

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。**其中两条值得关注的线索：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。

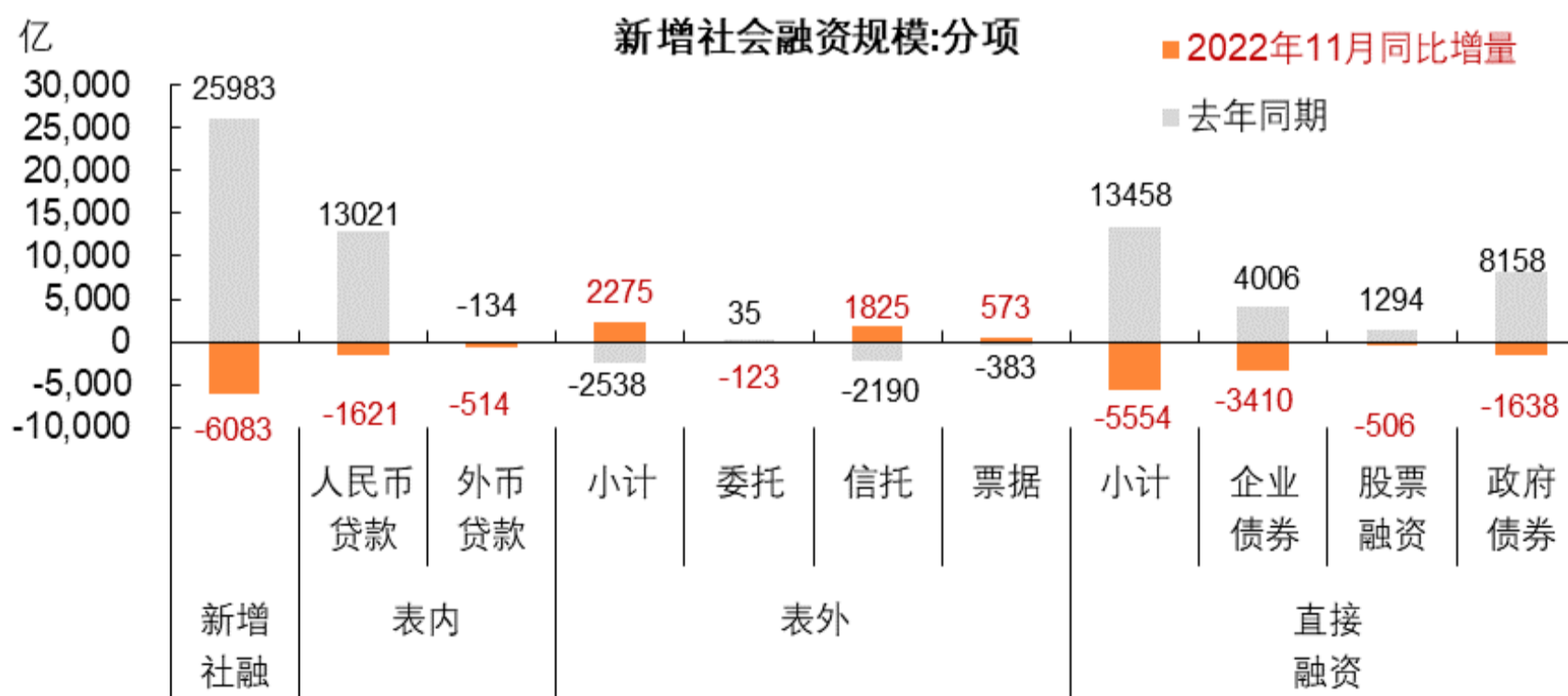
二是，直接融资规模缩量，是社融的首要拖累所在。

- **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



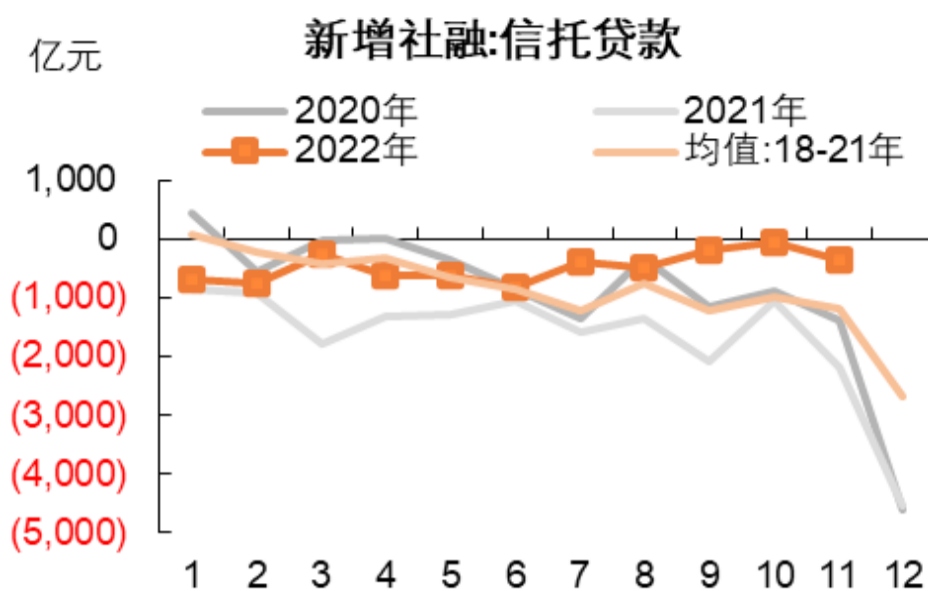
资料来源: Wind, 平安证券研究所

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：

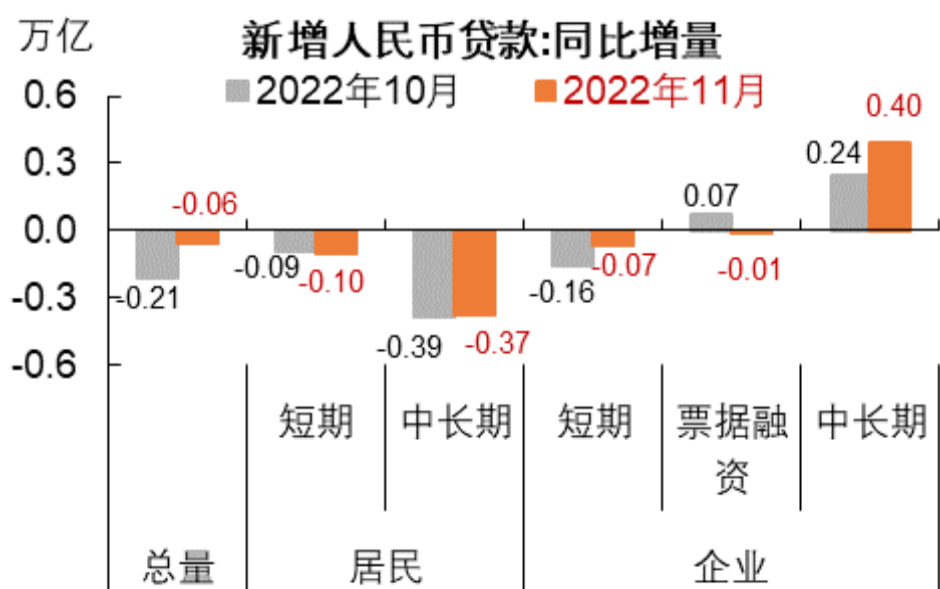
居民贷款继续同比缩量。

