

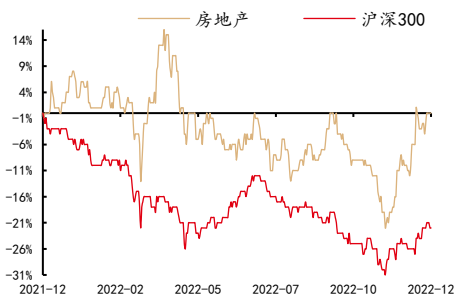
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	3313.1
52周最高	3837.52
52周最低	2577.31

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：刘清海  
SAC 登记编号：S1340522080002  
Email: liuqinghai@cnpsec.com

近期研究报告

《【中邮地产】海外 P-FFO 估值方法有何启示？——202212W1 REITs 周度专题 20221204》 - 2022. 12. 04

11月居民信贷点评

交叉验证，销售逐步触底

● 事件描述

中国人民银行发布 2022 年 11 月金融数据，居民中长期贷款同比少增幅度收窄。2022 年 11 月，社融存量 343.2 万亿，同比 10.0%，新增社融 19900 亿元，同比少增 6083 亿元，新增人民币贷款 11400 亿元，同比少增 1621 亿元，新增居民中长期贷款 2103 亿元，同比少增 3718 亿元。

● 事件评论

11 月新增社融同比少增，但少增幅度有所收窄，拖累因素有信贷、企业债券融资、政府债券融资等。11 月新增社融 19900 亿元，同比少增 6083 亿元。新增社融的拖累因素主要包括：1) 人民币贷款新增 11400 亿元，同比少增 1621 亿元；2) 外币贷款新增-648 亿元，同比少增 514 亿元；3) 委托贷款新增-88 亿元，同比少增 123 亿元；4) 企业债券融资新增 596 亿元，同比少增 3410 亿元；5) 非金融企业境内股票融资新增 788 亿元，同比少增 506 亿元；6) 政府债券融资新增 6520 亿元，同比少增 1638 亿元。新增社融正向贡献因素主要包括：1) 信托贷款新增-365 亿元，同比多增 1825 亿元；2) 未承兑银行汇票新增 190 亿元，同比多增 573 亿元。可见，社融同比少增主要拖累因素来自于信贷、企业债券融资、政府债券融资，信托贷款和票据融资成为正向贡献。

11 月新增居民中长期贷款底部盘整，少增幅度虽未明显反弹，但也没有继续走弱。居民贷款总体在底部盘整，短期贷款、中长期贷款均呈现此特征。11 月居民贷款新增 2627 亿元，同比少增 4710 亿元，10 月为同比少增 4827 亿元，少增幅度略有收窄。11 月居民短期贷款新增 525 亿元，同比少增 4710 亿元（10 月为同比少增 938 亿元）；居民中长期贷款新增 2103 亿元，同比少增 3718 亿元（10 月为同比少增 3889 亿元），少增幅度均略有收窄。因此，11 月新增居民中长期贷款同比仍然少增，少增数值环比 10 月虽然没有明显反弹，但也没有继续走弱，呈现出底部特征。

居民中长期贷款与购房按揭贷款紧密相关，可作为观测商品房销售的重要指标。从定性角度来看，居民中长期贷款与商品房销售额同比数据的走势呈现明显的相关性。从定量的角度来看，居民中长期贷款与商品房、商品住宅销售额的同比数据，具有较高的相关系数。具体来看：1) 最近 12 个月，居民中长期贷款与商品房销售额同比数据的相关系数为 0.6238，居民中长期贷款与商品房销售额同比数据的相关系数为 0.6067；2) 最近 24 个月，上述相关系数分别为 0.7912、0.7896；3) 最近 36 个月，上述相关系数分别为 0.7421、0.7499；4) 最近 48 个月，上述相关系数分别为 0.7340、0.7431；5) 最近 60 个月，上述相关系数分别为 0.7141、0.7256。

居民中长期贷款、克而瑞销售数据交叉印证，地产销售或正逐步触底，两者差异或来源于居民购房行为的去杠杆化。克而瑞数据显示，11月TOP100房企销售额单月同比下降26.9%，10月为同比下降33.2%，因此说明房企销售额降幅在逐步收窄，居民中长期贷款和房企销售数据形成交叉验证。居民中长期贷款与克而瑞销售的差距，或源于购房行为的去杠杆化，这是2022年以来的一个显著特征，因此销售虽然有底部企稳特征，但居民中长期贷款的修复可能比购房数据要滞后。

