

社融数据走弱或已近尾声

2022年11月金融数据点评

报告摘要

11月社融存量增速+10.0%，较10月-0.3PCTS，社融增量1.99万亿元，同比少增6083亿元。11月社融增量再次同比少增，主要受新增信贷、新增企业债券和新增政府债券融资同比少增拖累。其中，新增人民币贷款同比少增主要受11月疫情爆发、房地产继续下行下，居民长短期贷款同比少增拖累，新增企业债券融资同比少增主要系11月债券收益率上行，相关企业发行意愿降低，政府债券同比少增主要系去年财政后置和今年财政前置的错位影响。

11月M2增速录得+12.4%，市场预期+11.7%，较10月+0.6PCTS。11月M1增速录得+4.6%，较10月-1.2PCTS。11月M2的高增速并非贷款高增速创造，而是更多地受到了房地产不景气和疫情冲击下居民存款意愿较高以及债市走熊、股市向好下，表外理财资金向银行表内和股市的转移影响。

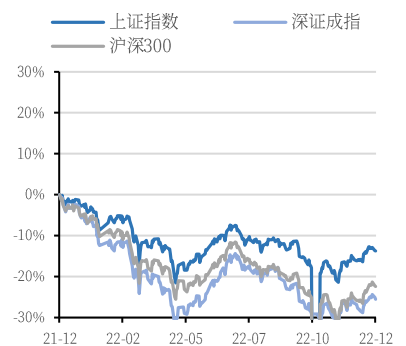
11月M1与M2之差由上月的-6.0%下行为本月的-7.8%，货币活性化有所下降。在M1与M2增速差继续下行，货币活性化降低的同时，11月M2和社融存量增速差达到2.4PCTS，处在2016年以来高位。实体经济信用扩张的速度继续慢于经济系统货币增速，宽货币向宽信用的转化仍需进一步发力。

11月社融数据虽然仍然较弱，但从造成社融走弱的原因看：债市下行导致新增债券融资同比少增的影响偏短期；新增政府债发行下降主要系财政发力时间错位影响，对经济的指引意义不强；新增信贷虽然仍录得同比少增，但少增幅度已较上月下降，且信贷中的新增中长期企业贷款相对强势，居民贷款在金融十六条以及优化的防疫政策支持下，后续有望持续回暖。总体来看，后续社融持续改善的预期较强，社融走弱或已近尾声。

主要数据

上证指数	3176.3255
沪深300	3945.6813
深证成指	11323.7042

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

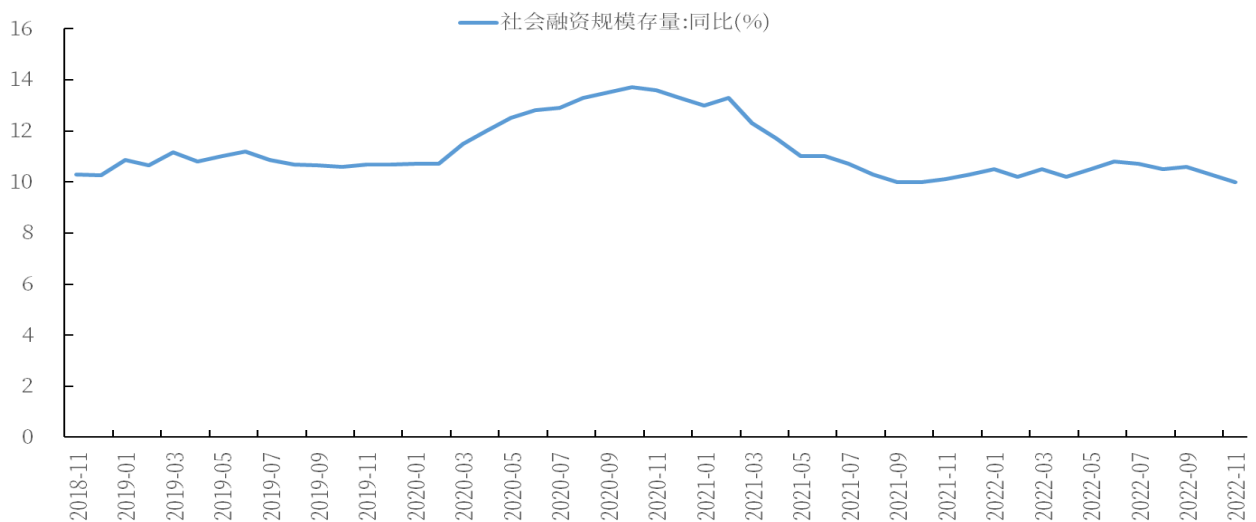
金融市场分析周报 —2022-12-13
信用债面临赎回潮冲击，债市波动加大 —
2022-12-11
稳中求进，消费和地产恢复有望带动明年经济
回升 —2022-12-08

