

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

宽信用的主力仍是企业部门

2022年12月13日

- **居民与企业贷款需求进一步分化。**11月新增信贷同比少增600亿元，低于预期。分项上，居民贷款明显拖累，一是房价下行趋势下居民购房意愿低迷，二是疫情反弹和感染率上行，居民投资与消费意愿受到压制。企业中长贷在多项政策工具驱动下，延续回升趋势。前期落地的政策性发行性金融工具、新增专项债、各项再贷款等，正不断取得成效。其他分项上，企业短贷与票据融资均同比少增。
- **社融增速回落，企业和政府债融资拖累最大。**11月社融增速降至10%，增幅下滑。分项上企业债融资同比少增幅度最大，主要受到去年高基数的影响。彼时房企面临流动性收缩压力，“三道红线”约束下开发贷款增速下行，房企发债融资力度加大。今年11月房企发债规模环比有所提升，但当月到期规模较大，导致净融资额明显下滑。其他分项上，政府债融资同比少增主要受发行节奏错位的影响，表外融资三项呈现为正向贡献，外币贷款受汇率影响表现为同比少增。
- **居民储蓄率高企，M2增速再创新高。**11月M2增速上升0.6个百分点至12.4%，刷新年内新高，M1增速降至4.6%。分项上看，企业存款拖累、居民存款贡献存款增长的特征明显。其中企业存款同比少增与企业短贷、债券融资等增幅回落有关，派生存款相应减少。居民存款高增则直接反映了投资与消费倾向低迷之下，居民储蓄率高企的结果
- **企业部门引领新一轮宽信用。**在前期2000亿保交楼专项借款、第二支箭支持民营企业债券融资、第三支箭支持房企股权融资等政策的支持下，房企融资有望迎来改善。从当前政策部署来看，企业部门是引领新一轮宽信用的先锋，相关政策仍有进一步加码的空间。关注本月中央经济工作会议定调，以及限购限贷等需求刺激政策、LPR下调等落地的可能性。
- **风险因素：**防疫政策调整早期感染率上升，国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。

目 录

| | |
|----------------------------|---|
| 一、居民与企业贷款需求进一步分化..... | 3 |
| 二、社融增速回落，企业和政府债融资拖累最大..... | 5 |
| 三、居民储蓄率高企，M2 增速再创新高..... | 6 |
| 四、宽信用仍缺少关键一环..... | 7 |
| 风险因素..... | 8 |

图 目 录

| | |
|--|---|
| 图 1: 11 月新增人民币贷款再度同比少增..... | 3 |
| 图 2: 今年新增信贷季末冲高、季初回落的季节性特征尤其明显..... | 3 |
| 图 3: 70 城房价数据显示，10 月一线城市房价连续第 2 月环比下跌..... | 4 |
| 图 4: 30 城商品房成交数据显示，当前地产销售仍大幅不及往年同期水平..... | 4 |
| 图 5: 11 月企业中长贷延续回升趋势..... | 5 |
| 图 6: 11 月新增社融同比少增 6083 亿元..... | 6 |
| 图 7: 11 月美元兑人民币汇率中枢处于低位..... | 6 |
| 图 8: 11 月 M2、M1 增速剪刀差扩大..... | 7 |
| 图 9: 11 月新增人民币存款分项表现..... | 7 |
| 图 10: 房地产融资仍在磨底..... | 8 |
| 图 11: 房地产开发资金来源中的主要分项占比..... | 8 |

