

社融总量增长较快，结构表现分化

中信期货研究所 宏观与商品策略研究团队

张文 从业资格号：F3077272 投资咨询号：Z0018864
研究员 屈涛 从业资格号：F3048194 投资咨询号：Z0015547
刘道钰 从业资格号：F3061482 投资咨询号：Z0016422投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

事件：中国11月社会融资规模新增24500亿元，预期24500亿元；人民币贷款新增10900亿，预期12050亿；社会融资规模存量同比增长9.4%，预期9.4%，前值9.3%；M2同比增长10.0%，预期10.1%，前值10.3%。

观点：

1、11月社融增长较快，主要因为万亿国债增发与地方债发行节奏后置。11月社会融资规模新增24500亿元，比过去5年同期的中位数水平多增4560亿元（以下简称“较基准”）。新增社融的较快增长带动社会融资规模存量同比增速回升0.1个百分点至9.4%。分项来看，11月政府债券净融资新增11500亿元，较基准多增7500亿元，是社融增长较快的主要原因。一方面，万亿国债增发使得国债发行规模相对较高，11月国债净融资5603亿元；另一方面，今年地方债发行节奏后置，11月地方债净融资规模相对较高。11月对实体经济发放的人民币贷款新增11100亿元，较基准少增1921亿元，信贷增长偏慢。11月企业债券净融资1330亿元，较基准少增2000亿元，反映企业融资需求偏弱。

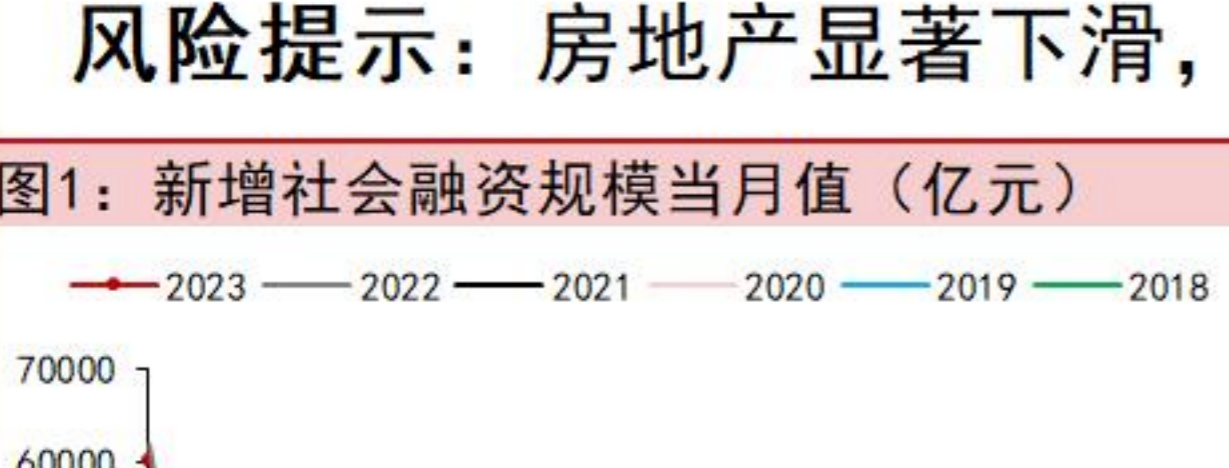
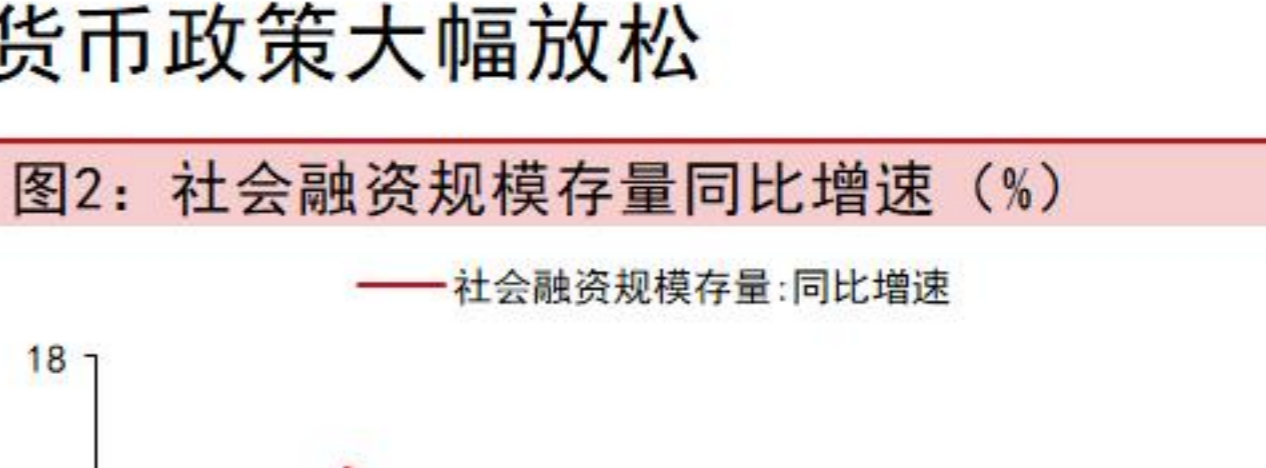
