2022年12月12日

标配

社融增量同比表现回升到年内中枢，企业中长期贷款投放保持高景气

——11月金融数据简评

证券分析师：

王鸿行 S0603522050001

whxing@longone.com.cn



相关研究

1.《银行业周报：同业存单发行利率再度上行—20221212》

2.《银行业周报：预期改善，积极关注板块估值修复—20221205》

3.《银行业周报：房地产行业融资支持力度加大，积极关注板块估值修复—20221128》

投资要点：

- 与10月相比，11月社融增量同比表现脱离年内极低区间，回到中枢水平。改善因素包括：1）住户贷款增量恢复增长（而10月住户继2、4月之后再现收缩），短期与中长期贷款分别增加525与2103亿元；2）企业中长期贷款保持高景气度，同比多增幅度较10月提升；3）信托贷款同比大幅少减对社融的拖累进一步弱化。

- 住户贷款恢复增长是季节性使然，但同比降幅收窄应多少体现疫情优化措施及信贷形势座谈会（座谈会强调支持的个体工商户、货车司机、部分小微企业、服务业、个人住房等领域贷款可纳入住户贷款）对信用卡贷款、消费贷款、经营性贷款及住房贷款的积极效果。

- 企业中长期贷款高景气度符合预期。此前我们预计年内剩余月份企业中长期贷款主要支撑因素包括：银行在基建与制造业领域的中长期贷款投放积极、房地产领域融资改善。从实践来看，11月信贷形势座谈会强调支持制造业与房地产领域融资，以及金融支持房地产16条、全国性银行积极对接房企提供大额授信等措施确实与预期有较多交集。

- 社融增量的其他分项中，企业债券环比明显回落符合季节性，但同比高基数产生的大幅少增对本月社融有一定拖累；非金融企业股票融资与10月相当；未贴现银行承兑汇票同比小幅少增；政府债券因年内发行节奏明显前置而同比少增；信托贷款因压降压力明显减轻而延续大幅少减的趋势。政策性开发性金融工具投放完毕，委托贷款明显回落。

- 1月住户存款增加2.25万亿，同比多增1.5万亿元。与年内之前月份相比，11月居民存款同比增幅明显提升，应主要是11月债市调整下理财产品赎回潮所致，当月M2增速的进一步提升也与此有较大关系。11月企业存款继续少增，注意到居民存款余额同比增速（16.7%）与企业存款余额同比增速（9%）剪刀差进一步扩大，抛开前述理财赎回潮造成的影响外，居民预防性储蓄增加、居民存款与企业存款之间的循环不畅的问题依然对此具有解释力。

- 具备11月下旬全国型银行信贷形势座谈会背景，12月信贷增量应无需担忧（2021年下半年以来历次信贷形势座谈会召开次月信贷投放都较好）。信贷结构上看，企业中长期贷款在基建、制造业、房地产领域仍有发力空间，政策支持下普惠小微贷款应会保持较大投放力度，消费类住户贷款与个人住房贷款或因疫情发散受一定负面影响。

- 疫情防控优化与房地产融资两项重要政策的重大变化对行业预期的改善力度大。即使面临本轮降息周期最后一降的风险，银行业息差与营收增速仍会随于明年下半年随利率水平企稳。房地产融资政策转向积极后，房地产行业信用风险的两个确定性进一步加强：开发商出险面已经充分、银行涉房资产风险上升进度过半。另外，房地产行业融资政策转向后，房地产行业不良资产暴露曲斜率明显放缓，这将明显减轻明年不良生成压力。2016年以来银行行情的宏观经济周期属性非常明显，具有代表性指标是制造业PMI与负债端资金利率，两者与银行指数行情高度正相关。这对把握行情节奏具有很好的借鉴意义。当前PMI处在阶段性低位，同业存单收益率明显上升，均指向银行股向上修复行情。建议重点关注逻辑顺畅的江浙地区城农商行与估值大幅回落、基本面优异的标杆银行。

