

# 遇寒后，更待政策发力扶春起

## ——11月社融数据点评

### 摘要

- **社融增速下降，人民币贷款同比少增。**11月，社融存量同比增长10%，较上月减少0.3个百分点。11月社融增量为1.99万亿元，比去年同期少增6109亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加1.14万亿元。11月以来，疫情防控政策不断优化，各项重要会议的积极定调以及稳增长政策加快落地。后续在疫情边际改善，政策发力的作用下，预计社会融资将更加活跃。
- **企业债券融资表现较弱，表外融资占比回升。**11月直接融资占比较上月有所回落，政府债券融资仍占主导，11月新增政府债券融资6520亿元，在去年专项债发行滞后背景下，政府债券融资同比少增1638亿元。目前，2023年提前批申报工作各地正在紧锣密鼓的进行，专项债投向领域则从原来的9个领域扩大到11个领域。11月企业债券同比少增3410亿元，表现较弱与近期理财赎回压力、债市延续弱势有关，后续随着政策的发力及市场情绪的修复，中期企业债券融资或逐渐恢复。表外融资表现改善，未贴现银行承兑汇票增加。
- **企业中长期贷款同比多增，居民贷款表现较弱。**11月，人民币贷款增加1.21万亿元，同比少增596亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加8837亿元，短期贷款连续两个月减少，同比多减651亿元，部分城市仍受疫情的负面影响，中长期贷款同比多增3950亿元，企业贷款结构有所好转。在降准、央行扶持中小企业等政策支持下，企业融资需求将逐渐改善。11月，住户贷款增加2627亿元，同比少增4710亿元。其中，居民短期贷款同比少增992亿元，线上购物节未发挥出往年的效应，后续仍待疫情情况好转。居民中长期贷款同比少增3718亿元，购房热情未见明显改善。长期视角来看，随着民营企业发债融资支持范围和规模的扩大，市场信心或得到进一步提振。但市场情绪修复仍需时间，短期居民中长期贷款或仍偏弱。
- **M2增速超预期回升，企业和居民存款多增。**11月，M2同比增长12.4%，增速分别比上月末和上年同期高0.6个和3.9个百分点。人民币存款同比多增1.81万亿元。其中住户存款同比多增1.52万亿元，谨慎情绪及理财赎回潮都驱动居民存款增多；非金融企业存款同比少增7475亿元，与企业短期贷款减少对应。M1同比增长4.6%，疫情影响下，增速比上月末低1.2个百分点。M1与M2剪刀差较上月扩大1.8个百分点。短期疫情仍将打击市场情绪，居民和企业端的存款或仍在高位，不过基数逐渐走高将对冲部分，预计短期M2增速仍在高位。
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

### 相关研究

1. CPI再度走低，回升压力几何？——11月通胀数据点评（2022-12-10）
2. 开局之年基调定，原油市场波澜起（2022-12-09）
3. 海内外多重作用下，超预期的回落——11月贸易数据点评（2022-12-08）
4. 国内第三支箭落地，美国加息放缓箭在弦上（2022-12-02）
5. 再下探，何时暖？——11月PMI数据点评（2022-12-01）
6. 再出发，正当时——2023年宏观经济展望（2022-11-27）
7. 政策托举力度不减，美联储将放缓加息（2022-11-25）
8. 身在其中：从产业角度看全球和我国（2022-11-21）
9. 央妈呵护之意显著，APEC、G20释放合作信号（2022-11-20）
10. 偏弱数据叠加密集政策，是拐点吗？（2022-11-16）

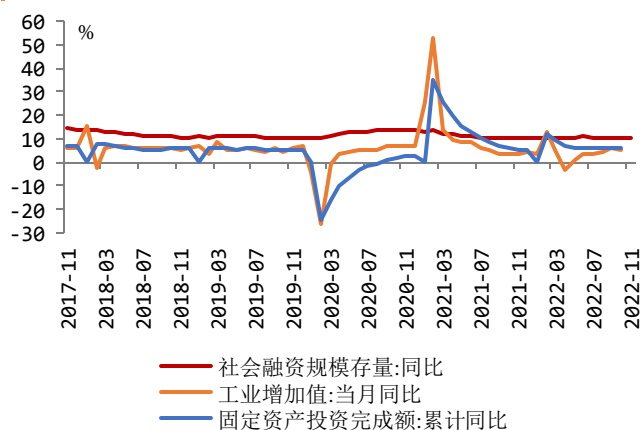
11月，社融增量及新增人民币贷款不及预期，疫情影响持续。直接融资表现偏弱，政府债券为主要拉动，在理财赎回潮影响下企业债券表现不强，表外融资有所改善。企业部门贷款结构继续改善，中长期贷款同比多增；居民贷款拖累整体人民币贷款，短期贷款及中长期贷款都同比少增。后续政策将继续发力，随着疫情情况的改善，企业融资和居民贷款或有所好转。