一、11月社融继续大幅同比少增

2022年11月，社融存量增速+10.0%，较上月-0.3PCTS，为连续第2个月社融增速下降。11月社融增量1.99万亿元，略低于市场预期的2.17万亿元。环比上，11月社融环比多增1.08万亿元，环比多增幅度高于2019年到2021年同期均值。同比上，11月社融同比少增6083亿元。

结构上：11月新增人民币贷款（社融口径）同比少增1621亿元，新增企业债券融资同比少增3410亿元，政府债券融资同比少增1638亿元，三者是11月社融增量的主要拖累项。其中，新增人民币贷款同比少增主要受11月疫情爆发、房地产继续下行下，居民长短期贷款同比少增拖累，新增企业债券融资同比少增主要系11月债券收益率上行，相关企业发行意愿降低，政府债券同比少增主要系去年财政后置和今年财政前置的错位影响。

图1 社融存量增速连续两个月下降（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 2022年11月社融分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2022年11月同比	2022年11月环比	2021年11月环比	2020年11月环比	2019年11月环比	2022年11月	2021年11月	2020年11月	2019年11月
总	当月新增社会融资规模	-6,083.0	10,821.0	9,807.0	7,426.0	11,256.9	19,900.0	25,983.0	21,355.0	19,936.9
表内	新增人民币贷款	-1,621.0	6,969.0	5,269.0	8,646.0	8,163.5	11,400.0	13,021.0	15,309.0	13,633.2
	新增外币贷款	-514.0	76.0	-101.0	-272.0	-239.7	-648.0	-134.0	-447.0	-249.3
表外	新增委托贷款	-123.0	-558.0	208.0	143.0	-292.4	-88.0	35.0	-31.0	-959.2
	新增信托贷款	1,825.0	-304.0	-1,129.0	-512.0	-49.7	-365.0	-2,190.0	-1,387.0	-673.4
	新增未贴现银行承兑汇票	573.0	2,347.0	503.0	464.0	1,623.1	190.0	-383.0	-625.0	569.6
直接	企业债券融资	-3,410.0	-1,729.0	1,745.0	-1,423.0	1,298.0	596.0	4,006.0	840.0	3,329.7
	非金融企业境内股票融资	-506.0	0.0	448.0	-156.0	344.3	788.0	1,294.0	771.0	523.9
其他	政府债券	-1,638.0	3,729.0	1,991.0	-931.0	-154.9	6,520.0	8,158.0	4,000.0	1,716.0

资料来源：wind，中航证券研究所

图3 2022 年年初以来各月新增社融分项同比变化（亿元）

	项目	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
总	当月新增社会融资规模	-6,083.00	-7,097.00	6,387.00	-5,270.00	-3,124.00	14,924.00	8,884.00	-9,202.00	12,776.00	-5,059.00	9,886.00
表内	新增人民币贷款	-1,621.00	-3,321.00	7,931.00	631.00	-4,303.00	7,358.00	3,936.00	-9,224.00	4,780.00	-4,329.00	3,806.00
	新增外币贷款	-514.00	-691.00	-694.00	-1,173.00	-1,059.00	-992.00	-247.00	-488.00	-43.00	15.00	-67.00
表外	新增委托贷款	-123.00	643.00	1,580.00	1,578.00	240.00	94.00	276.00	211.00	149.00	25.00	337.00
	新增信托贷款	1,825.00	1,000.00	1,907.00	890.00	1,173.00	218.00	676.00	713.00	1,532.00	185.00	162.00
	新增未贴现银行承兑汇票	573.00	-1,271.00	118.00	3,359.00	-428.00	1,287.00	-142.00	-405.00	2,583.00	-4,867.00	-169.00
直接	企业债券融资	-3,410.00	64.00	-789.00	-3,226.00	-2,288.00	-1,566.00	1,434.00	69.00	-83.00	2,268.00	1,933.00
	非金融企业境内股票融资	-506.00	-58.00	230.00	-227.00	499.00	-367.00	-425.00	332.00	175.00	-108.00	448.00
其他	政府债券	-1,638.00	-3,576.00	-2,333.00	-6,693.00	2,178.00	8,708.00	3,881.00	173.00	3,943.00	1,705.00	3,589.00