- 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。

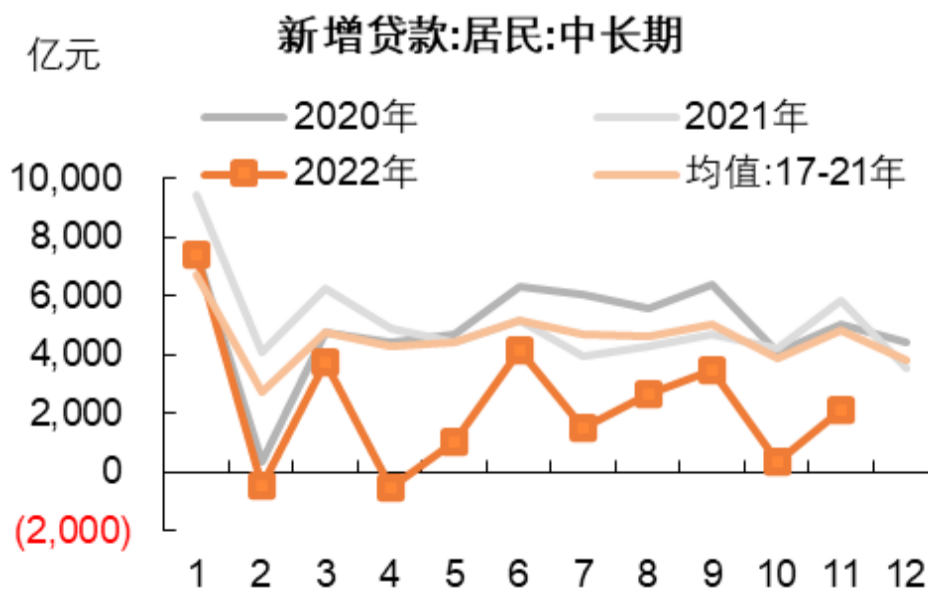
- 1) **企业短期贷款**同比多减651亿元，相比2019-21年同期均值多减1170亿元。
- 2) **企业中长期贷款**同比多增3950亿元，相比2019-21年同期均值多增2864亿元。
- 3) **票据融资**同比少增56亿元，相比2019-21年同期均值多增538亿元。
- 当前，企业中长期贷款投放的重点仍在基建、制造业及房地产领域。稳增长政策在促进基建实物工作量形成、稳定房地产企业融资、加快结构性再贷款工具投放方面继续发力，以此提振企业中长期贷款表现。**值得关注的是**，政策性银行是11月稳信用的重要渠道。11月政策性银行净新增PSL规模达3765亿元，这仅次于2014年12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