**投资建议：市场对地产的4个认知差尚未完全修复，看好地产行情持续性，推荐三条思路：优质民企信用修复、区域格局优化、行业见底复苏。**目前市场目前对于地产行情存在4方面认知差，分别为政策有效性、稳融资力度、政策空间和销售预期。目前市场的4方面认知差未完全修复，看好地产行情持续性，标的上建议关注三条思路：1) 优质民企信用修复思路，建议关注新城控股、金地集团；2) 区域竞争格局优化思路，建议关注天地源、滨江集团、华发股份；3) 行业见底复苏思路，建议关注保利发展、招商蛇口。

● **风险提示：**

政策施行效果存在不及预期的可能性、疫情管控政策调整存在不确定性。

## 目录

1. 事件描述.....	5
2. 事件评论.....	5
3. 风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1 2022 年 11 月社融存量同比增长 10.0%.....	5
图表 2 2022 年 11 月社融增量同比少增 6083 亿元.....	5
图表 3 11 月新增人民币贷款同比少增 1621 亿元.....	6
图表 4 11 月新增人民币贷款-居民户同比少增 4710 亿元.....	6
图表 5 11 月新增人民币贷款-居民户短期同比少增 992 亿.....	6
图表 6 11 月新增人民币贷款-居民户中长期同比少增 3718 亿.....	6
图表 7 居民中长期贷款与商品房销售额走势对比图（单位：%）.....	7
图表 8 新增居民中长期贷款同比数据与商品房、商品住宅销售额同比数据的相关系数.....	7
图表 9 克而瑞数据 11 月 TOP100 房企销售额累计降幅收窄.....	8
图表 10 克而瑞数据 11 月 TOP100 房企销售额单月增速反弹.....	8

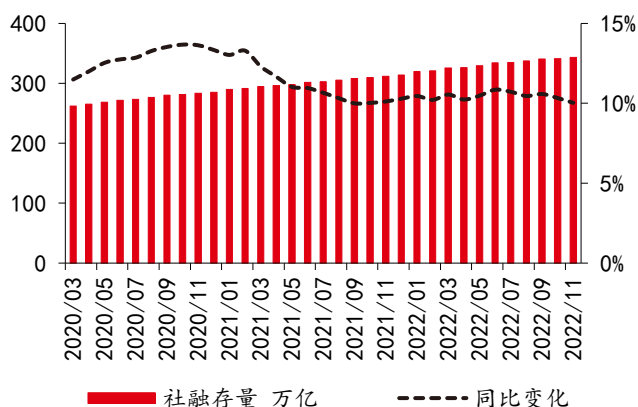
## 1. 事件描述

中国人民银行发布 2022 年 11 月金融数据，居民中长期贷款同比少增幅度收窄。2022 年 11 月，社融存量 343.2 万亿，同比 10.0%，新增社融 19900 亿元，同比少增 6083 亿元，新增人民币贷款 11400 亿元，同比少增 1621 亿元，新增居民中长期贷款 2103 亿元，同比少增 3718 亿元。