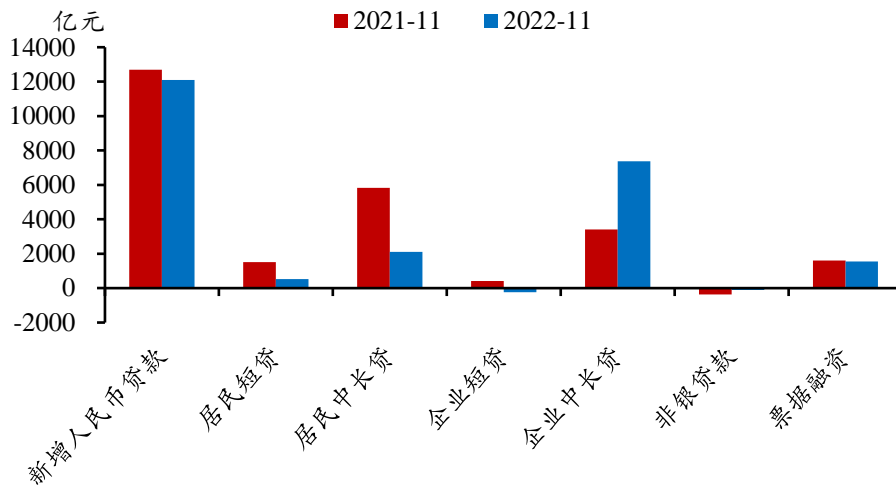
事件：

12月12日，央行公布11月金融数据：新增人民币贷款1.21万亿元，预期1.32万亿元，前值6152万亿元。新增社会融资规模1.99万亿元，前值9079亿元。M2同比增长12.40%，预期11.72%，前值11.80%。

一、居民与企业贷款需求进一步分化

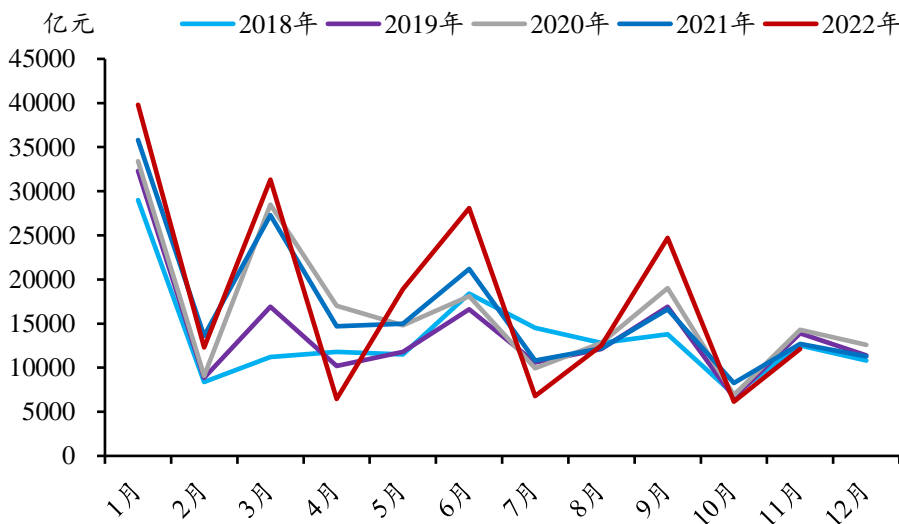
新增信贷同比少增，低于市场预期。11月新增人民币贷款1.21万亿元，同比少增600亿元。今年以来，新增人民币贷款季末冲高、季初回落的季节性特征尤其明显，但季中表现不一。除了5月份之外，2、8、11月份的新增信贷均出现同比少增（参见图2）。

图 1：11月新增人民币贷款再度同比少增



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：今年新增信贷季末冲高、季初回落的季节性特征尤其明显



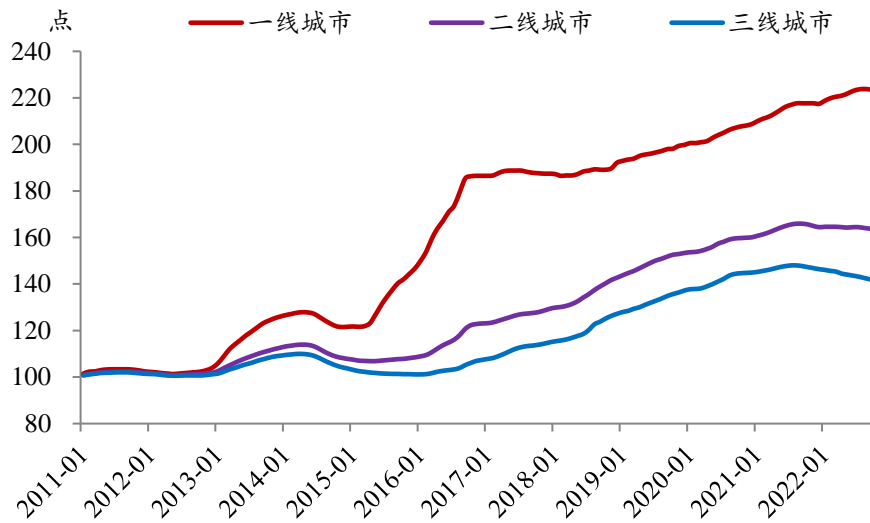
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从分项上看：