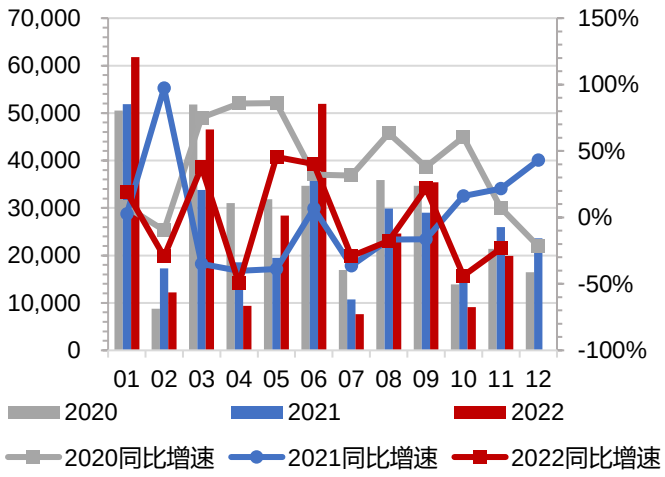
- **风险提示：涉房资产风险大幅上升，宏观经济超预期下滑导致资产质量明显恶化。**

图表目录

图 1 11 月新增社会融资规模低于去年同期 3
图 2 11 月新增人民币贷款低于去年同期 3
图 3 11 月住户短期贷款恢复增长 3
图 4 11 月住户中长期贷款同比少增 3
图 5 11 月非金融企业中长期贷款同比明显多增 4
图 6 11 月企业短期贷款同比继续少增 4
图 7 11 月票据融资同比由多增转为小幅少增 4
图 8 政策性开发性金融工具投放完毕，11 月委托贷款增量明显回落 5
图 9 11 月企业债券融资大幅少增 5
图 10 11 月企业股票融资同比少增 5
图 11 11 月政府债券融资同比少增 5
图 12 10 月未贴现银行承兑汇票同比多增 5
图 13 11 月信托贷款延续大幅少减态势 6
图 14 11 月住户存款大幅多增 6
图 15 11 月企业存款继续少增 6
图 16 11 月 M2 同比增速提升，M1 同比增速下降 7

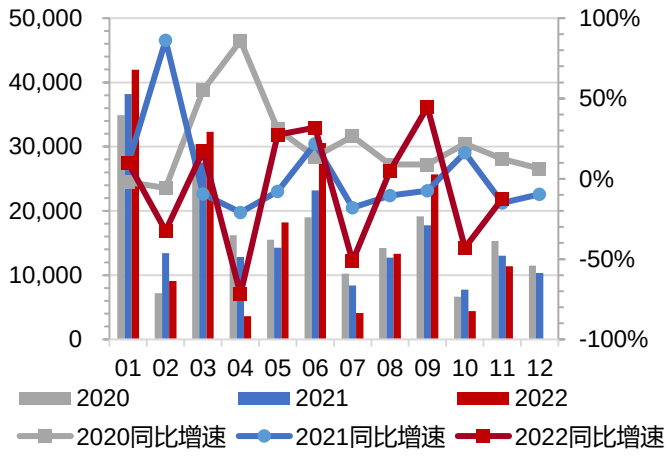
人民银行发布 11 月社融数据，当月社会融资规模增量为 1.99 万亿元，同比少增 6109 亿元。其中，人民币贷款增加 1.14 亿元，同比少增约 1573 亿元。

图1 11 月新增社会融资规模低于去年同期



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：增量单位为亿元。

图2 11 月新增人民币贷款低于去年同期

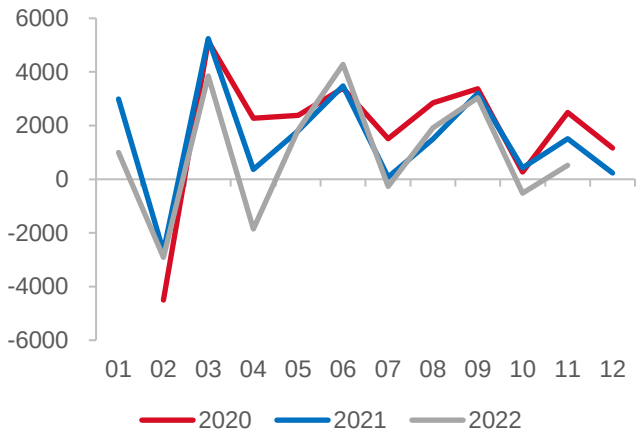


资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：增量单位为亿元。

与 10 月相比，11 月社融增量同比表现脱离年内极低区间，回到中枢水平。改善因素包括：1）住户贷款增量恢复增长（而 10 月住户继 2、4 月之后再现收缩），短期与中长期贷款分别增加 525 与 2103 亿元；2）企业中长期贷款保持高景气度，同比多增幅度较 10 月提升；3）信托贷款同比大幅少减对社融的拖累进一步弱化。