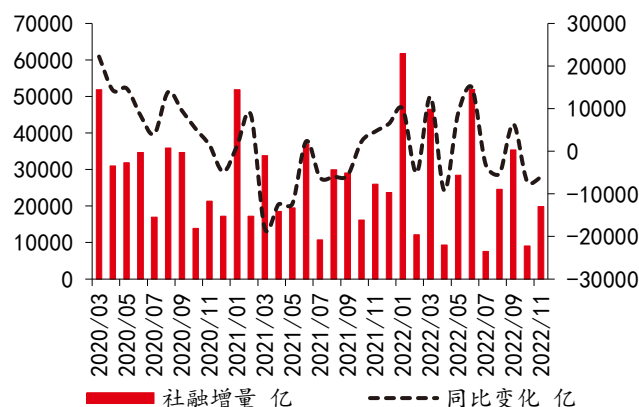
## 2. 事件评论

11 月新增社融同比少增，但少增幅度有所收窄，拖累因素有信贷、企业债券融资、政府债券融资等。11 月新增社融 19900 亿元，同比少增 6083 亿元。新增社融的拖累因素主要包括：1) 人民币贷款新增 11400 亿元，同比少增 1621 亿元；2) 外币贷款新增-648 亿元，同比少增 514 亿元；3) 委托贷款新增-88 亿元，同比少增 123 亿元；4) 企业债券融资新增 596 亿元，同比少增 3410 亿元；5) 非金融企业境内股票融资新增 788 亿元，同比少增 506 亿元；6) 政府债券融资新增 6520 亿元，同比少增 1638 亿元。新增社融正向贡献因素主要包括：1) 信托贷款新增-365 亿元，同比多增 1825 亿元；2) 未承兑银行汇票新增 190 亿元，同比多增 573 亿元。可见，社融同比少增主要拖累因素来自于信贷、企业债券融资、政府债券融资，信托贷款和票据融资成为正向贡献。

图表 1 2022 年 11 月社融存量同比增长 10.0%

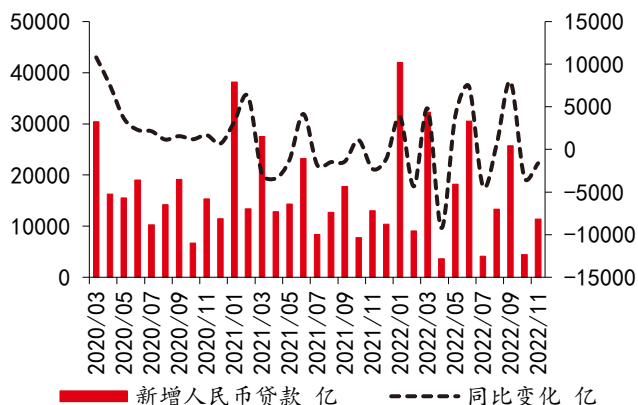
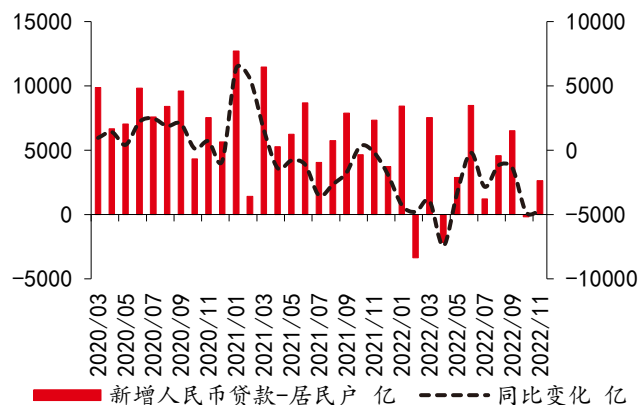


图表 2 2022 年 11 月社融增量同比少增 6083 亿元



数据来源：Wind，中国人民银行，中邮证券研究所整理

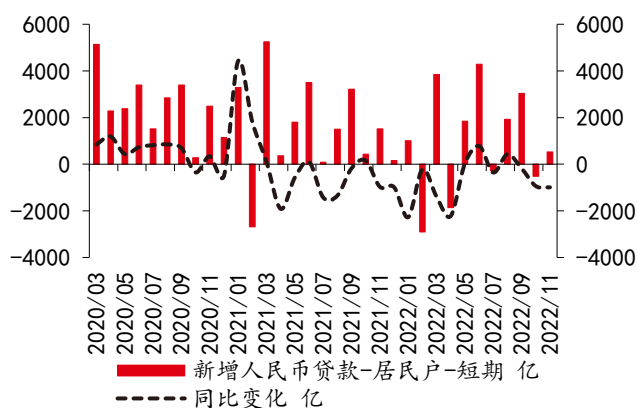
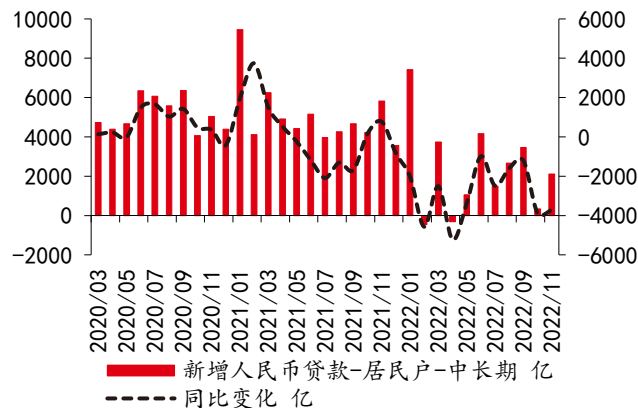
数据来源：Wind，中国人民银行，中邮证券研究所整理

