

**证券分析师**

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

**证券分析师**

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

**联系人**

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 社融相对平淡，宽松有望延续

——东海看数据之：11月金融数据

### 投资要点

- **事件：**12月12日，央行发布11月金融数据。11月M2同比12.4%，前值11.8%，M1同比4.6%，前值5.8%。新增人民币贷款1.21万亿元，前值为6152亿元。新增社会融资规模1.99万亿元，前值为9079亿元。社融存量增速降至10%，前值10.3%。
- **核心观点：**M2增速较大幅度上升，可能与理财赎回等因素有关，货币供给偏宽松；企业中长期贷款继续向好，可能与支持房地产企业融资、支持基建、制造业、小微企业等的宽信用力度较大有关。但11月社融表现平淡，主要受政府债、企业债少增拖累，住户端贷款比上月有所恢复，但仍然较弱，主要受多地疫情反复的扰动、房地产销售低迷等因素影响。往后看，随着疫情防控的不断放开，国内未来需求估计会缓慢复苏，但短期经济稳增长压力较大，预计货币政策将继续保持适度宽松。
- **M2-M1剪刀差再次走阔。**M2增速上升主要由于疫情的扩散，居民消费减少使得存款增多，当月新增财政存款减少3681亿元，同比少减3600亿元，可能与财政力度减弱有关；M1同比增速回落明显，可能由于房地产销售低迷拖累。M2-M1剪刀差再次走阔，体现出经济活力的下降。
- **居民贷款增长相对乏力。**11月居民部门贷款增加2627亿元，同比少增4710亿元，10月为同比少增4827亿元。从结构上看，中长期贷款新增2103亿元，同比少增3718亿元。随着保交楼稳地产措施的不断推进，新增住户中长期贷款有所回升。但11月30大中城市商品房成交面积1112万平方米，同比-33.94%，较上月下降14.1个百分点，地产销售依然较弱，地产市场信心的恢复仍需政策加码。
- **企业中长期贷款保持强劲。**企业贷款新增8837亿元，同比多增3158亿元，其中短期贷款减少241亿元，同比多减651亿元；新增中长期贷款7367亿元，同比多增3950亿元。企业中长期贷款新增保持强劲，一方面金融机构对房企融资支持力度显著加大；另一方面得益于国内基建投资的强劲表现。
- **企业债券、政府债券融资拖累社融。**从结构上看，11月份，新增政府债券融资6520亿元，同比少增1638亿元。主要由于10月加发5000亿专项债基本发行完毕和去年同期基数较高的原因。企业债券融资当月新增596亿元，同比少增3410亿元，较10月大幅回落，主要由于去年同期高基数、中长期贷款增加较多和11月中下旬债市大幅调整，基准利率快速上行导致企业融资成本上升。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；海外货币政策超预期收紧引发全球金融市场风险。

## 正文目录

1. M2-M1 剪刀差再次走阔 .....	4
2. 居民贷款增长相对乏力 .....	4
3. 企业中长期贷款保持强劲 .....	5
4. 企业债券、政府债券融资拖累社融 .....	5
5. 适度宽松的货币政策 .....	6
6. 风险提示 .....	6