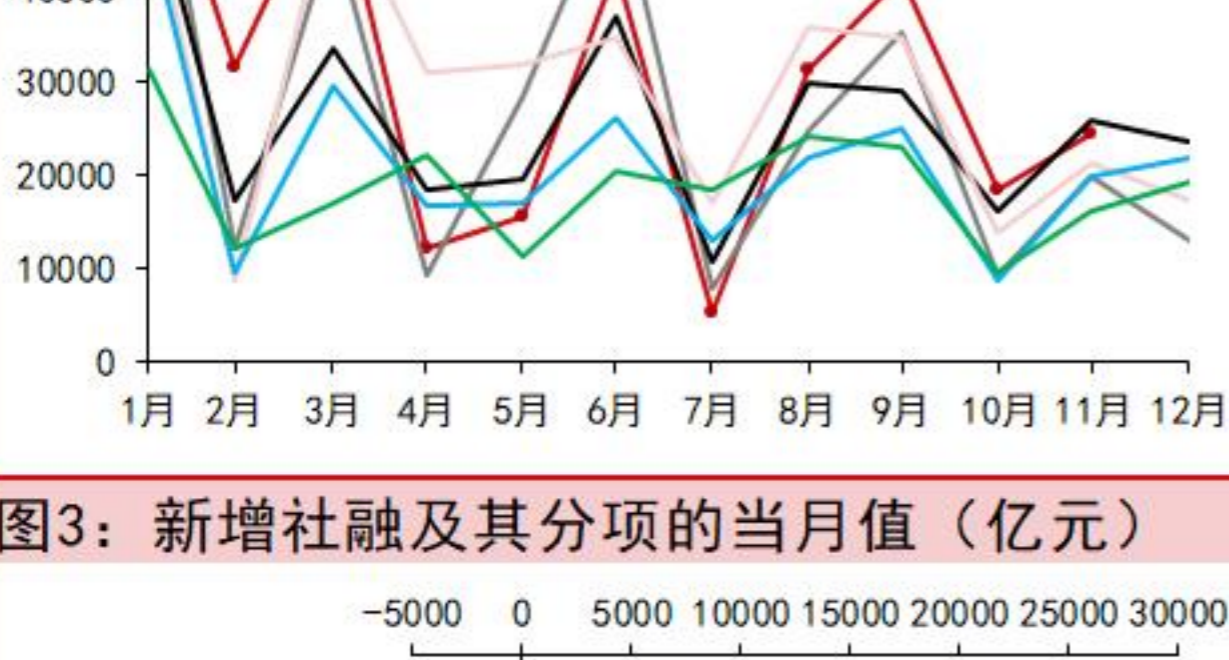
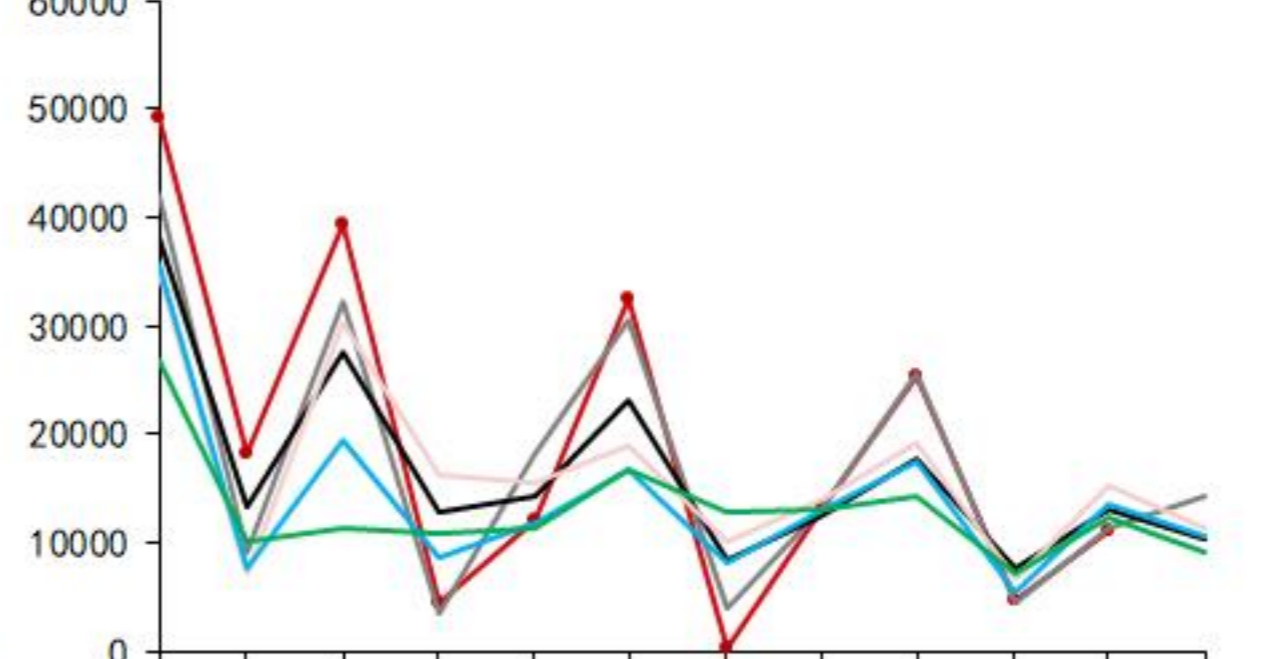
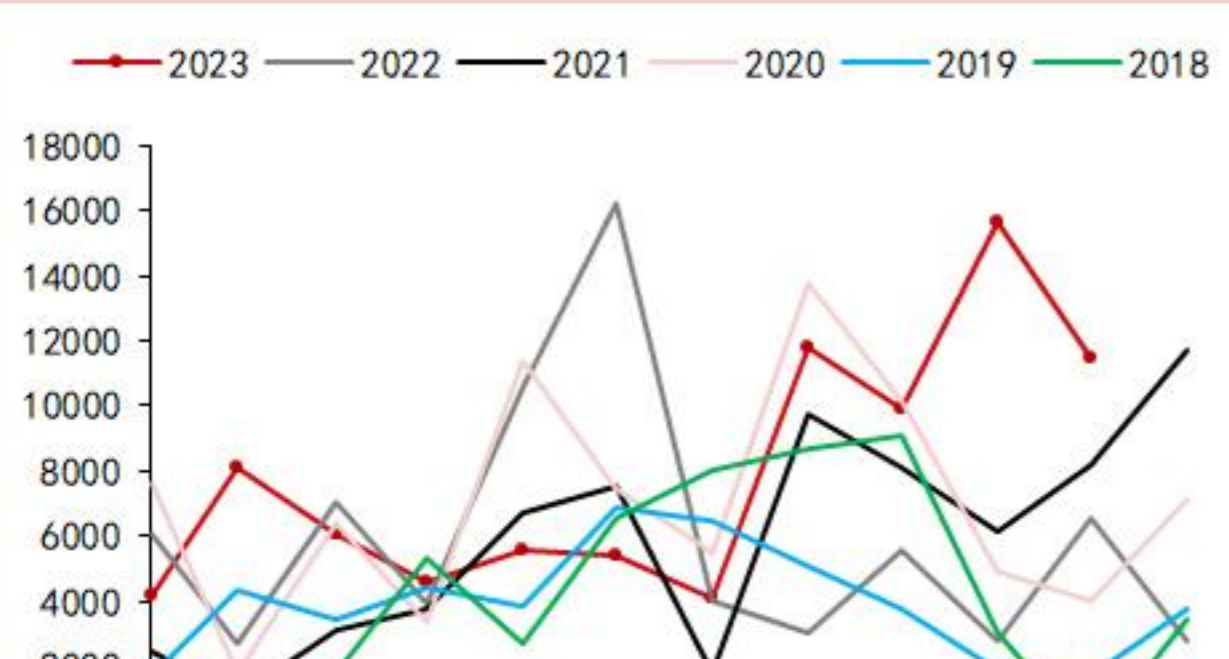
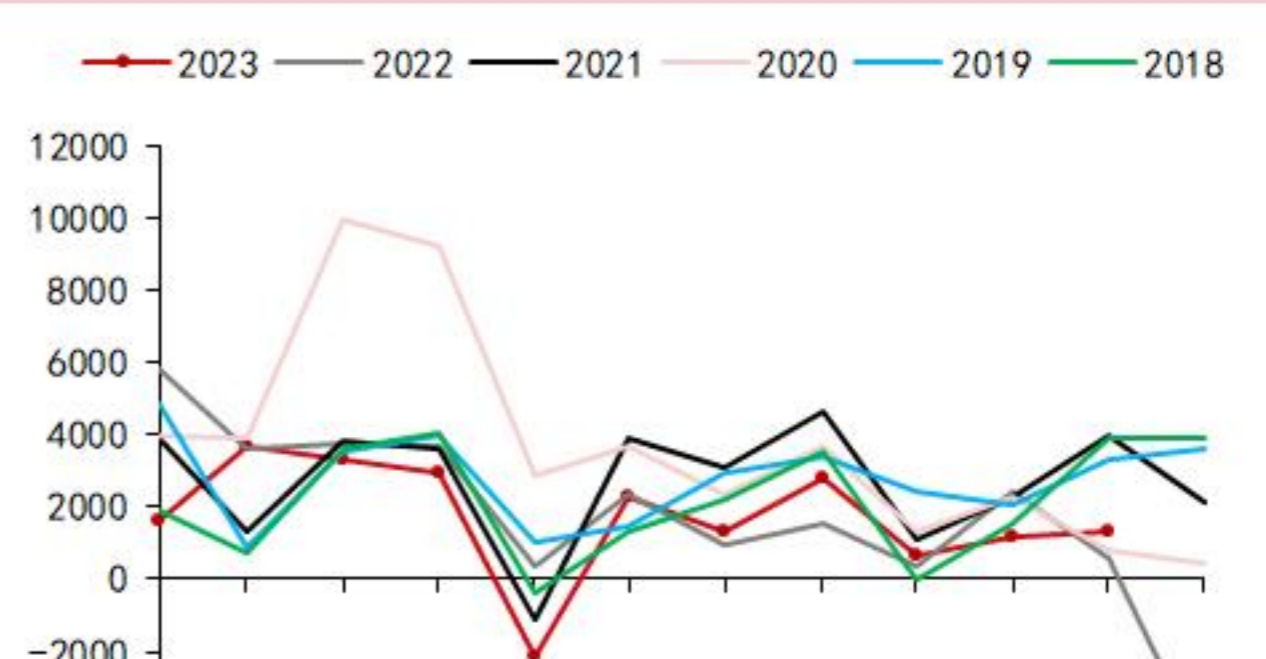
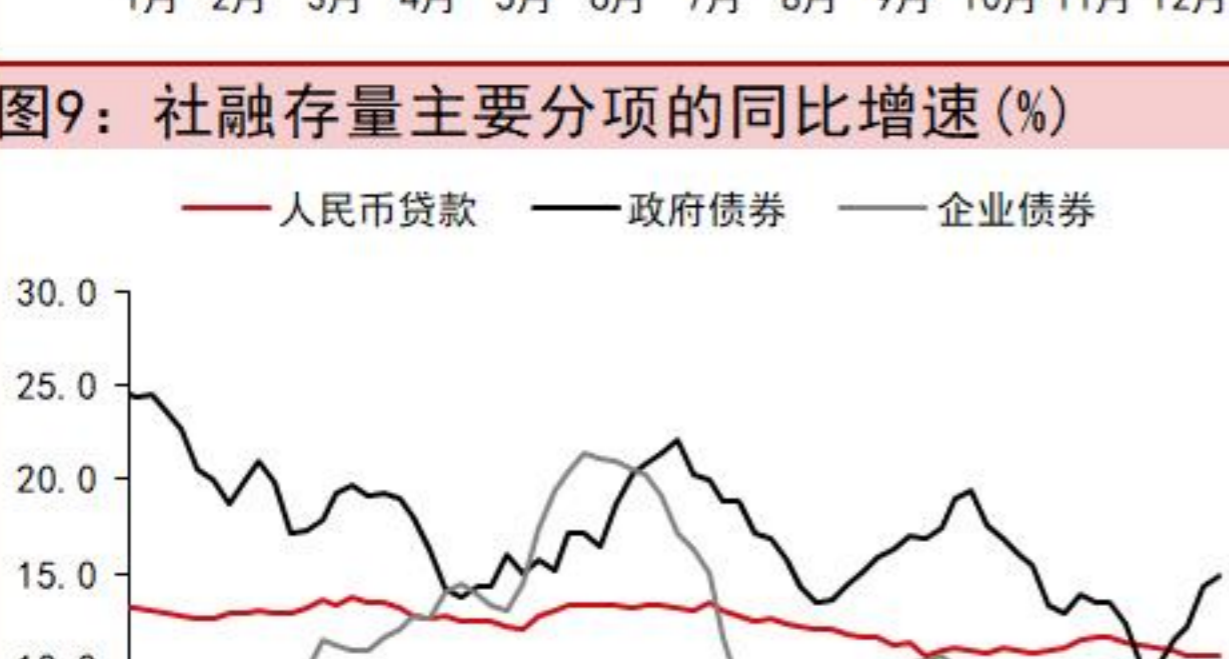
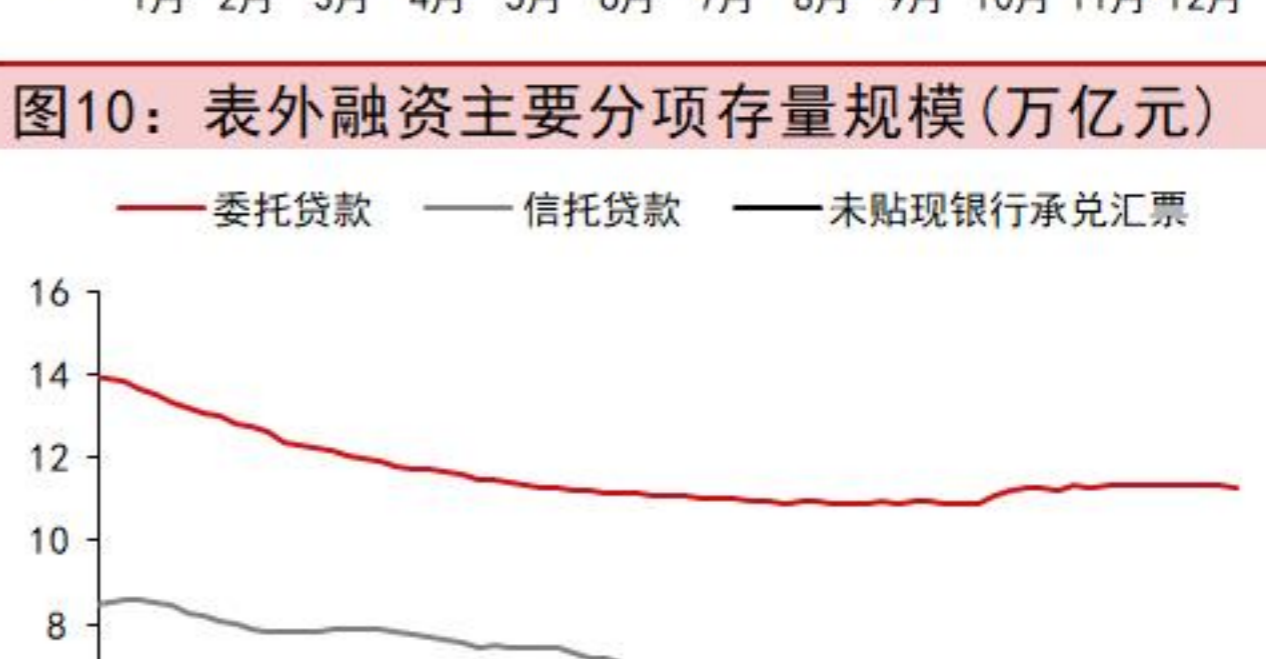
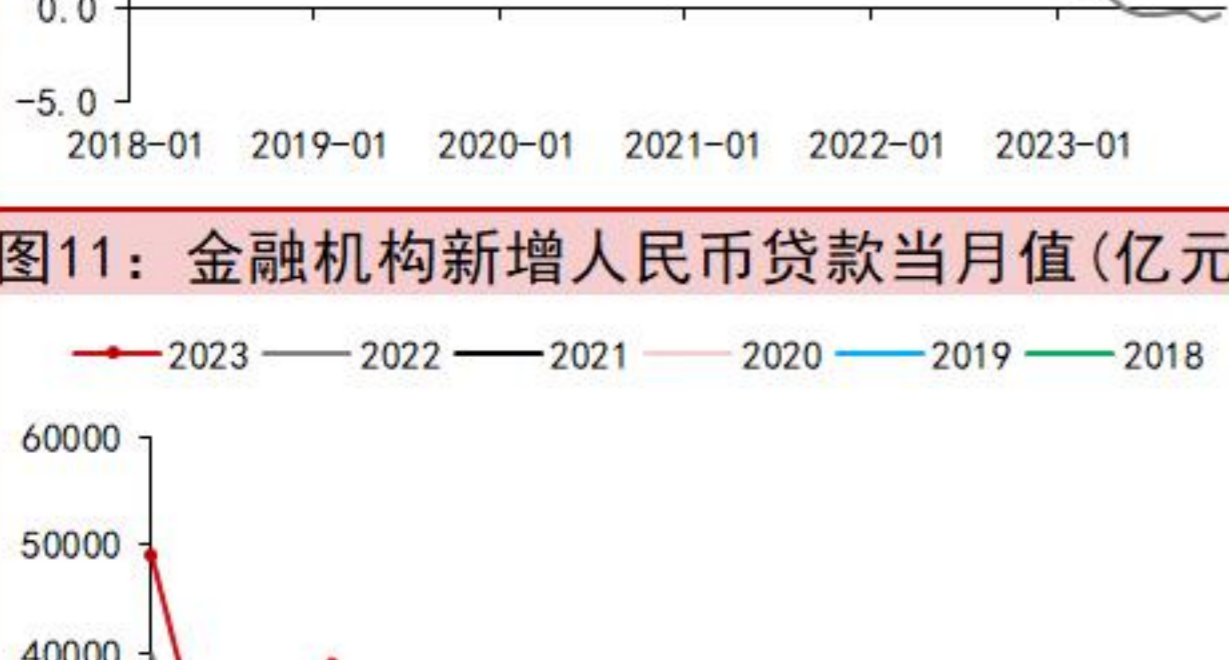
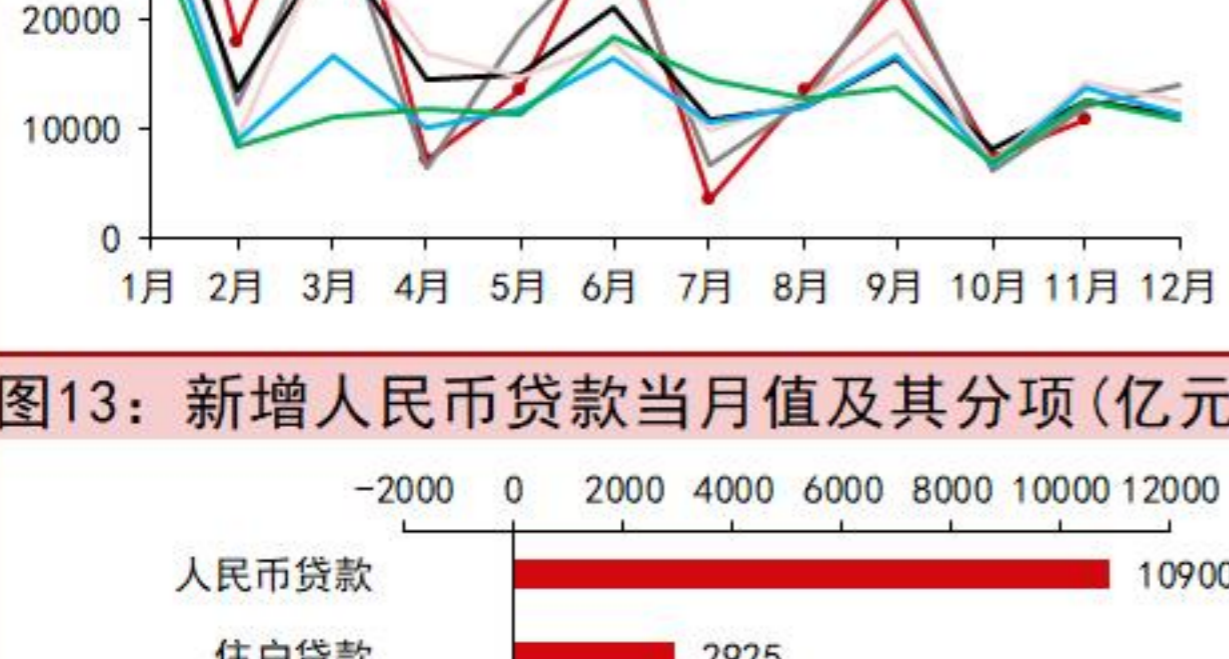
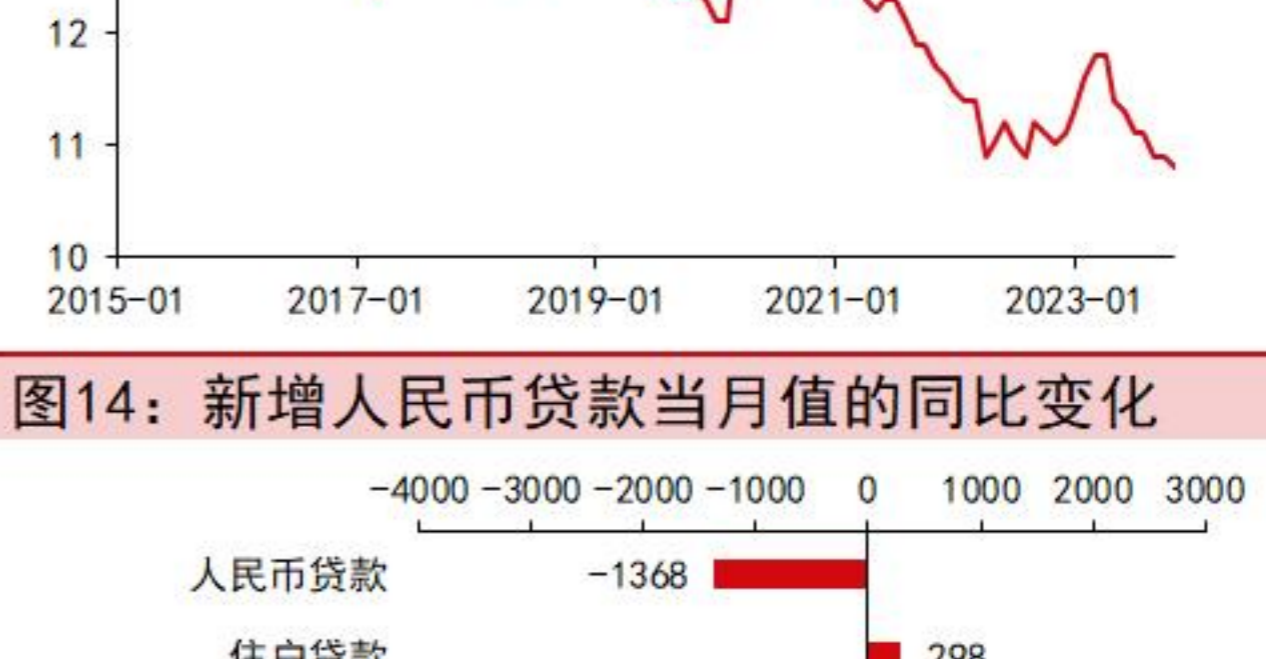