资料来源：wind，中航证券研究所

二、企业中长期贷款持续强势回升，支撑 11 月新增信贷同比少增幅度明显缩窄

11 月新增人民币贷款 1.21 万亿元（市场预期 1.32 万亿元），同比少增 600 亿元，与 10 月的同比少增 2110 亿元相比改善明显。11 月新增人民币贷款环比多增 5948 亿元，环比多增幅度超过 2021 年同期，低于 2019 年和 2020 年同期。结构上，11 月居民信贷和企业信贷呈现明显分化。11 月居民端中长期和短期贷款分别同比少增 3718 亿元和 992 亿元，而企业端中长期贷款和短期贷款分别同比多增 3950 亿元和同比少增 651 亿元。企业中长期贷款的强势回升，在居民端信贷仍有较强拖累的情况下，支撑了 11 月新增人民币贷款同比少增幅度较 10 月明显降低。

11 月居民信贷仍然较弱，居民中长期贷款和短期贷款合计同比少增 4500 亿元以上，核心原因在于房地产市场的继续筑底和疫情的再次冲击下，居民出行、消费的持续受限。房地产方面，我们统计的数据显示，11 月 50 个大中城市商品房销售面积同比-26.3%，较 10 月下行 5.4PCTS，居民购房意愿仍然较低，制约了居民中长期贷款的扩张。消费方面，由于 11 月疫情的爆发，居民出行受限加剧、消费场景不足，限制了居民短期贷款的扩张。交通运输部数据显示，11 月我国 52 个城市地铁客流量环比-16.7%、同比-27.9%。此外，交通运输部网约车监管信息交互系统数据显示，11 月网约车订单量环比为-11.4%。

11 月企业短期贷款虽然同比少增 651 亿元，但企业中长期贷款同比多增 3950 亿元，继 10 月的同比多增 2433 亿元后，继续维持强势回升态势。我们推测这与政策的强力支持有关。11 月 11 日央行和银保监会联合发布 254 号文《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》，共提出 16 条支持房地产市场平稳健康发展的金融政策。其中相对重要的主要是两条：一是支持有未来半年内存在到期的贷款的房企通过和金融机构协商，将贷款在到期后展期一年；二是支持政策性银行向房企提供保交楼专项贷款，同时鼓励其他金融机构提供配套融资。政策支持下，房企中长期

贷款的企稳, 叠加制造业企业新增贷款的韧性, 11月企业中长期贷款继续维持高增速, 对经济进一步企稳具有较积极的意义。

往后看, 预计在强力稳增长政策的支撑下, 居民贷款和企业贷款均具有较强的改善预期。房地产方面, 金融16条的推出, 一定程度上对房企融资实现了部分松绑, 后续房企融资有望持续改善, 支撑企业中长期贷款持续复苏。此外, 金融16条中涉及居民购房贷款的相关条款, 较此前也有所放松, 后续居民中长期贷款亦有改善预期。疫情防控政策方面, 11月11日, 国务院联防联控机制发布了关于进一步优化新冠肺炎疫情防控的20条措施, 进一步提升防控的科学性和精准性。11月29日, 国务院联防联控机制举行新闻发布会, 会上强调, 要精准判定风险区域, 封控管理要快封快解、应解尽解。自此, 防控措施优化进入实质性落地阶段。12月7日, 国务院联防联控机制综合组公布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》, 对风险区划定和管理、核酸检测、隔离方式等工作提出十个方面进一步的优化要求。截止目前, 全国各地已经陆续解除此前的严格封控措施, 居民出行及消费的改善预期较强, 有望支撑居民短期贷款回暖。

图4 2022年11月信贷分项情况及季节性对比 (亿元)