## 1 社融增速下降，人民币贷款同比少增

新增社融、新增人民币贷款季节性反弹，但同比少增，不及市场预期。11月末，社会融资规模存量为343.19万亿元，同比增长10%，增速较上月减少0.3个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为210.99万亿元，同比增长10.8%，增速较前值减少0.1个百分点。从结构看，11月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.5%，同比提高0.4个百分点。从社融增量看，11月社会融资规模增量为1.99万亿元，比去年同期少增6109亿元，环比10月多增1.08万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.14万亿元，同比少增1573亿元，环比10月多增6969亿元。11月，人民币贷款增加1.21万亿元，同比少增596亿元，在季节性因素下相比10月6152亿元的规模回暖。另外，对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少648亿元，同比多减514亿元。央行于11月25日宣布降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，共计释放长期资金约5000亿元。

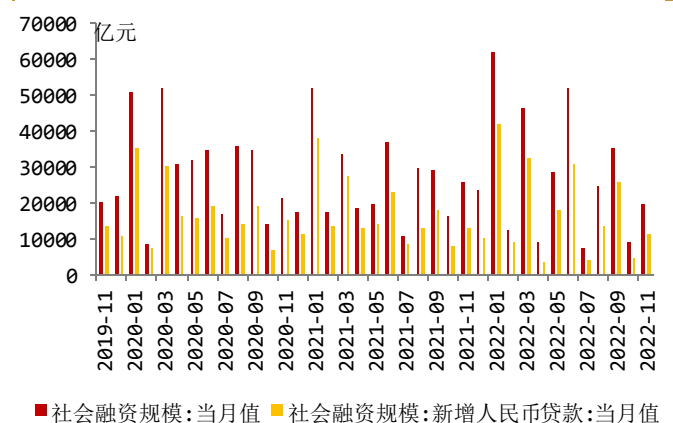
11月以来，疫情防控政策不断优化，各项重要会议的积极定调以及稳增长政策加快落地。11月上旬，防疫二十条优化措施发布，12月7日，防疫新十条措施发布，政策指向更加精准。11月21日，人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，研究部署金融支持稳经济大盘政策措施落实工作；11月末，针对房地产市场的第三支箭发布，全方位呵护房地产企业融资；此外，央行宣布年内第二次全面降准，释放5000亿元长期资金支持信贷发力稳增长。后续在疫情边际改善，政策发力的作用下，预计社会融资将更加活跃。