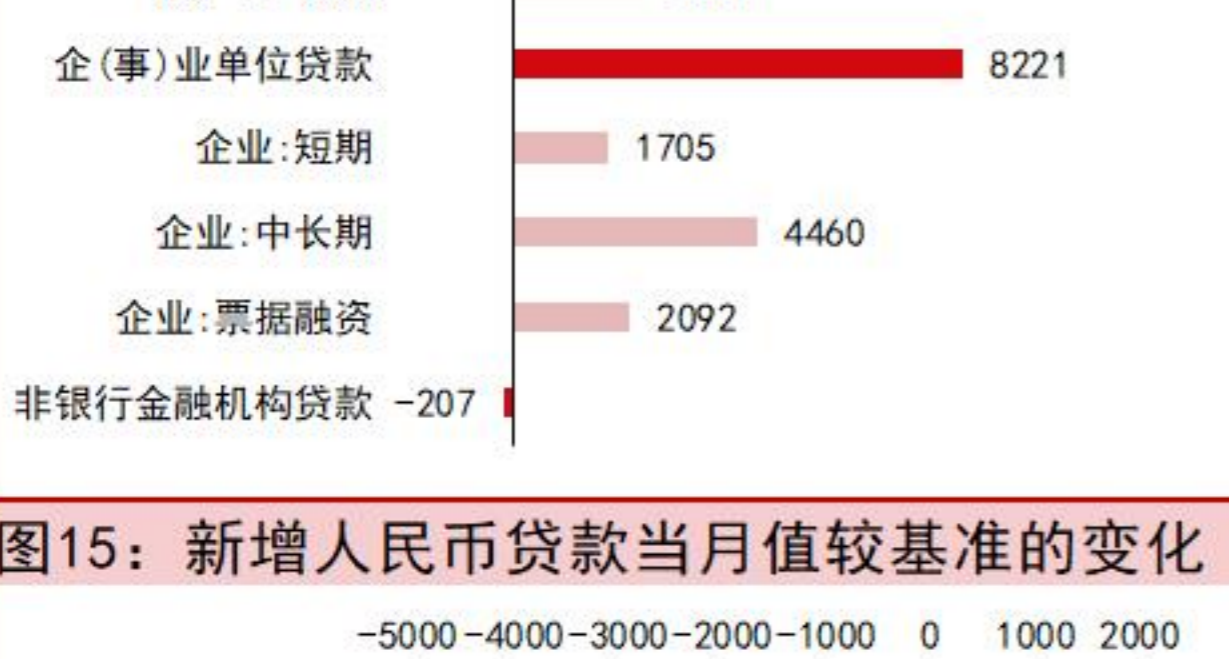
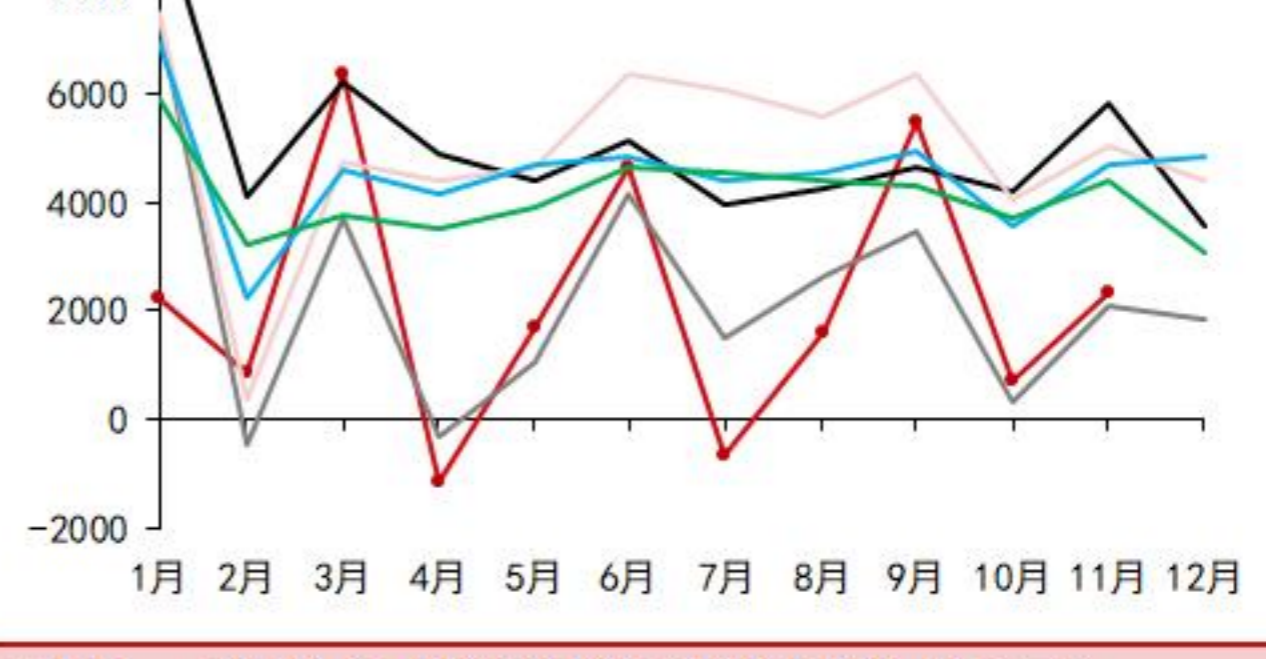
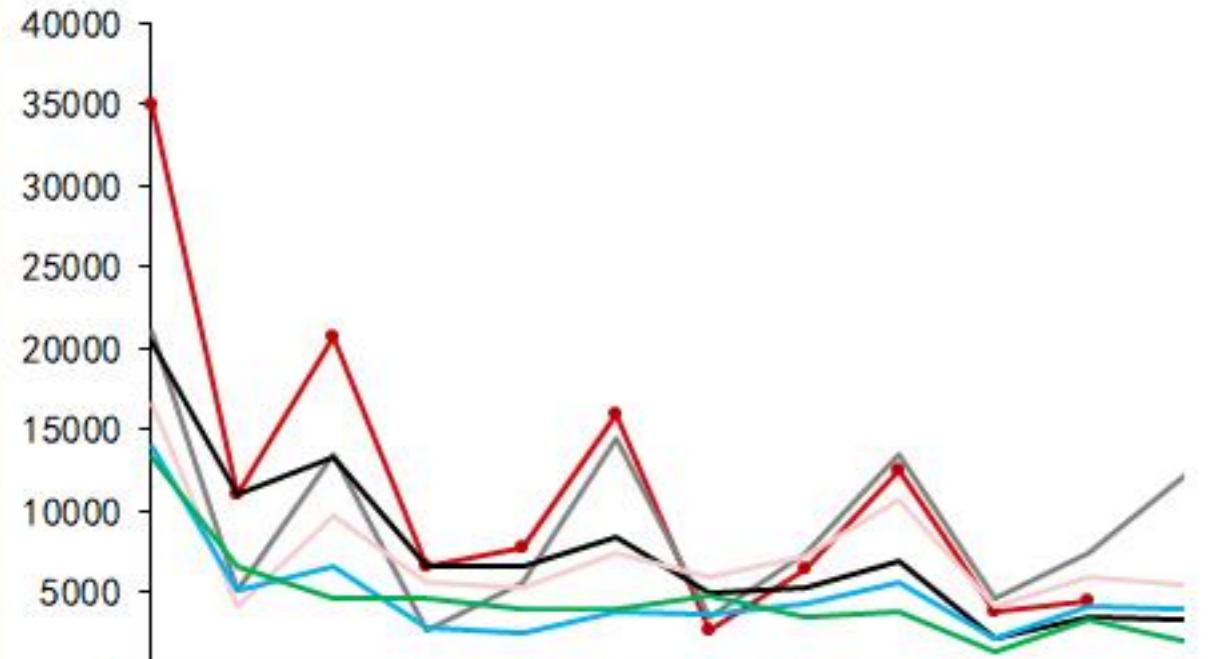
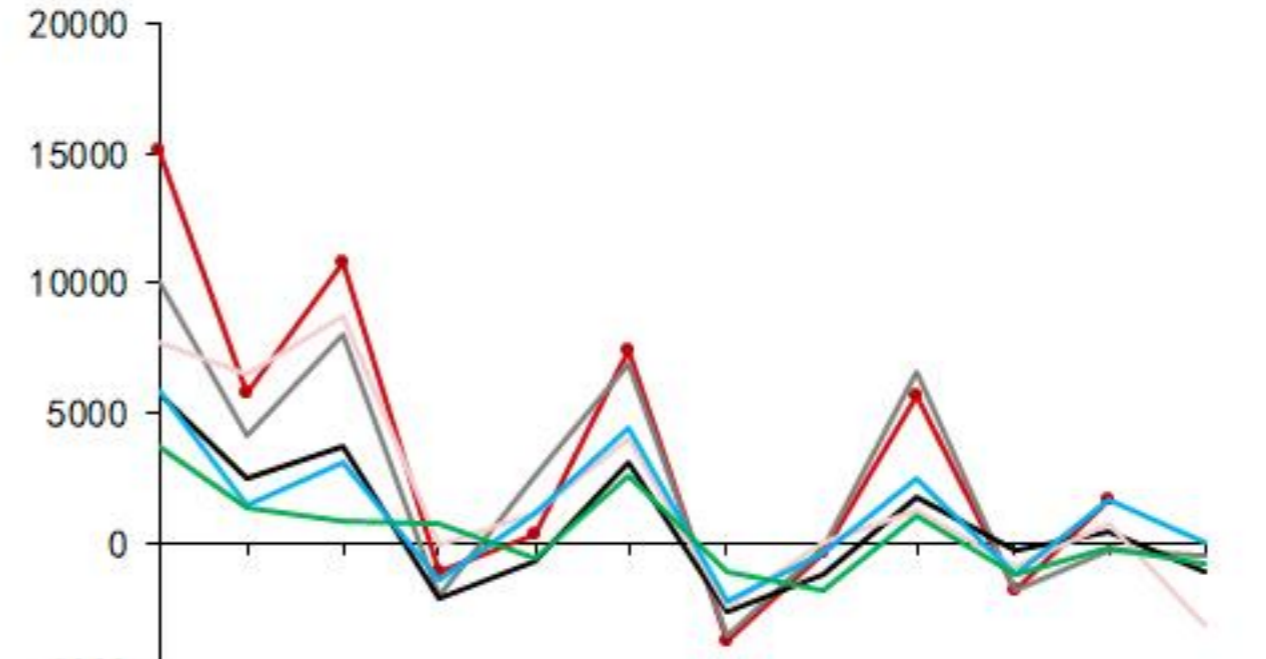
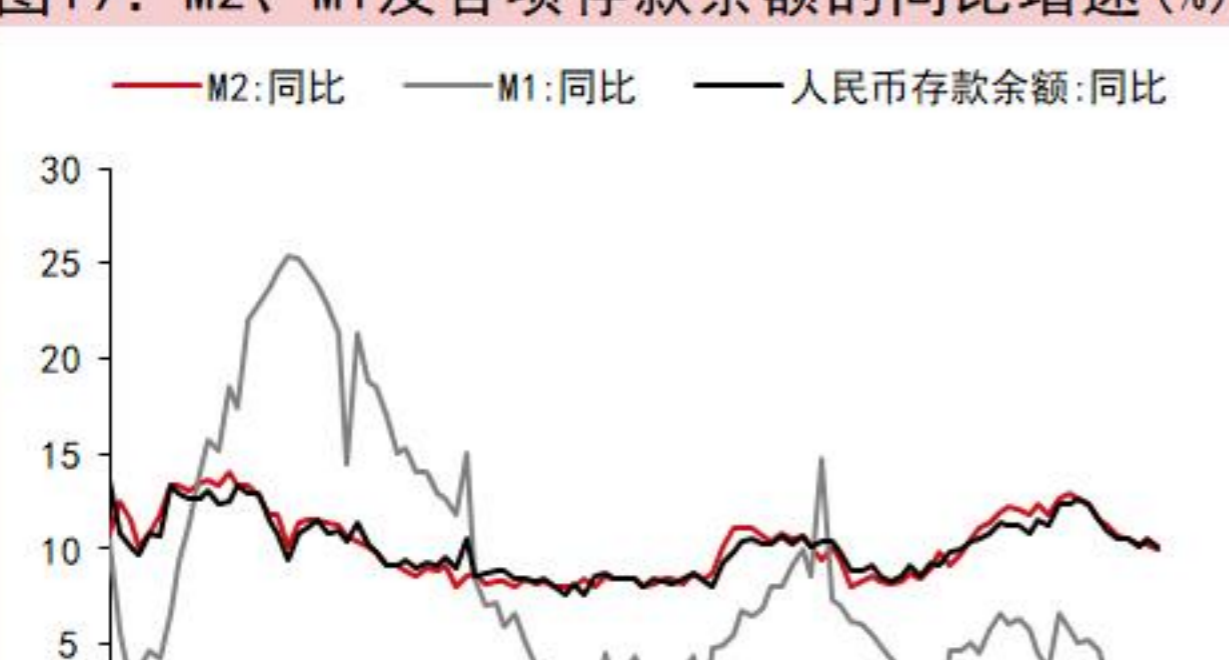
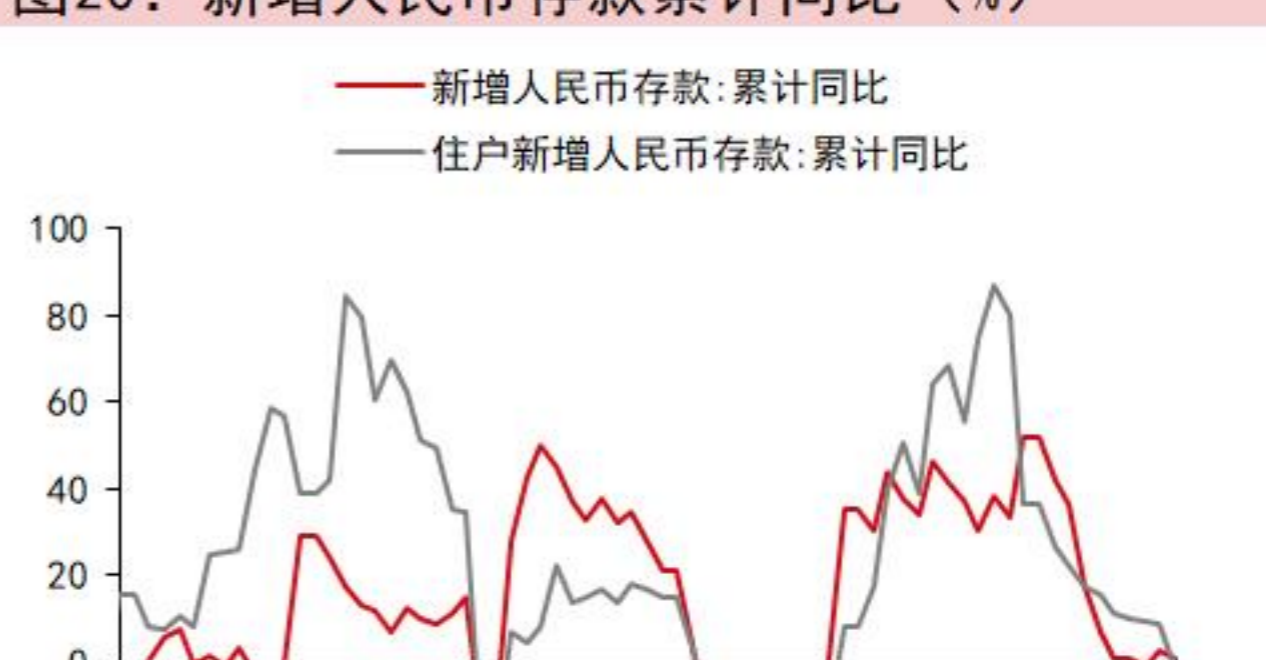
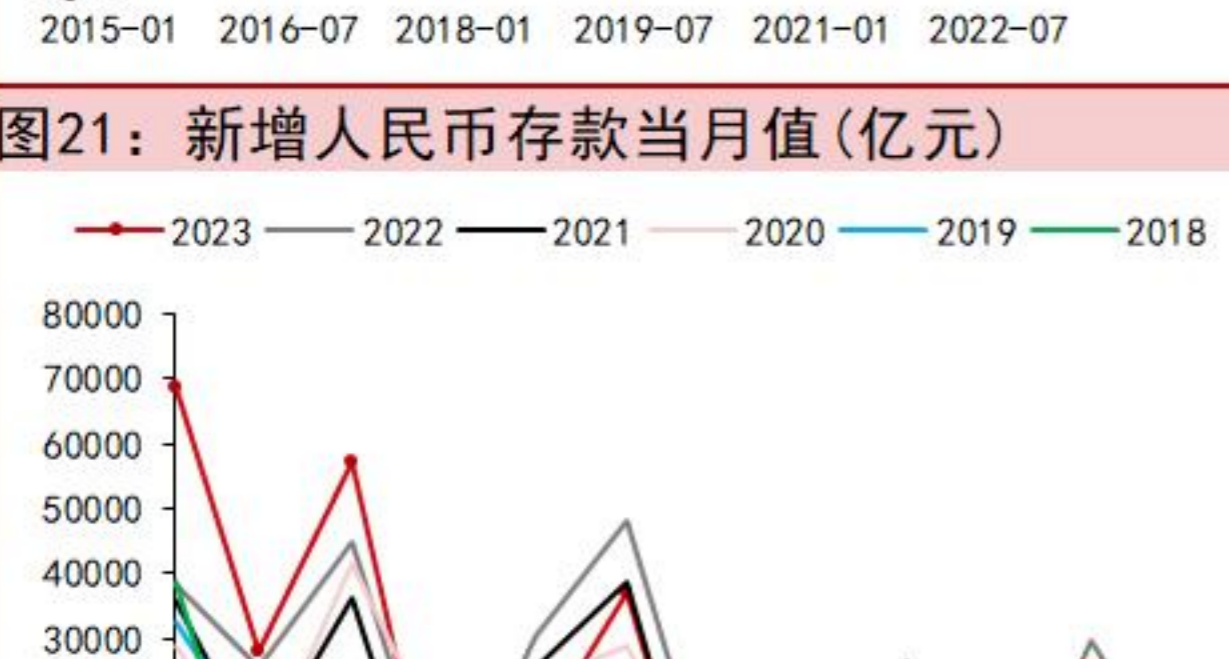
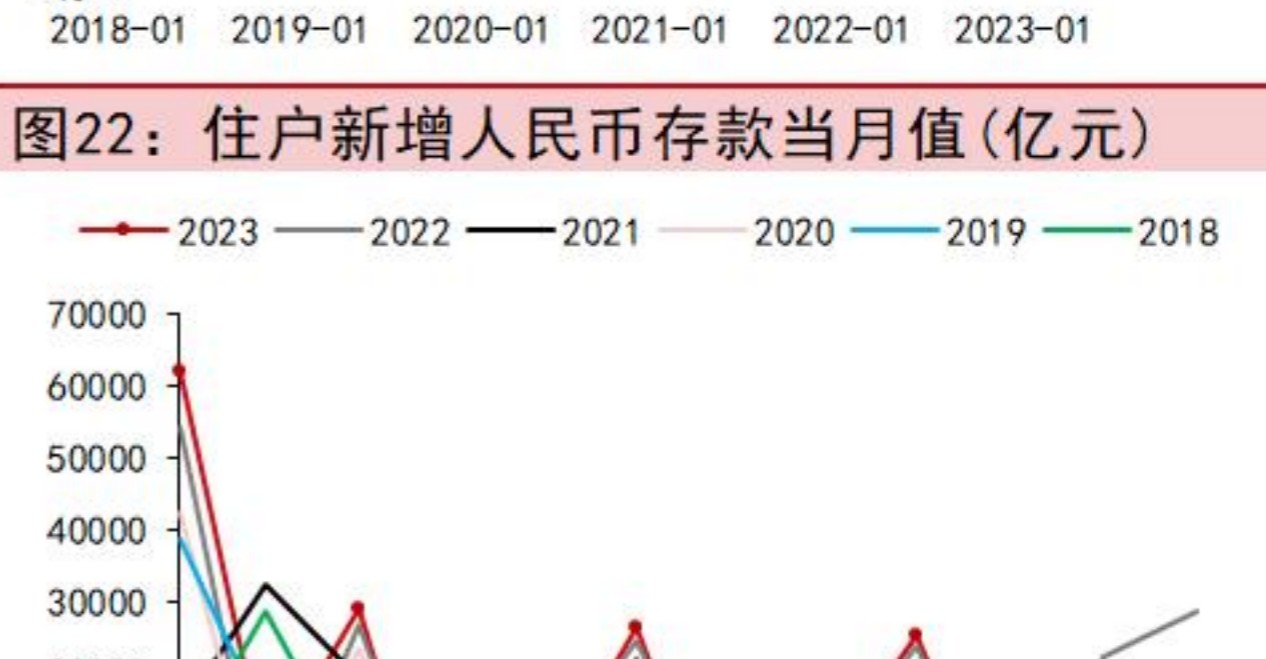