1) 居民房贷持续拖累。11月居民中长贷同比少增3718亿元，为最大拖累项。10月全国新房房价延续下行趋势，一线城市房价连续第2个月环比下跌。叠加当前正处于防疫政策调整的早期阶段，全国多个主要城市相继迎来感染高峰，对居民的购房意愿形成明显压制。反映到销售层面，当前商品房成交情况仍大幅不及往年同期水平。

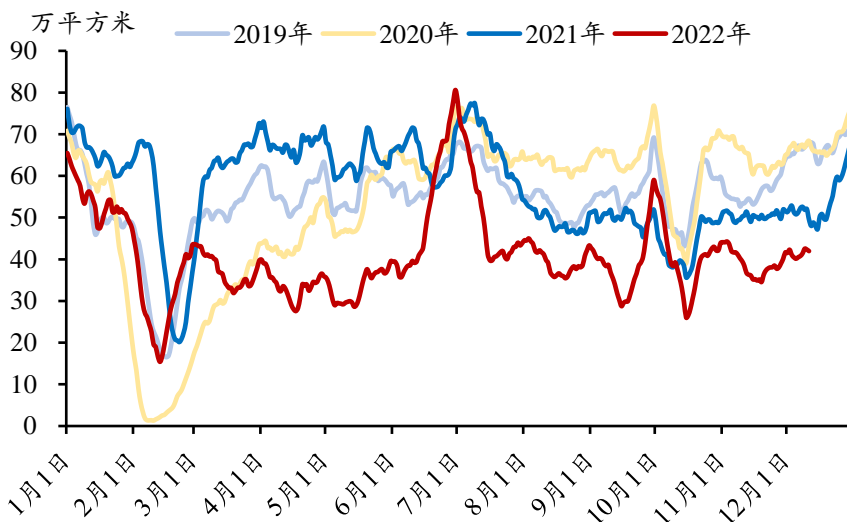
居民短贷同比少增。同样受疫情反弹和感染率上行的影响，居民消费的复苏动能偏弱，11月居民短贷同比少增992亿元，为第二大拖累项。

图 3：70 城房价数据显示，10 月一线城市房价连续第 2 月环比下跌



资料来源: Wind, 信达证券研发中心
 注: 数据根据 70 城房价指数测算而来

图 4：30 城商品房成交数据显示，当前地产销售仍大幅不及往年同期水平

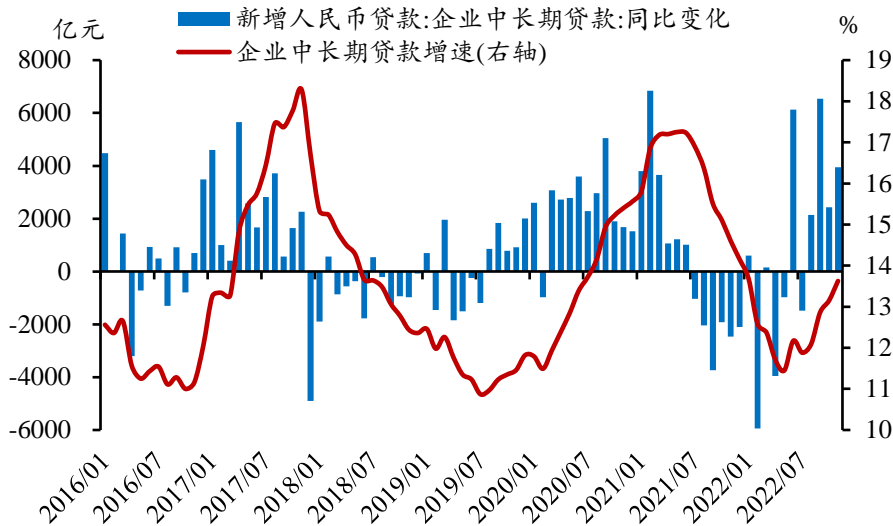


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 多项政策工具驱动下，企业中长贷延续回升趋势。今年5月份以来，企业中长贷增速触底回升，8-11月新增企业中长贷连续4个月同比多增，增量合计超1.5万亿。企业中长贷回升是多项政策工具落地生效的结果，包括政策性开发性金融工具、新增专项债、设备更新改造再贷款等多项再贷款工具、监管部门鼓励加大制造业中长期贷款和房地产信贷投放等。