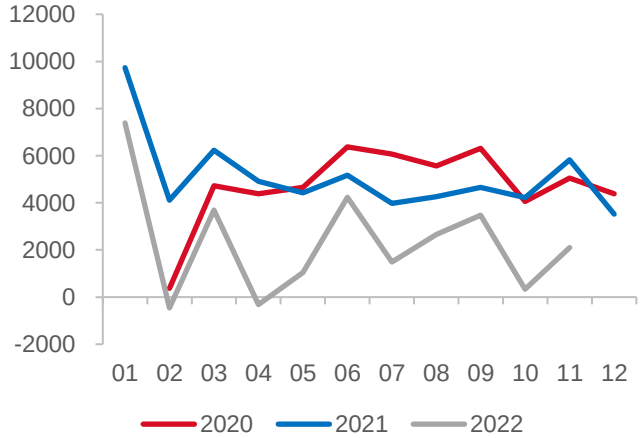
11 月住户贷款恢复增长是季节性使然，但同比降幅的明显收窄应多少体现 11 月疫情优化措施及信贷形势座谈会（座谈会强调支持的个体工商户、货车司机、部分小微企业、服务业、个人住房等领域贷款可纳入住户贷款）对信用卡贷款、消费贷款、经营性贷款及住房贷款的积极效果。

图3 11 月住户短期贷款恢复增长



资料来源：iFinD，东海证券研究所。

图4 11 月住户中长期贷款同比少增

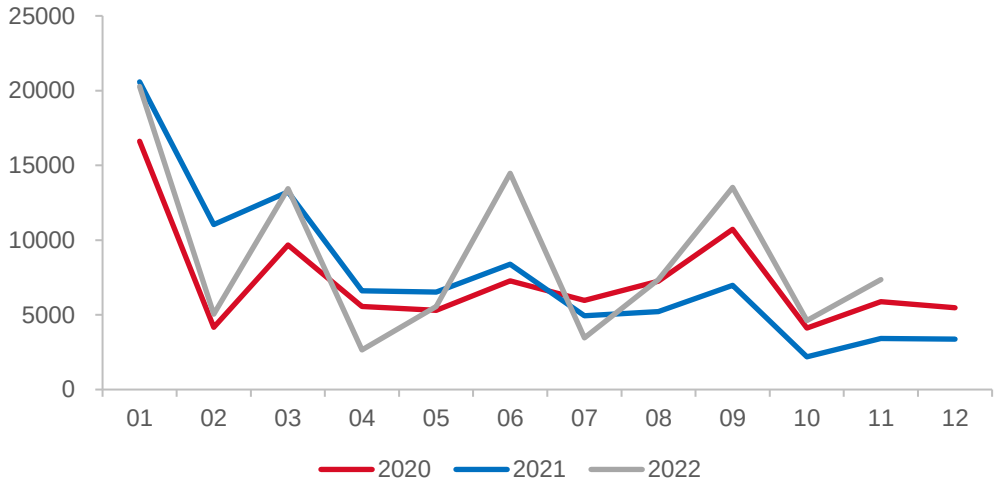


资料来源：iFinD，东海证券研究所。

11 月企业贷款依然延续 8 月以来的良好势头，当月增加 8837 亿元，同比多增 3158 亿元。其中，中长期贷款增加 7367 亿元，同比多增 3950 亿元，短期贷款延续 9 月冲量后的收缩态势，11 月减少 241 亿元；票据融资增加 1549 亿元，同比少增 56 亿元。