2、信贷数据显示11月居民融资需求边际恢复但仍偏弱，企业中长期融资需求仍偏弱。11月住户贷款新增2925亿元，较基准少增3906亿元。其中，住户中长期贷款新增2331亿元，较基准少增2358亿元，表现仍偏弱，但高于今年5、8月份1640亿元的水平，反映居民融资需求边际恢复。11月企(事)业单位贷款新增8221亿元，较基准多增1427亿元。其中，中长期贷款较基准多增254亿元，而短期贷款与票据融资合计较基准多增1838亿元。企业信贷的增长主要由短期融资增长驱动，说明企业中长期融资需求偏弱。

3、11月M1同比增速回落，反映经济活力仍然不足；高基数效应导致M2同比增速回落。11月M1同比增速回落0.6个百分点至1.3%，反映活期存款增长放缓，存款定期化倾向显著，经济活力相对不足。11月M2与人民币存款余额分别同比增长10.0%、10.2%，增速较上月均回落0.3个百分点，主要因为去年11月基数相对较高。

4、11月银行间利率略有回落但仍偏高，政府债券大量发行导致银行间资金面并不宽松。11月银行间同业拆借加权平均利率环比下降3BP至1.89%，高于1.8%的7天期逆回购利率。

5、展望：万亿国债增发支持12月社融偏快增长，国内经济总体处于波浪式恢复过程之中。万亿国债增发将支持12月政府债券净融资继续偏快增长。在万亿国债发行完毕后，明年一季度政府债券净融资增长可能阶段性放缓。12月以来30大中城市商品房销售季节性回落，表现偏弱，预计未来几个月居民融资需求仍偏弱。万亿国债最快在今年12月形成实物工作量，主要在明年上半年落地生效，这有望支持国内经济进一步恢复；不过，偏弱的房地产可能限制经济恢复的力度。总体来看，国内经济处于波浪式恢复过程之中。