图 1：社融存量同比增速回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增人民币贷款季节性回升

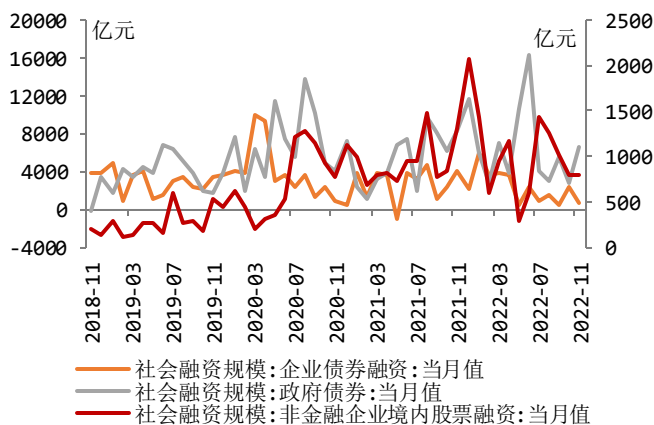


数据来源：wind、西南证券整理

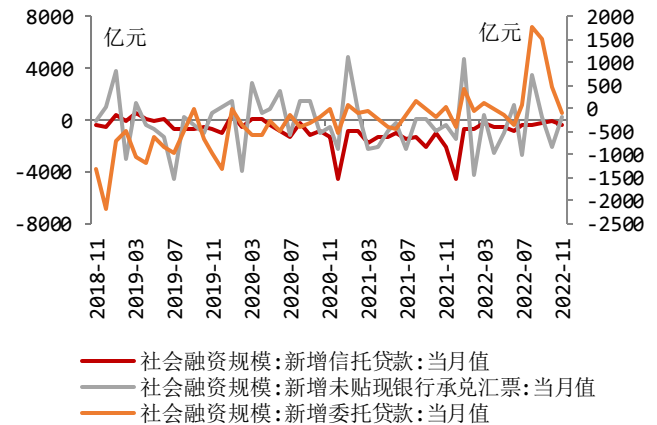
## 2 企业债券融资表现较弱，表外融资占比回升

从社融结构看，11月直接融资占比较上月有所回落，政府债券融资仍占主导，但企业债券融资表现较弱。11月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为57.3%，较上月回升8.5个百分点；本月直接融资表现整体一般，11月新增直接融资7904亿元，同比少增5554亿元，环比多增2000亿元，在企业债券融资及股票融资表现不强下，直接融资占比下降，11月新增直接融资占同期社会融资规模增量的39.72%，占比较10月大幅回落25.31个百分点。从分项看，政府债券是直接融资的主要贡献项，11月新增政府债券融资6520亿元，在去年专项债发行滞后背景下，政府债券融资同比少增1638亿元，但仍较上月环比多增3729亿元，分别较2020年和2019年同期多增2520和4804亿元。截至11月，地方债发行7.26万亿元，与2021年同期规模相当（7.16万亿元），新增地方专项债发行超过4万亿；11月单月看，地方债发行以再融资债为主，占比达到80.1%，新增专项债发行再度回落，地方新增债合计发行490.9亿元，环比10月的4434.8亿元显著回落。目前，2023年提前批申报工作各地正在紧锣密鼓的进行，专项债投向领域则从原来的交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、仓储物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等9个领域扩大到11个领域，增加新能源项目和新型基础设施2个领域。企业债券方面，11月企业债券融资增加596亿元，同比少增3410亿元，环比少增1729亿元，企业债券融资表现明显较弱，与近期理财赎回压力、债市延续弱势有关，虽然11月央行支持和指导交易商协会推进并扩容“第二支箭”——民营企业债券融资支持工具，但市场情绪偏弱下，企业债券融资表现较弱，后续随着政策的发力及市场情绪的修复，中期企业债券融资或逐渐恢复。11月，非金融企业境内股票融资788亿元，与上月持平，同比少增506亿元。11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，支持房企融资的“第三支箭”出台，房地产行业存量债务问题有望逐步疏解。

表外融资表现改善，未贴现银行承兑汇票增加。11月，表外融资减少263亿元，同比少减2275亿元，环比少减1485亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为-1.3%，较上月回升17.9个百分点，未贴现银行承兑汇票为主要贡献项，11月末贴现银行承兑汇票增加190亿元，同比多增573亿元，环比多增2347亿元；11月，委托贷款减少88亿元，同比多减123亿元，环比10月多减558亿元；信托贷款减少365亿元，连续31个月减少，环比多减304亿元，但同比少减1825亿元，信托行业有所改善。11月28日，银保监会发布《关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》，主要包括推动金融租赁公司业务转型发展和强化构筑物作为租赁物的适格性监管等5方面内容，有利于规范金融租赁公司构筑物租赁业务，提升业务合规性和稳健性，促进规范发展。