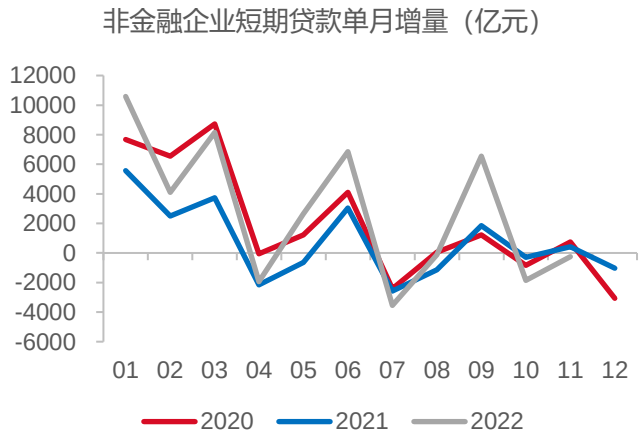
企业中长期贷款高景气度符合预期。此前我们预计年内剩余月份企业中长期贷款主要支撑因素包括：银行在基建与制造业领域的中长期贷款投放积极、房地产领域融资改善。从实践来看，11 月信贷形势座谈会强调支持制造业与房地产领域融资，以及金融支持房地产 16 条、全国性银行积极对接房企提供大额授信等措施确实与预期有较多交集。

图5 11 月非金融企业中长期贷款同比明显多增



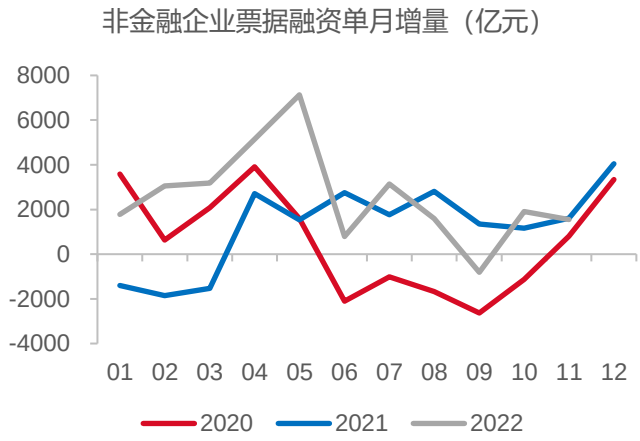
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图6 11 月企业短期贷款同比继续少增



资料来源：iFinD，东海证券研究所

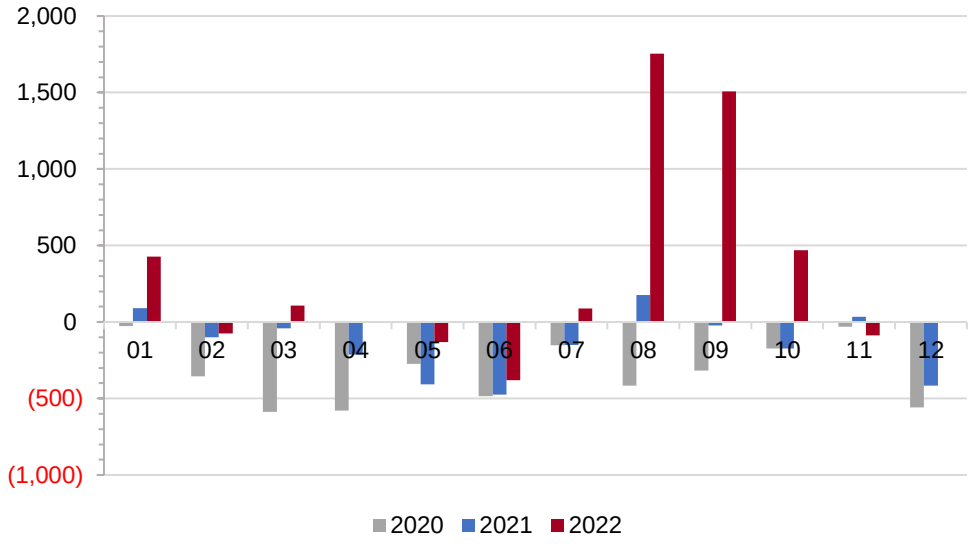
图7 11 月票据融资同比由多增转为小幅少增



资料来源：iFinD，东海证券研究所

政策性开发性金融工具投放完毕，11 月委托贷款明显回落。8-9 月，3000 亿+3000 亿政策性开发性金融工具集中发力，其中部分资金以委托贷款形式发放。至 10 月中旬，政策性开发新金融工具已投放 7400 亿元，高于 6000 亿元的预设额度，受益于此，10 月委托贷款仍对社融有所贡献，当月新增 470 亿元，同比多增 643 亿元。11 月该工具投放完毕，相应委托贷款增量明显回落。