企业短贷同比少增651亿元，与疫情影响下企业经营活动受限、出口持续回落等因素相关。

3) 票据融资同比少增56亿元。随着2022年接近尾声，全年信贷额度接近使用完毕，银行做多票据以填充信贷规模的意愿有所下降。

图 5：11 月企业中长贷延续回升趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、社融增速回落，企业和政府债融资拖累最大

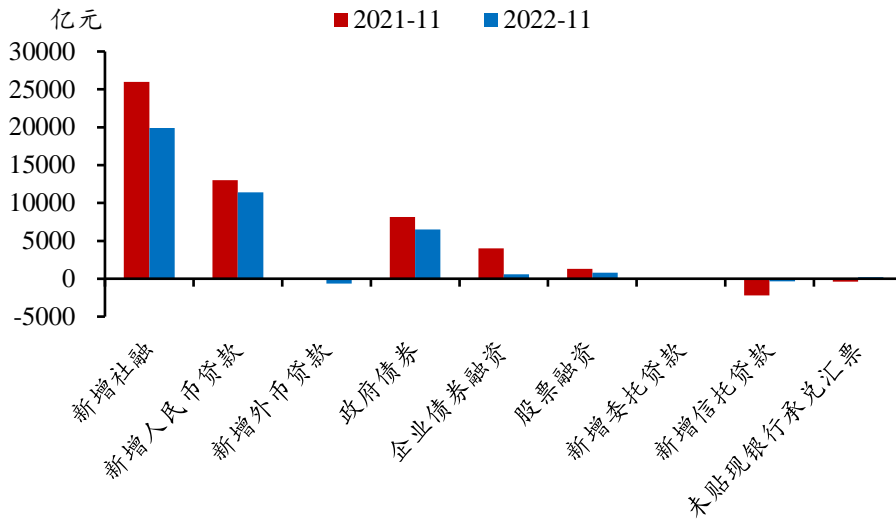
社融增速回落，增幅下滑。11月新增社融规模1.99万亿元、同比少增6083亿元，社融存量增速10.0%，较上月下降0.3个百分点。分项上看：

1) 高基数影响下，企业债融资同比少增3410亿元。2021年11月新增企业债融资4006亿元，基数较高。彼时房地产企业正面临流动性收缩的压力，“三道红线”新规约束下开发贷款增速下行，房企因此加大了发债融资力度。今年11月“第二支箭”落地支持房企融资，当月房企发债规模有所回升，但同时到期量较大，导致净融资额明显下滑。受去年高基数的影响，今年11月企业债融资同比少增幅度较大。

2) 发行节奏错位下，政府债融资同比少增1638亿元。2021年下半年新增专项债提速发行，11月发行规模高达5761亿元。今年以来政府债发行节奏前置，新增专项债限额基本于上半年发行完毕，11月发行规模仅455亿元。受发行节奏错位的影响，今年11月政府债融资同比少增幅度较大。

3) 表外融资呈现为正向贡献，合计同比少减2275亿元。其中新增委托贷款同比多减123亿元，基础设施投资基金中以委托贷款形式落地的部分基本投放完毕。新增信托贷款同比少减1825亿元、新增未贴现银票同比多增573亿元，主要由于去年处于资管新规过渡期内，金融机构持续压缩表外融资，从而基数较低。

其他分项上，新增外币贷款同比少增514亿元，与11月美元兑人民币汇率中枢仍位于7.18的低位有关，企业外汇兑付成本较高，从而外币贷款需求收缩。股票融资同比少增506亿元，社融口径下新增人民币贷款同比少增1621亿元。