## 图表目录

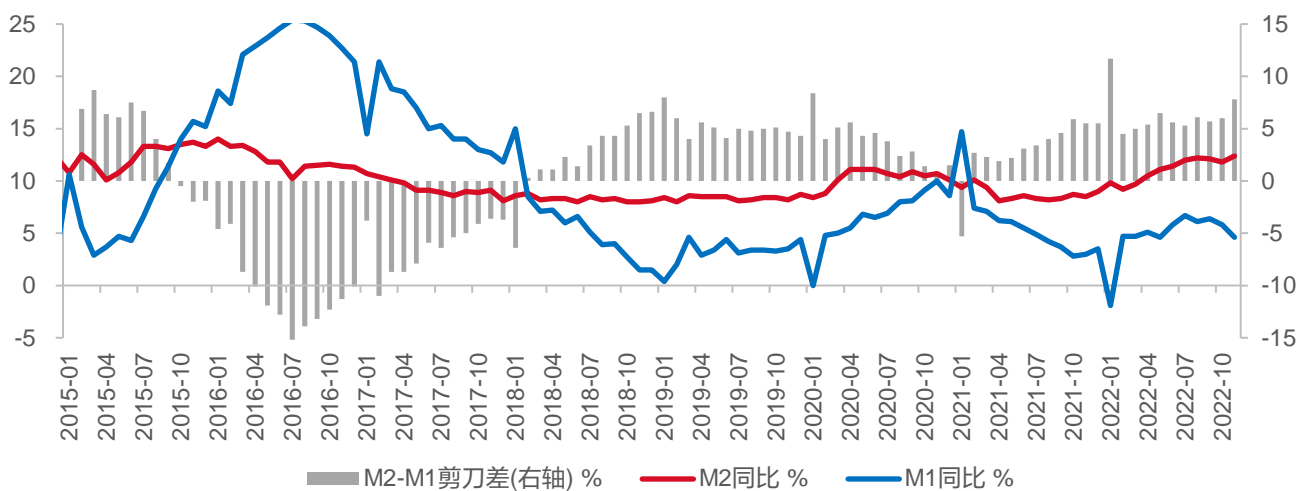
图 1 M2-M1 同比增速剪刀差, %, % .....	4
图 2 10/11 月存款同比多增结构, 亿元 .....	4
图 3 新增财政存款季节性规律, 亿元 .....	4
图 4 居民中长期贷款季节性规律, 亿元 .....	5
图 5 30 大中城市商品房成交面积及同比, 万平方米, % .....	5
图 6 10/11 月人民币贷款同比多增结构, 亿元 .....	5
图 7 企业中长期贷款季节性规律, 亿元 .....	5
图 8 企业债券融资季节性规律, 亿元 .....	6
图 9 政府债券融资季节性规律, 亿元 .....	6
图 10 MLF 到期金额和操作金额, 亿元 .....	6

**事件:** 12月12日, 央行发布11月金融数据。11月M2同比12.4%, 前值11.8%, M1同比4.6%, 前值5.8%。新增人民币贷款1.21万亿元, 前值为6152亿元。新增社会融资规模1.99万亿元, 前值为9079亿元。社融存量增速降至10%, 前值10.3%。

## 1.M2-M1 剪刀差再次走阔

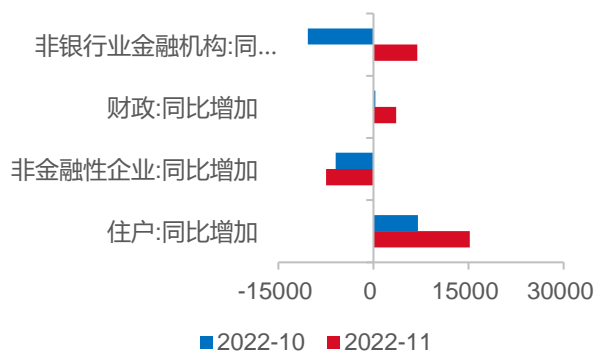
M2-M1 剪刀差再次走阔。M2 增速上升主要由于疫情的扩散, 居民消费减少使得存款增多, 当月新增财政存款减少 3681 亿元, 同比少减 3600 亿元, 可能与财政力度减弱有关; M1 同比增速回落明显, 可能由于房地产销售低迷拖累。M2-M1 剪刀差再次走阔, 体现出经济活力的下降。

图1 M2-M1 同比增速剪刀差, %, %



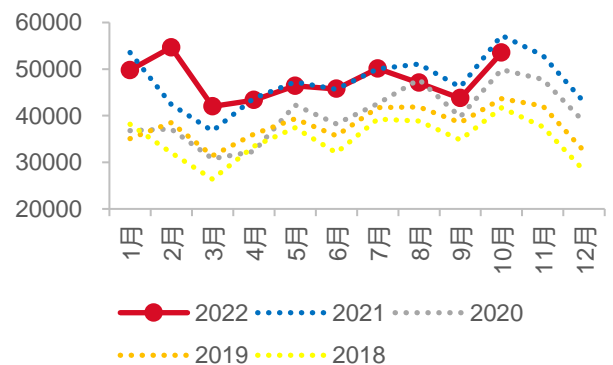
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 10/11月存款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图3 新增财政存款季节性规律, 亿元