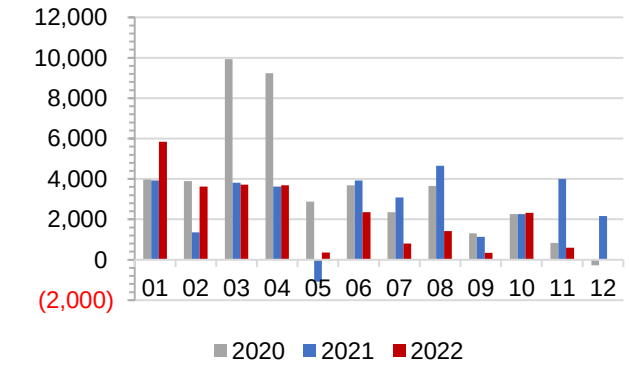
图8 政策性开发性金融工具投放完毕，11 月委托贷款增量明显回落



资料来源：iFinD，东海证券研究所

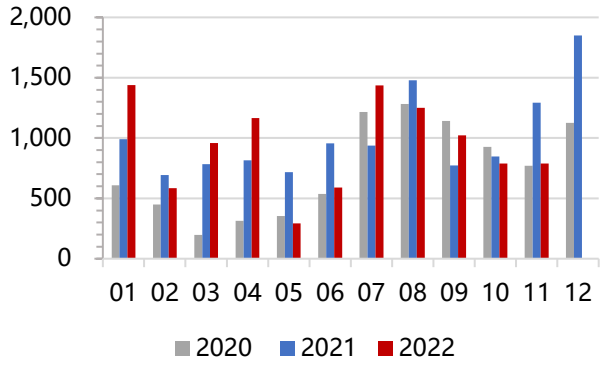
社融增量的其他分项中，企业债券环比明显回落符合季节性，但同比高基数产生的大幅少增对本月社融有一定拖累；非金融企业股票融资与 10 月相当，同比亦因高基数而明显少增；未贴现银行承兑汇票同比小幅少增；政府债券因年内发行节奏明显前置而同比少增；信托贷款因压降压力明显减轻而延续大幅少减的趋势。

图9 11 月企业债券融资大幅少增



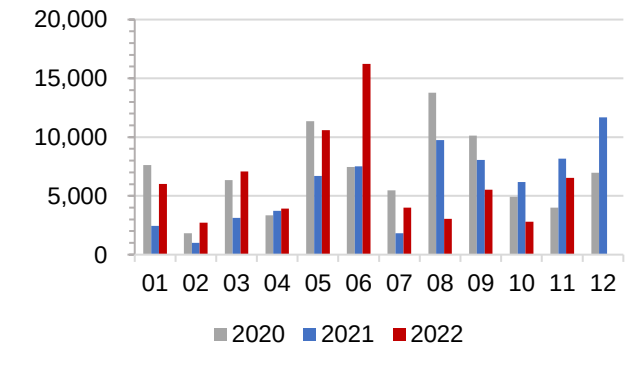
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图10 11 月企业股票融资同比少增



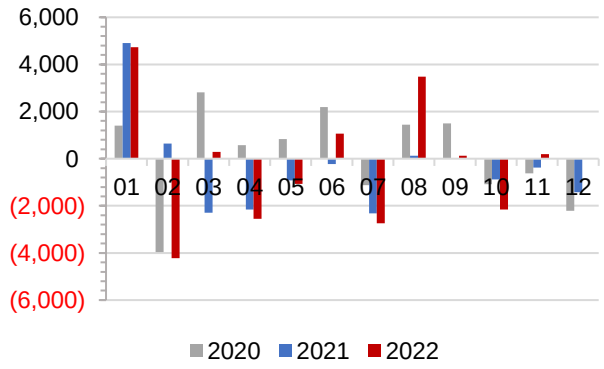
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图11 11 月政府债券融资同比少增