**图 3：11 月直接融资各分项表现**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 4：11 月表外融资分项表现**


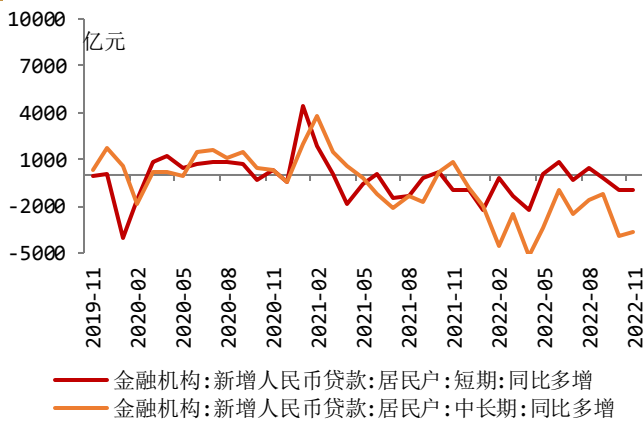
数据来源：wind、西南证券整理

### 3 企业中长期贷款同比多增，居民贷款表现较弱

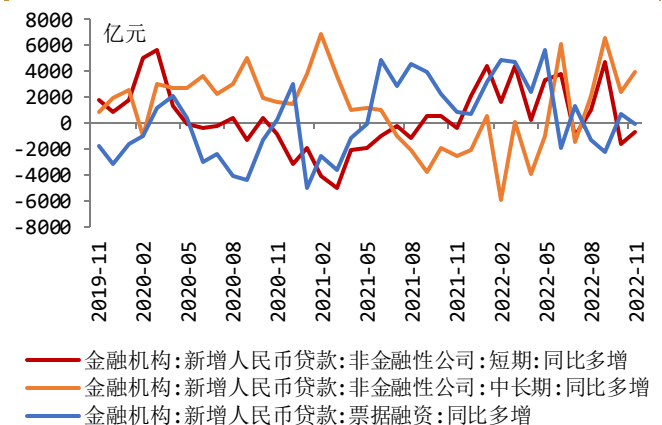
**企业短期贷款继续减少，长期贷款同比多增，票据冲量再现。**11 月，人民币贷款增加 1.21 万亿元，同比少增 596 亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加 8837 亿元，从贷款结构来看，企业短期贷款减少 241 亿元，连续两个月减少，同比多减 651 亿元，环比 10 月少减 1602 亿元，11 月部分城市仍受疫情的负面影响，企业短期贷款继续减少。11 月，企业中长期贷款增加 7367 亿元，环比 10 月多增 2744 亿元，同比多增 3950 亿元，企业贷款结构有所好转。11 月 14 日，央行等六部门 14 日发布通知明确，对于 2022 年第四季度到期的、因新冠肺炎疫情影响暂时遇困的小微企业贷款（含个体工商户和小微企业主经营性贷款），还本付息日期原则上最长可延至 2023 年 6 月 30 日。11 月公布的第三季度货币政策执行报告强调，为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境，密切关注国内外经济金融形势和主要央行货币政策变化，加强对流动性供求形势和金融市场变化的分析监测，灵活开展公开市场操作，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定市场预期，把握好内、外部均衡；在建设支持实体经济方面，央行强调要继续支持金融机构对符合条件的贷款实施延期还本付息，多措并举推进政策性开发性金融工具支持重大项目加快建设和资金支付，继续深化利率市场化改革，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本，释放贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业融资和个人消费信贷成本。11 月 25 日，央行宣布降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，下调后金融机构加权平均存款准备金率为 7.8%，将释放长期资金 5000 亿元。国内疫情点多面广频发，海外需求下降趋势延续，2022 年 11 月份中国制造业采购经理指数较上月下降 1.2 个百分点至 48.0%，连续 2 个月处于收缩区间，非制造业商务活动指数、综合 PMI 产出指数分别较 10 月回落 2.0、1.9 个百分点至 46.7%和 47.1%。若后续疫情能及时得到控制，制造业景气度企稳回升仍可期，企业融资需求也将逐渐改善。11 月，票据融资新增 1549 亿元，同比少增 56 亿元，环比少增 356 亿元。

**住户短期贷款回正但同比少增，与预期一致中长期贷款表现仍不强。**11 月，住户贷款增加 2627 亿元，同比少增 4710 亿元。其中，居民短期贷款增加 525 亿元，继上月减少后回正，但同比少增 992 亿元，线上购物节未发挥出往年的效应，可见疫情对于居民消费负面影响明显，后续仍待疫情情况好转，居民短期贷款待时间回升。11 月，居民中长期贷款增加