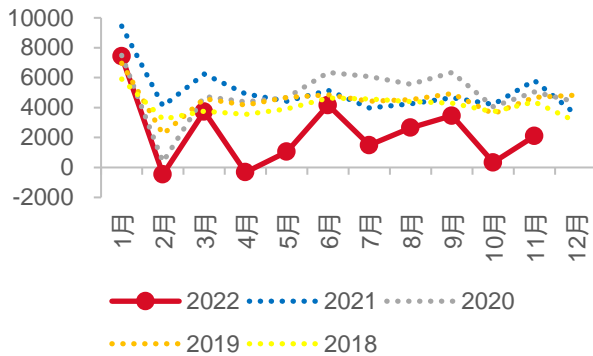
资料来源: 央行, 东海证券研究所

## 2.居民贷款增长相对乏力

居民贷款增长相对乏力。11月居民部门贷款增加2627亿元, 同比少增4710亿元, 10月为同比少增4827亿元。从结构上看, 中长期贷款新增2103亿元, 同比少增3718亿元。随着保交楼稳地产措施的不断推进, 新增住户中长期贷款有所回升。但11月30大中城市商

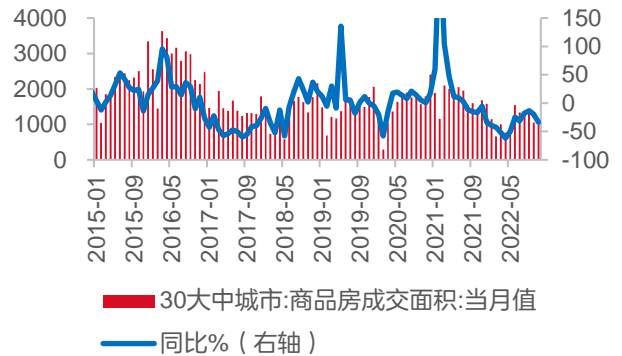
商品房成交面积 1112 万平方米，同比-33.94%，较上月下降 14.1 个百分点，地产销售依然较弱，地产市场信心的恢复仍需政策加码。

图4 居民中长期贷款季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图5 30大中城市商品房成交面积及同比，万平方米，%

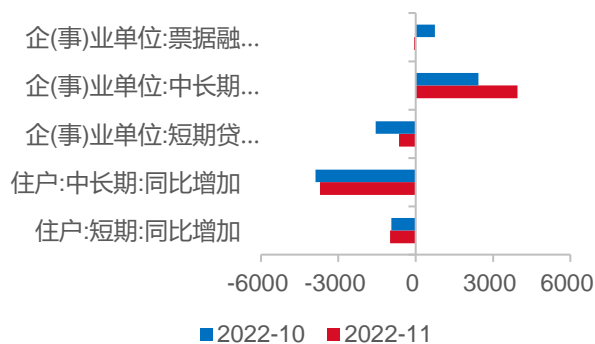


资料来源：同花顺，东海证券研究所

### 3.企业中长期贷款保持强劲

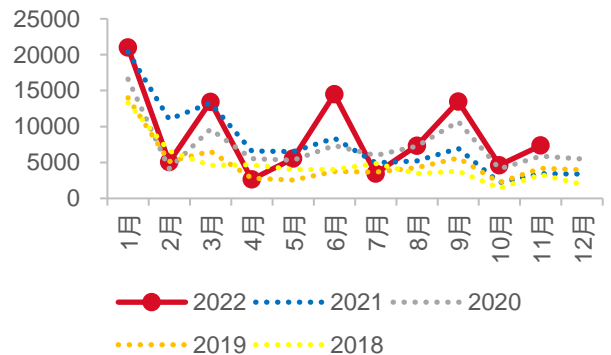
企业中长期贷款保持强劲。企业贷款新增 8837 亿元，同比多增 3158 亿元，其中短期贷款减少 241 亿元，同比多减 651 亿元；新增中长期贷款 7367 亿元，同比多增 3950 亿元。企业中长期贷款新增保持强劲，一方面金融机构对房企融资支持力度显著加大；另一方面得益于国内基建投资的强劲表现。

图6 10/11 月人民币贷款同比多增结构，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图7 企业中长期贷款季节性规律，亿元