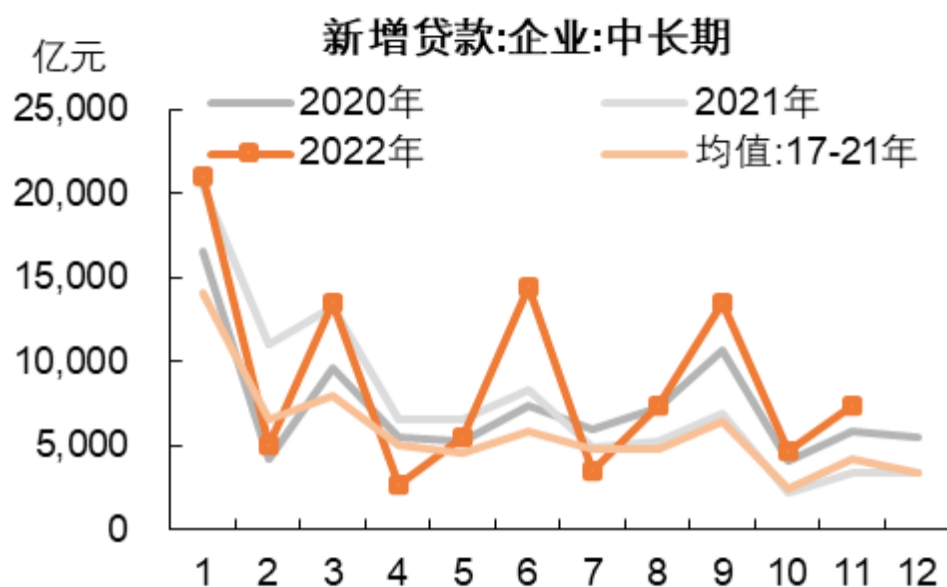
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 11月居民中长期贷款增量为去年同期的36.1%