图 6：11 月新增社融同比少增 6083 亿元


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：11 月美元兑人民币汇率中枢处于低位

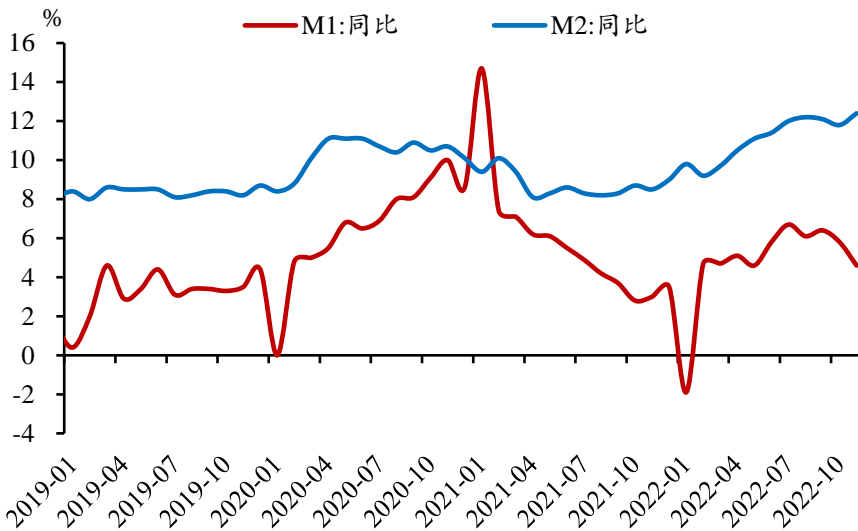

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、居民储蓄率高企，M2 增速再创新高

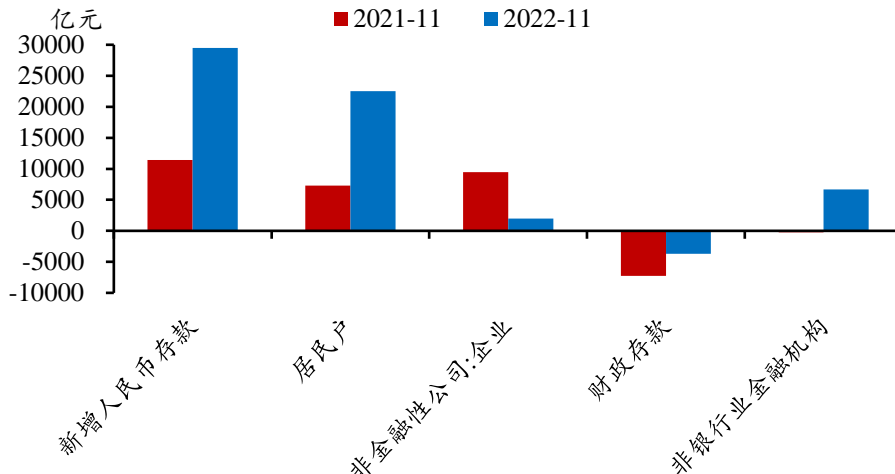
11 月 M2 增速上升 0.6 个百分点至 12.4%，刷新年内新高，M1 增速下降 1.2 个百分点至 4.6%。M2-M1 增速剪刀差扩大，反映出实体经济的资金活跃度依然偏低。

分项上看，企业存款拖累、居民存款贡献存款增长的特征明显。11 月企业存款同比少增 7475 亿元，与企业融资需求整体下滑有关。如前文所述，除企业中长贷以外，企业短贷、企业债融资等均同比少增，派生存款相应减少。与之相反，11 月居民存款同比多增 1.52 万亿元，反映出居民投资与消费倾向仍受抑制，储蓄率高企。