2103 亿元，季节因素下环比多增 1771 亿元，同比少增 3718 亿元，居民购房热情未见明显改善。从政策看，11 月 13 日，央行、银保监会已于近期向地方下达《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》，其中的 16 条金融政策专门针对融资端，主要围绕保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度这 6 个要点开展，基本覆盖了往年主要的民企纾困措施，融资支持方面未超出此前的政策范畴，但政策力度明显强于历史；14 日，银保监会、住房和城乡建设部、央行联合印发了《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》。在多重利好政策下，我们预计短期优质民企、头部示范房企融资环境或有边际改善；长期视角来看，目前市场对民营地产债总体偏谨慎，随着民营企业发债融资支持范围和规模的扩大，市场信心或得到进一步提振。但市场情绪修复仍需时间，短期居民中长期贷款或仍偏弱。

**图 5：居民部门贷款同比少增**


数据来源: wind、西南证券整理

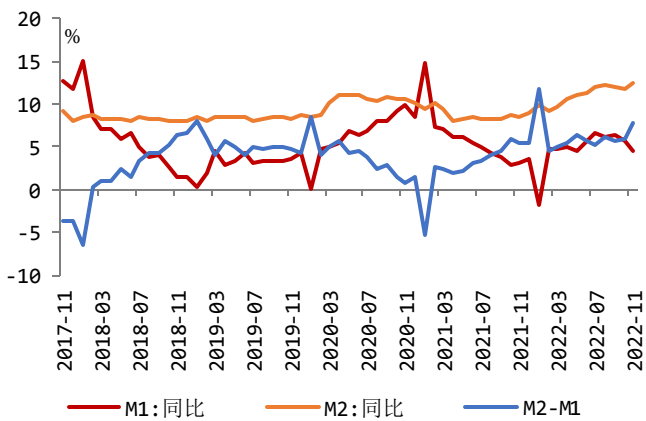
**图 6：企（事）业单位中长期贷款同比多增**


数据来源: wind、西南证券整理

## 4 M2 增速超预期回升，企业和居民存款多增

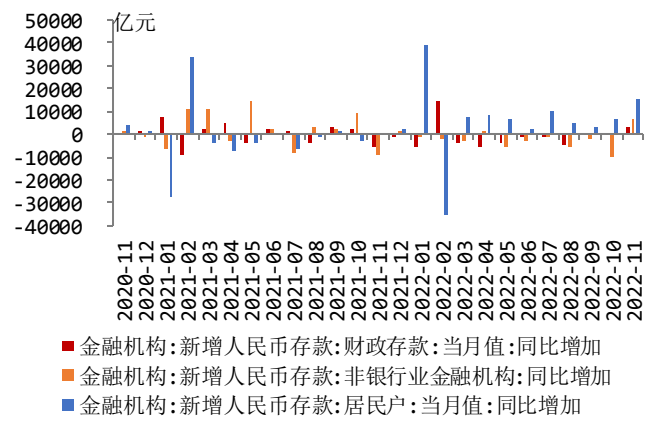
**剪刀差走阔，M2 增速持续走高。**11 月末，广义货币(M2)余额 264.7 万亿元，同比增长 12.4%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 3.9 个百分点。11 月，人民币存款增加 2.95 万亿元，同比多增 1.81 万亿元。其中，11 月份住户存款增加 2.25 万亿元，同比多增 1.52 万亿元，在疫情影响下，居民收入预期不稳，在谨慎情绪驱动下存款多增较多，此外理财赎回潮也是居民存款增多的因素之一；非金融企业存款增加 1976 亿元，同比少增 7475 亿元，与企业短期贷款减少对应；财政性存款减少 3681 亿元，同比少减 3600 亿元，与基数有关；非银行业金融机构存款增加 6680 亿元，同比多增 6937 亿元。狭义货币(M1)余额 66.7 万亿元，同比增长 4.6%，疫情影响下，增速比上月末低 1.2 个百分点，比上年同期高 1.6 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 7.8 个百分点，较上月扩大 1.8 个百分点。12 月 6 日中共中央政治局召开会议，分析研究 2023 年经济工作，提到积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。后续金融对实体经济的支持仍强，但短期疫情仍将打击市场情绪，居民和企业端的存款或仍在高位，不过基数逐渐走高将对冲部分 M2 增速走高因素，预计短期 M2 增速仍在高位。

图 7：11 月 M2 增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：11 月居民存款同比多增明显



数据来源：wind、西南证券整理

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingyf@swsc.com.cn