**图表 3 11 月新增人民币贷款同比少增 1621 亿元**

**图表 4 11 月新增人民币贷款-居民户同比少增 4710 亿元**


数据来源：Wind，中国人民银行，中邮证券研究所整理

数据来源：Wind，中国人民银行，中邮证券研究所整理

**11 月新增居民中长期贷款底部盘整，少增幅度虽未明显反弹，但也没有继续走弱。**居民贷款总体在底部盘整，短期贷款、中长期贷款均呈现此特征。11 月居民贷款新增 2627 亿元，同比少增 4710 亿元，10 月为同比少增 4827 亿元，少增幅度略有收窄。11 月居民短期贷款新增 525 亿元，同比少增 4710 亿元（10 月为同比少增 938 亿元）；居民中长期贷款新增 2103 亿元，同比少增 3718 亿元（10 月为同比少增 3889 亿元），少增幅度均略有收窄。因此，11 月新增居民中长期贷款同比仍然少增，少增数值环比 10 月虽然没有明显反弹，但也没有继续走弱，呈现出底部特征。

**图表 5 11 月新增人民币贷款-居民户短期同比少增 992 亿**

**图表 6 11 月新增人民币贷款-居民户中长期同比少增 3718 亿**


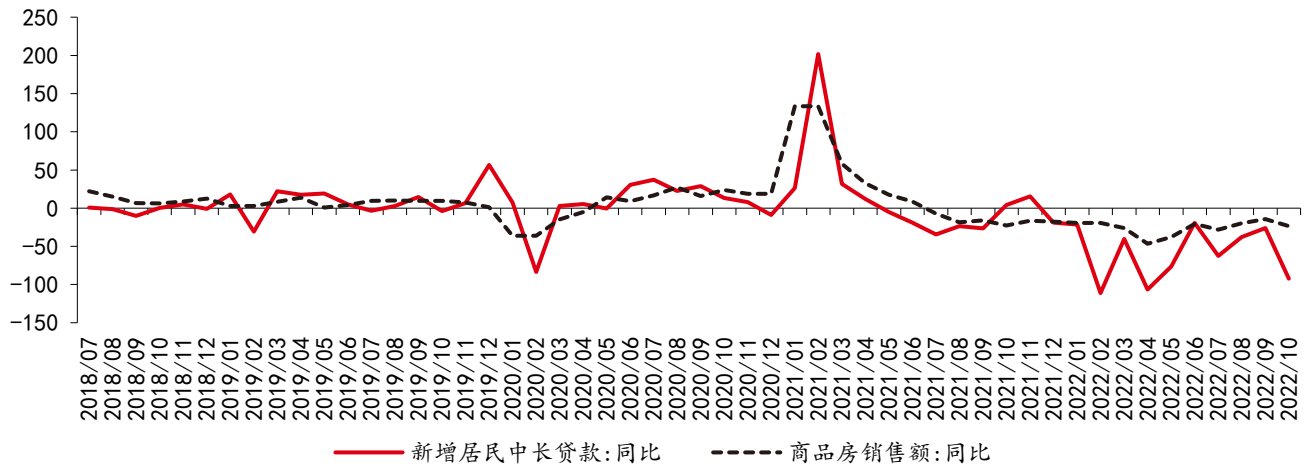
数据来源：Wind，中国人民银行，中邮证券研究所整理

数据来源：Wind，中国人民银行，中邮证券研究所整理

**居民中长期贷款与购房按揭贷款紧密相关，可作为观测商品房销售的重要指标。**从定性角度来看，居民中长期贷款与商品房销售额同比数据的走势呈现明显的相关性。从定量的角度来看，居民中长期贷款与商品房、商品住宅销售额的同比数据，具有较高的相关系数。具体来看：1) 最近 12 个月，居民中长期贷款与商品房销售额同比数据的相关系数为 0.6238，居民中长期贷款与商品房销售额同比数据的相关系数为 0.6067；2) 最近 24 个月，上述相关系数分别为 0.7912、0.7896；3) 最近 36 个月，上述相关系数分别为 0.7421、0.7499；4) 最近 48 个月，上述相关系数分别为 0.7340、0.7431；5) 最近 60 个月，上述相关系数分别为 0.7141、