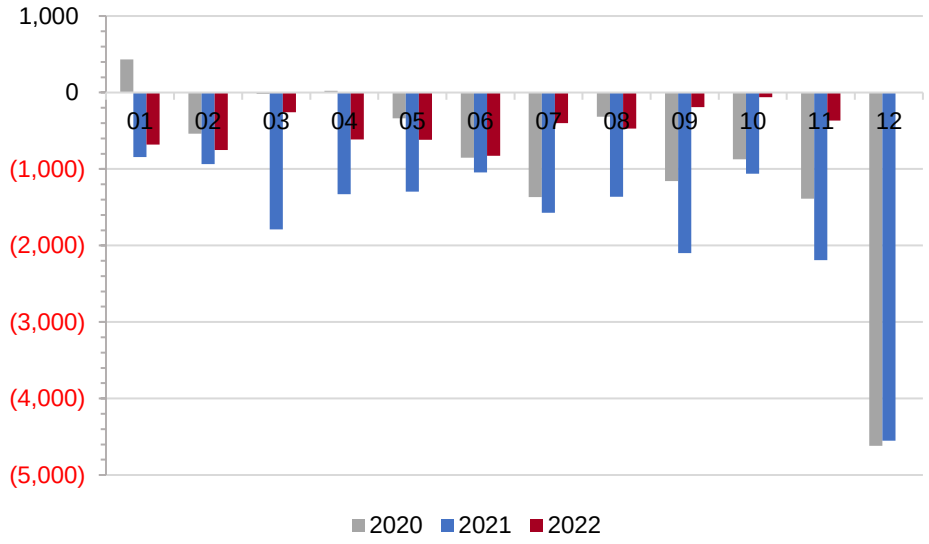
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图12 10 月未贴现银行承兑汇票同比多增



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图13 11 月信托贷款延续大幅少减态势

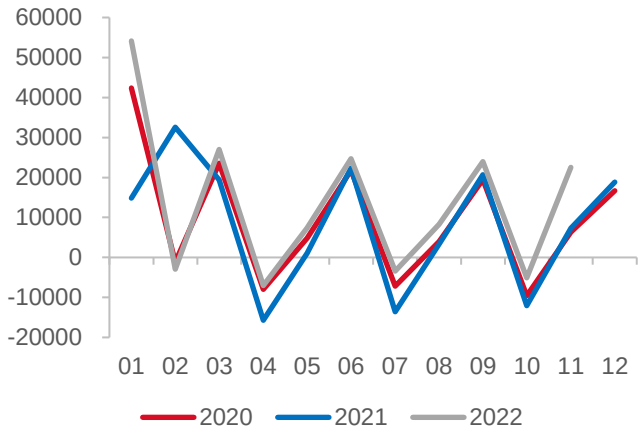


资料来源：iFinD，东海证券研究所

11 月住户存款增加 2.25 万亿，同比多增 1.5 万亿元。与年内之前月份相比，11 月居民存款同比增幅明显提升，应主要是 11 月债市调整下理财产品赎回潮所致，当月 M2 增速的进一步提升也与此有较大关系。

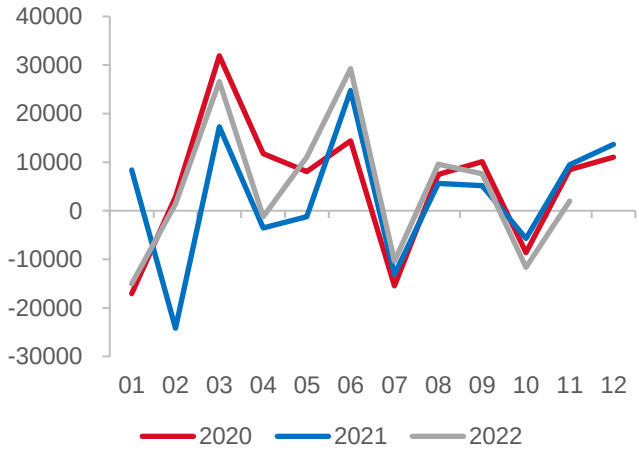
11 月企业存款继续少增，注意到居民存款余额同比增速（16.7%）与企业存款余额同比增速（9%）剪刀差进一步扩大，抛开前述理财赎回潮造成的影响外，居民预防性储蓄增加、居民存款与企业存款之间的循环不畅的问题依然对此具有解释力。