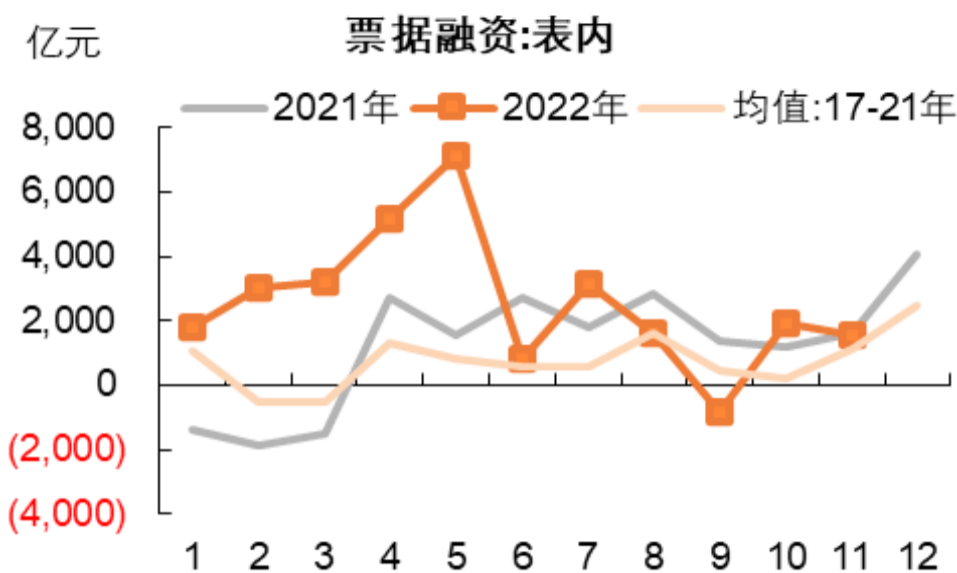
资料来源: Wind,平安证券研究所

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

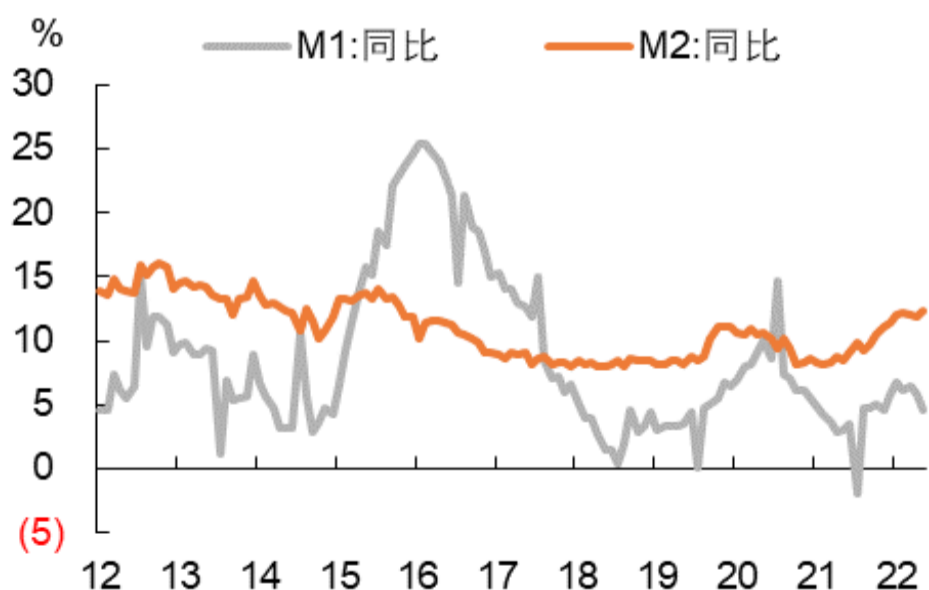
三、M1增速下行，M2增速提升

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2018-20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。

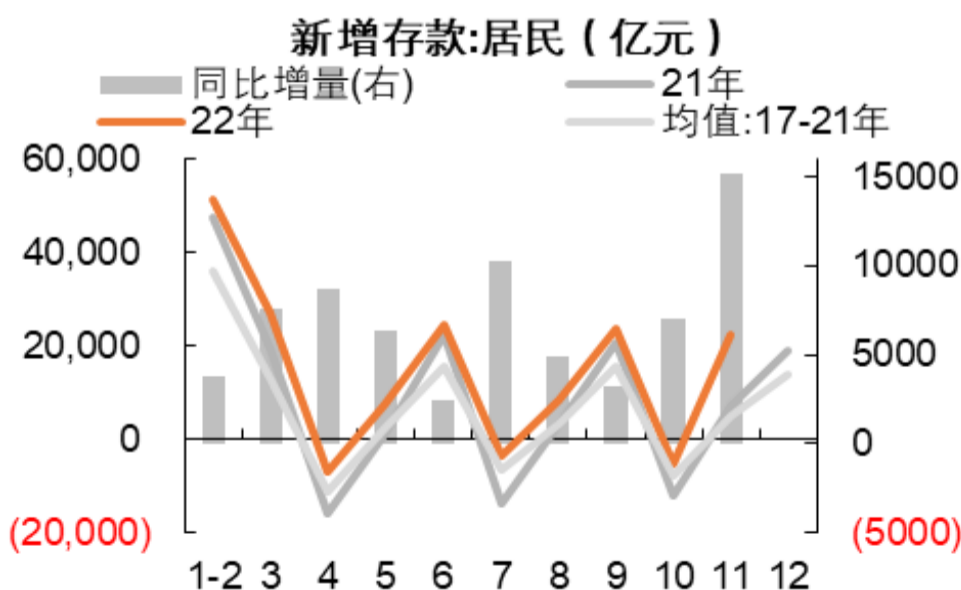
二是，债券市场大幅调整背景下，居民存款同比增量创年内新高，非银存款也同比多增。11月居民存款较去年同期高出1.5万亿，同比增量创年内新高；非银存款同比多增6937亿元，相比2018-20年同期也多增1601亿元。债券市场短期大幅调整背景下，居民大量赎回破净理财产品，加剧了信用债市场的踩踏式卖出，也使得居民存款同比更大幅度增加；非银机构受益于风险蔓延下央行加大流动性投放力度，面对年末考核将至的市场调整，也希望减持资产，因而存款出现高增。

图表8 11月M1同比增速下行，M2同比增速提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 11月居民存款同比增量创年内新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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他人。

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代行使独立判断。

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2022版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层 邮编:100033