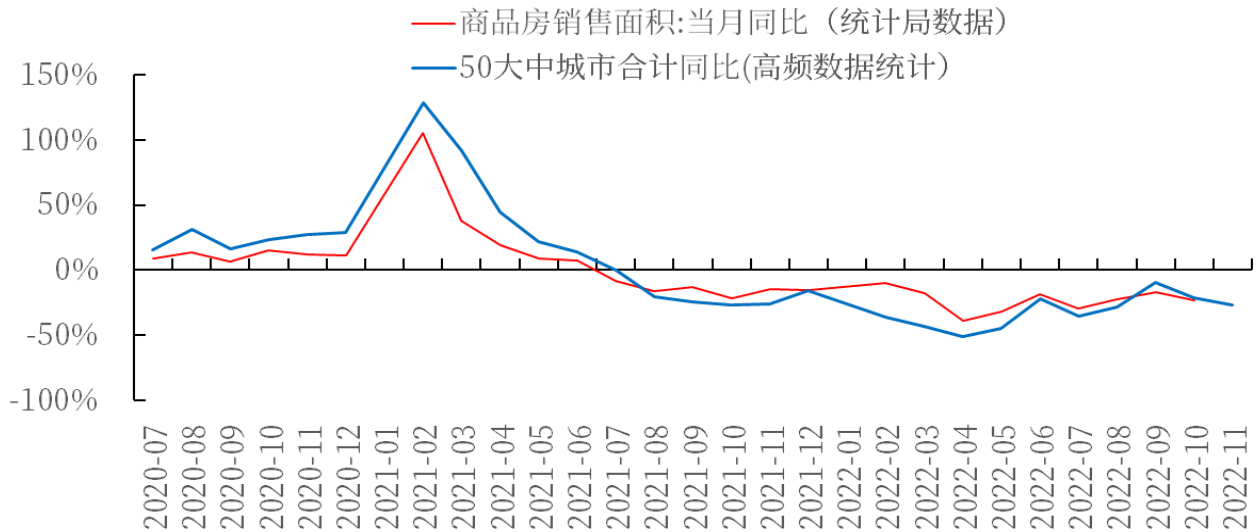
	项目	2022年11月同比	2022年11月环比	2021年11月环比	2020年11月环比	2019年11月环比	2022年11月	2021年11月	2020年11月	2019年11月
总	新增人民币贷款	600.0	5,948.0	4,438.0	7,402.0	7,287.0	12,100.0	12,700.0	14,300.0	13,900.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	1,699.0	2,283.0	2,234.0	5,713.0	4,750.0	1,833.0	3,532.0	4,024.0	4,409.0
	新增人民币贷款:中长期	232.0	4,515.0	2,827.0	2,764.0	3,092.0	9,470.0	9,238.0	10,936.0	8,895.0
居民	新增人民币贷款:居民户	4,710.0	2,807.0	2,690.0	3,203.0	2,621.0	2,627.0	7,337.0	7,534.0	6,831.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	992.0	1,087.0	1,091.0	2,214.0	1,519.0	525.0	1,517.0	2,486.0	2,142.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	3,718.0	1,771.0	1,600.0	990.0	1,102.0	2,103.0	5,821.0	5,049.0	4,689.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	3,158.0	4,211.0	2,578.0	5,477.0	5,532.0	8,837.0	5,679.0	7,812.0	6,794.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	651.0	1,602.0	698.0	1,571.0	2,821.0	-241.0	410.0	734.0	1,643.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	3,950.0	2,744.0	1,227.0	1,774.0	1,990.0	7,367.0	3,417.0	5,887.0	4,206.0
	新增人民币贷款:票据融资	56.0	356.0	445.0	1,928.0	410.0	1,549.0	1,605.0	804.0	624.0

资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 2022年年初以来各月新增信贷分项同比变化 (亿元)

	项目	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
总	新增人民币贷款	-600	-2110	8190	300	-4010	6900	3900	-8246	4090	-1300	4090
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	-1699	-1748	2380	232	42	2643.87	8911	41513	7659	6301	5266
	新增人民币贷款:中长期	232	-1466	5329	537	-3866	5140.72	-4356	-9184.72	-2356	-10520	-1424
居民	新增人民币贷款:居民户	4710	-4827	-1383	-1175	-2842	-203	-3344	-7453	3940	-4790	-4270
	新增人民币贷款:居民户:短期	992	-988	-181	426	-354	781.87	34	-2220.87	-1194	-220	-2572
	新增人民币贷款:居民户:中长期	3718	-3889	-1211	-1601	-2488	-984.28	-3379	-5231.72	-2504	-4572	-2124
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	3158	1525	9370	1787	-1457	7525	7243	-1768	8890	400	8190
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	651	-1455	4741	1028	-969	3815	3286	199	4341	1614	4345
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	3950	2483	6540	2188	-1478	6180	-977	-3953	148	-5948	600
	新增人民币贷款:票据融资	56	745	-2160	-1222	1365	-1151	5591	2487	4712	4907	3193