图14 11 月住户存款大幅多增



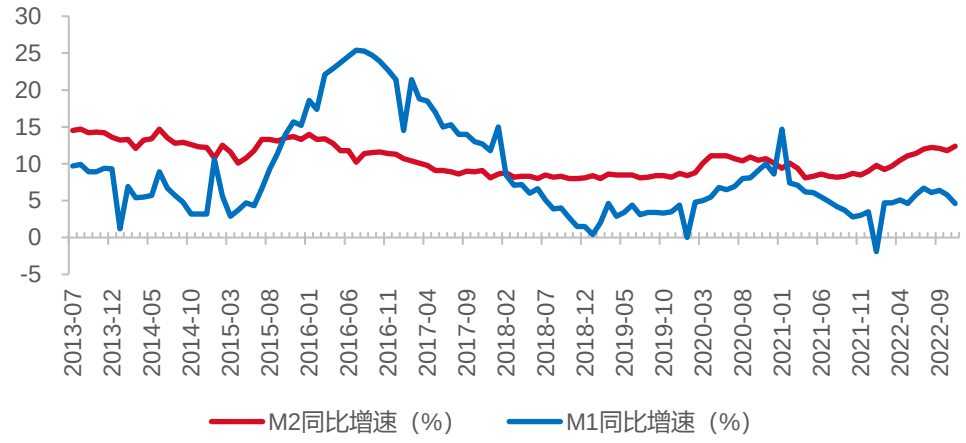
资料来源：iFinD，东海证券研究所。

图15 11 月企业存款继续少增



资料来源：iFinD，东海证券研究所。

图16 11 月 M2 同比增速提升，M1 同比增速下降



资料来源：iFinD，东海证券研究所

具备 11 月下旬全国型银行信贷形势座谈会背景，12 月信贷增量应无需担忧（2021 年下半年以来历次信贷形势座谈会召开次月信贷投放都较好）。信贷结构上看，企业中长期贷款在基建、制造业、房地产领域仍有发力空间，政策支持下普惠小微贷款应会保持较大投放力度，消费类住户贷款与个人住房贷款或因疫情发散受一定负面影响。

年内企业信贷与住户信贷的分化导致不同类型银行的规模增长出现较大差异。得益于对公信贷和个人经营贷快速增长，发达地区城农商行规模增长最快；国有行随后；由于受个人信贷需求不足影响更大，股份制银行规模增长慢于行业整体。

银行业投资观点：

疫情防控优化与房地产融资两项重要政策的重大变化对行业预期的改善力度大。即使面临本轮降息周期最后一降的风险，银行业息差与营收增速仍会随于明年下半年随利率水平企稳。房地产融资政策转向积极后，房地产行业信用风险的两个确定性进一步加强：开发商出险面已经充分、银行涉房资产风险上升进度过半。另外，房地产行业融资政策转向后，房地产行业不良资产暴露曲斜率明显放缓，这将明显减轻明年不良生成压力。2016 年以来银行行情的宏观经济周期属性非常明显，具有代表性指标是制造业 PMI 与负债端资金利率，两者与银行指数行情高度正相关。这对把握行情节奏具有很好的借鉴意义。当前 PMI 处在阶段性低位，同业存单收益率明显上升，均指向银行股向上修复行情。建议重点关注逻辑顺畅的江浙地区城农商行与估值大幅回落、基本面优异的标杆银行。

风险提示：

房地产领域风险明显上升：房地产开发商贷款、房地产开发商公司债券及个人按揭贷款违约率明显上升引起银行业资产质量明显恶化。

宏观经济快速下行：宏观经济持续下滑，中小微企业贷款质量明显恶化。

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中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