其他分项上，非银存款同比多增 6937 亿元，财政存款同比少减 3600 亿元。

图 8：11 月 M2、M1 增速剪刀差扩大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

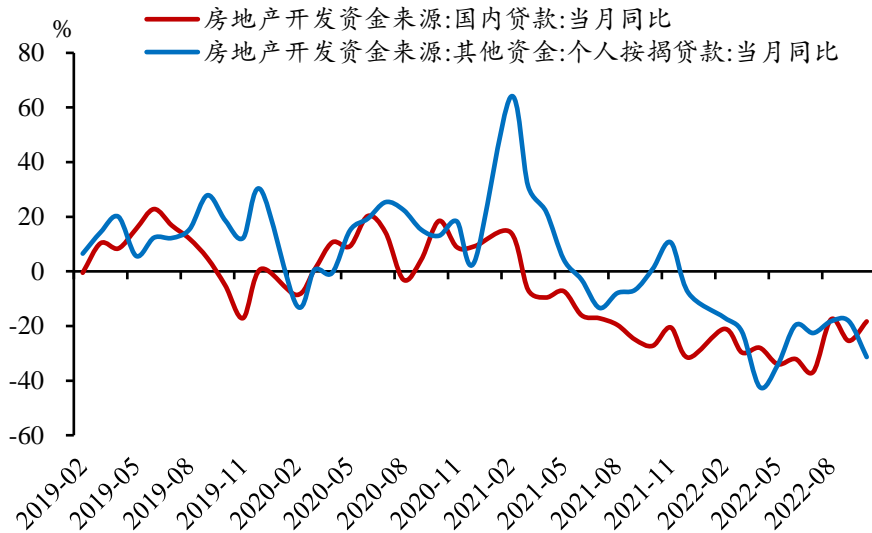
图 9：11 月新增人民币存款分项表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

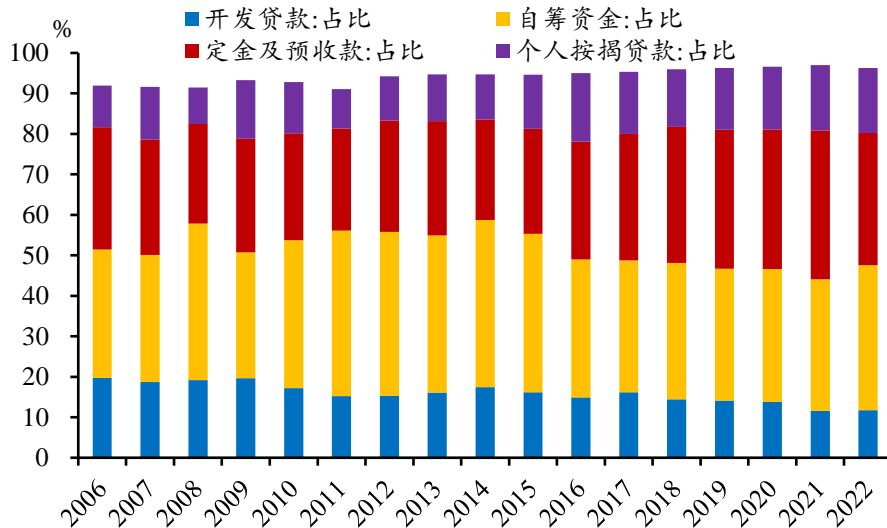
四、企业部门引领新一轮宽信用

从房地产开发资金来源的结构上看,企业、居民端的资金各占一半。企业端主要有开发贷款和自筹资金,截至 2022 年 10 月末,两项资金占比分别为 11.8%、35.8%。其中自筹资金包括房企自有资金,以及企业通过发债、股权融资等募集的资金。居民端主要有个人按揭贷款、定金及预收款,截至 2022 年 10 月末,两项资金占比分别为 16.1%、32.7%。

在已出台政策的支持下,房企融资有望率先迎来改善。当前已出台的地产纾困政策主要面向企业端,企业部门是引领新一轮宽信用的先锋。具体包括 2000 亿保交楼专项借款、第二支箭支持民营企业债券融资、第三支箭支持房企股权融资等。未来政策仍有加码空间,包括从居民端入手刺激需求,调整限购限贷政策等。关注本月中央经济工作会议定调,以及可能出现的 LPR 下调等。

图 10: 房地产融资仍在磨底


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 房地产开发资金来源中的主要分项占比

 资料来源: Wind, 信达证券研发中心
 注: 2022 年数据截至 10 月末

风险因素

防疫政策调整早期感染率上升, 国内政策推出不及预期, 美欧经济衰退等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|--|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 李佳 | 13552992413 | lijia1@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jjali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。