资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 50大中城市商品房成交面积月日均同比走势


资料来源: wind, 中航证券研究所

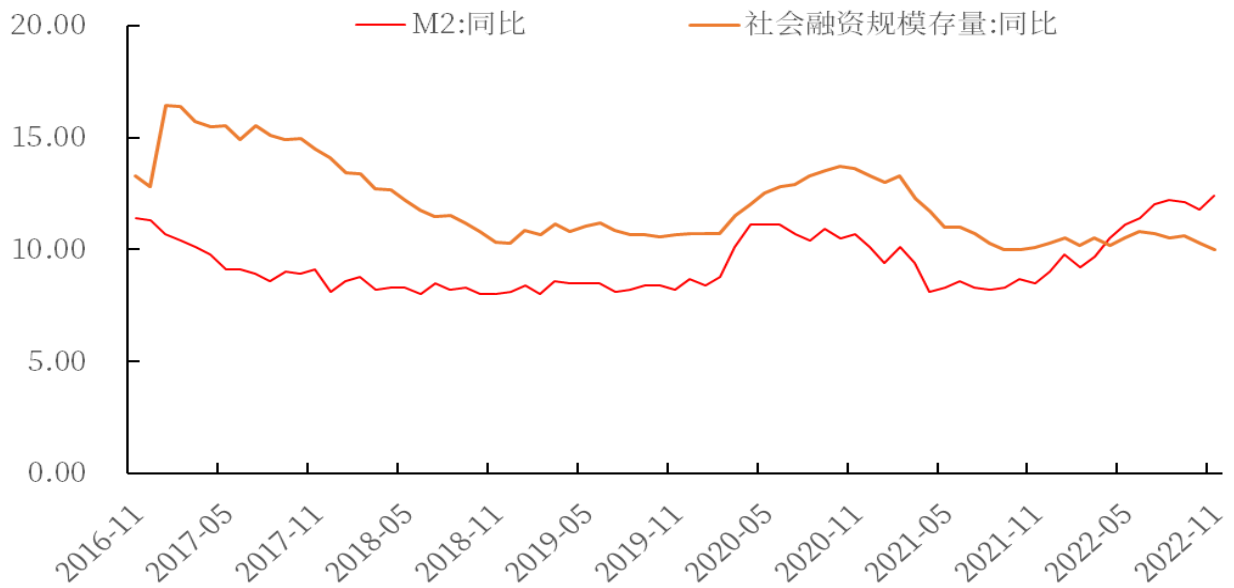
三、M2 增速超预期反弹，M1 与 M2 增速差、货币扩张与信用扩张增速差均加大

11月M2增速录得+12.4%，市场预期+11.7%，较10月+0.6PCTS。11月M1增速录得+4.6%，较10月-1.2PCTS。

11月社融存量增速的下行和M2增速的上行同时存在，这表明11月M2的高增速并非来自贷款创造了更多存款。结构上看，11月M2增速提升主要由居民存款和非银机构存款同比均大幅多增支撑，二者11月分别同比多增1.5万亿元左右和近7000亿元。我们认为，11月M2增速较高主要系：一方面，11月房地产仍然不景气，居民购房意愿不高，同时疫情冲击之下，居民预防性储蓄需求上升，推动了11月居民存款同比多增。另一方面，11月因为疫情防控政策的持续好转、经济预期向好，在债市走熊、股市向好的情况下，居民理财产品大量赎回，最终导致居民沉淀在理财产品中的资金转化到银行表内，成为居民存款，促使居民存款同比多增，同时资金持续流入股市之下，非银机构存款也出现了同比高增。普益标准数据显示，12月9日，银行理财存续规模约为27.02万亿元，相比12月1日减少约4652亿元。M2高增速之下，M1与M2之差也由上月的-6.0%下行为本月的-7.8%，货币活性化有所下降。

在M1与M2增速差继续下行，货币活性化降低的同时，从更大的层面上，我们注意到11月M2和社融存量增速差仍达到了2.4PCTS，处在2016年以来高位。这表明，从11月金融数据看，实体经济信用扩张的速度继续慢于经济系统货币增速，宽货币向宽信用的转化仍需进一步发力。

图7 M2 与社融之间增速差仍然较大，实体经济信用扩张落后货币增速（%）



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637