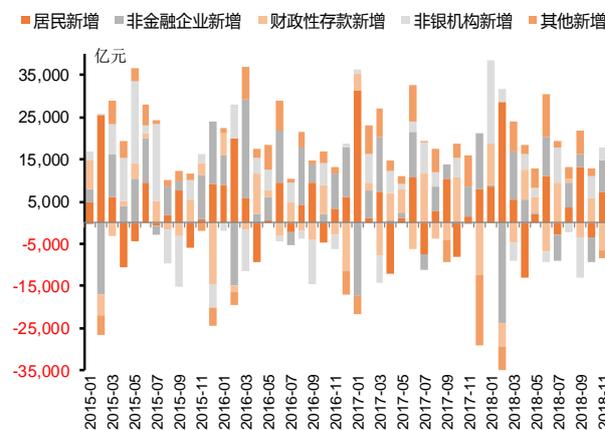
资料来源: 人民银行、平安证券研究所

图表4 社融增速均延续下行



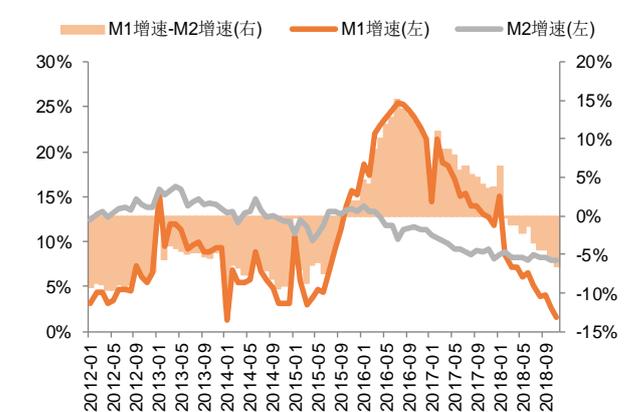
资料来源: 人民银行、平安证券研究所; 注: 17年1月后增速采用新口径下社融增速

图表5 11月居民存款多增



资料来源: 人民银行、平安证券研究所

图表6 M1增速再创新低, 剪刀差再负向走阔



## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033