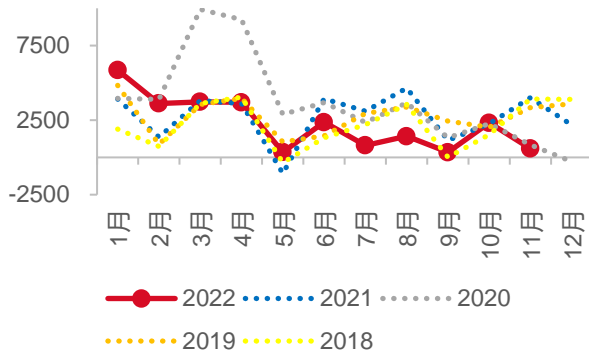


资料来源：央行，东海证券研究所

### 4.企业债券、政府债券融资拖累社融

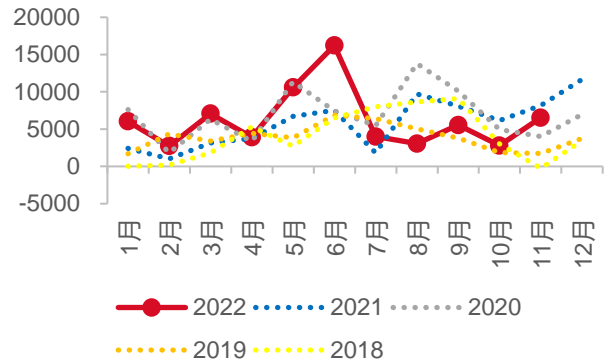
企业债券、政府债券融资拖累社融。从结构上看，11月份，新增政府债券融资 6520 亿元，同比少增 1638 亿元。主要由于 10 月增发 5000 亿专项债基本发行完毕和去年同期基数较高的原因。企业债券融资当月新增 596 亿元，同比少增 3410 亿元，较 10 月大幅回落，主要由于去年同期高基数、中长期贷款增加较多和 11 月中下旬债市大幅调整，基准利率快速上行导致企业融资成本上升。

图8 企业债券融资季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图9 政府债券融资季节性规律，亿元

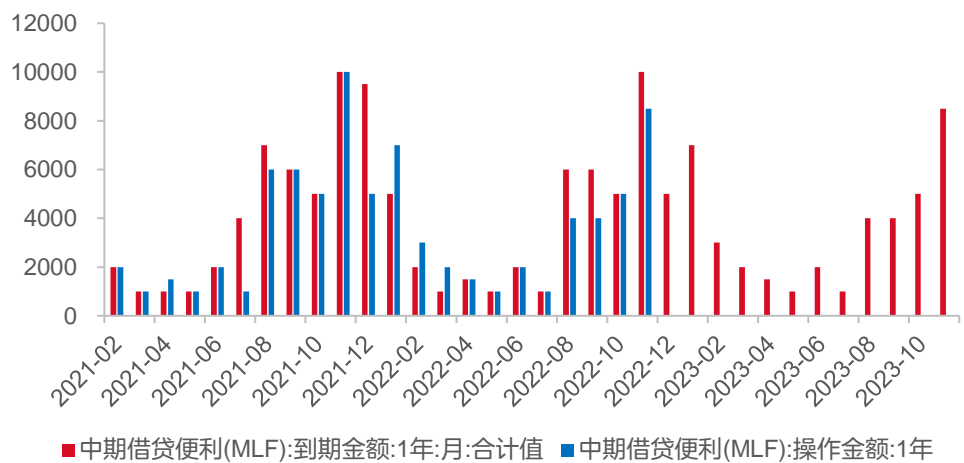


资料来源：央行，东海证券研究所

## 5. 适度宽松的货币政策

总体来看，M2 增速较大幅度上升，可能与理财赎回等因素有关，货币供给偏宽松；企业中长期贷款继续向好，可能与支持房地产企业融资、支持基建、制造业、小微企业等的宽信用力度较大有关。但 11 月社融表现平淡，主要受政府债、企业债少增拖累，住户端贷款比上月有所恢复，但仍然较弱，主要受多地疫情反复的扰动、房地产销售低迷等因素影响。往后看，随着疫情防控的不断放开，国内未来需求估计会缓慢复苏，但短期经济稳增长压力较大，预计货币政策将继续保持适度宽松。

图10 MLF 到期金额和操作金额，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

## 6. 风险提示

稳增长政策落地不及预期；海外货币政策超预期收紧引发全球金融市场风险。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8621 ) 20333619  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8610 ) 59707105  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089