0.7256。

图表7 居民中长期贷款与商品房销售额走势对比图（单位：%）



数据来源：Wind，国家统计局，中国人民银行，中邮证券研究所整理

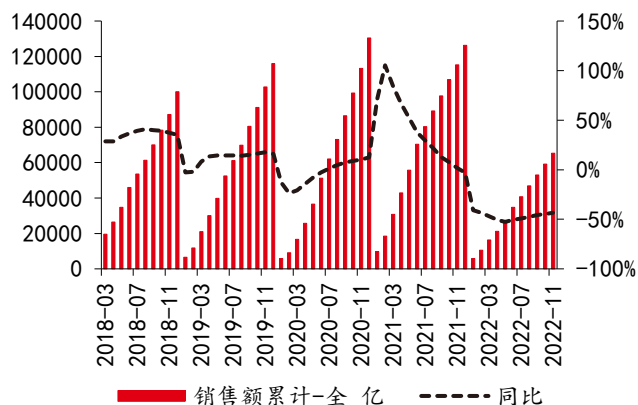
图表8 新增居民中长期贷款同比数据与商品房、商品住宅销售额同比数据的相关系数

相关系数	新增居民中长期	新增居民中长期	新增居民中长期	新增居民中长期	新增居民中长期
	贷款同比-最近	贷款同比-最近	贷款同比-最近	贷款同比-最近	贷款同比-最近
	12个月	24个月	36个月	48个月	60个月
商品房销售额同比-最近 12个月	0.6238				
商品住宅销售额同比-最近 近12个月	0.6067				
商品房销售额同比-最近 24个月		0.7912			
商品住宅销售额同比-最近 近24个月		0.7896			
商品房销售额同比-最近 36个月			0.7421		
商品住宅销售额同比-最近 近36个月			0.7499		
商品房销售额同比-最近 48个月				0.7340	
商品住宅销售额同比-最近 近48个月				0.7431	
商品房销售额同比-最近 60个月					0.7141
商品住宅销售额同比-最近 近60个月					0.7256

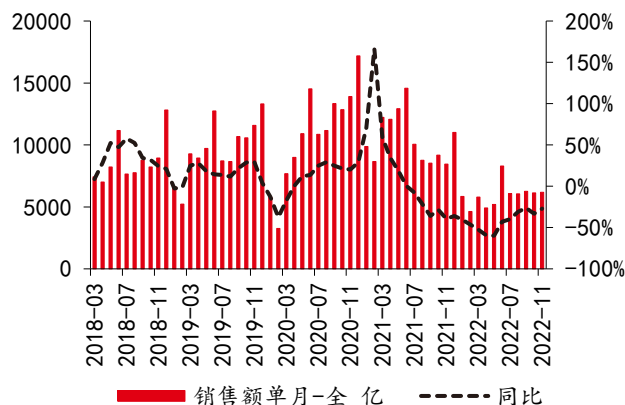
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

居民中长期贷款、克而瑞销售数据交叉印证，地产销售或正逐步触底，两者差异或来源于居民购房行为的去杠杆化。克而瑞数据显示，11月TOP100房企销售额单月同比下降26.9%，10月为同比下降33.2%，因此说明房企销售额降幅在逐步收窄，居民中长期贷款和房企销售数据形成交叉验证。居民中长期贷款与克而瑞销售的差距，或源于购房行为的去杠杆化，这是2022年以来的一个显著特征，因此销售虽然有底部企稳特征，但居民中长期贷款的修复可能比购房数据要滞后。

图表9 克而瑞数据11月TOP100房企销售额累计降幅收窄



图表10 克而瑞数据11月TOP100房企销售额单月增速反弹



数据来源：Wind，中国人民银行，中邮证券研究所整理

数据来源：Wind，中国人民银行，中邮证券研究所整理

**投资建议：市场对地产的4个认知差尚未完全修复，看好地产行情持续性，推荐三条思路：优质民企信用修复、区域格局优化、行业见底复苏。**目前市场目前对于地产行情存在4方面认知差，分别为政策有效性、稳融资力度、政策空间和销售预期。目前市场的4方面认知差未完全修复，看好地产行情持续性，标的上建议关注三条思路：1) 优质民企信用修复思路，建议关注新城控股、金地集团；2) 区域竞争格局优化思路，建议关注天地源、滨江集团、华发股份；3) 行业见底复苏思路，建议关注保利发展、招商蛇口。

### 3. 风险提示

政策施行效果存在不及预期的可能性、疫情管控政策调整存在不确定性。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048