风险提示：房地产显著下滑，货币政策大幅放松

图1：新增社会融资规模当月值(亿元)**图2：社会融资规模存量同比增速(%)****图3：新增社融及其分项的当月值(亿元)****图4：新增社融及其分项当月值的同比变化****图5：新增社融及其分项较基准的变化(亿元)****图6：新增人民币贷款当月值(亿元)****图7：政府债券净融资当月值(亿元)****图8：企业债券净融资当月值(亿元)****图9：社融存量主要分项的同比增速(%)****图10：表外融资主要分项存量规模(万亿元)****图11：金融机构新增人民币贷款当月值(亿元)****图12：金融机构人民币贷款余额同比增速(%)****图13：新增人民币贷款当月值及其分项(亿元)****图14：新增人民币贷款当月值的同比变化****图15：新增人民币贷款当月值较基准的变化(亿元)****图16：新增住户中长期贷款当月值(亿元)****图17：新增企业中长期贷款当月值(亿元)****图18：新增企业短期贷款当月值(亿元)****图19：M2、M1及各项存款余额的同比增速(%)****图20：新增人民币存款累计同比(%)****图21：新增人民币存款当月值(亿元)****图22：住户新增人民币存款当月值(亿元)****图23：新增人民币存款当月值及其分项(亿元)****图24：新增存款同比变化与较基准变化(亿元)****图25：银行间拆借利率与逆回购利率(%)****图26：1年与5年期LPR(%)**

数据来源：Wind 中信期货研究所

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经授权，不得发布或复制本报告任何内容。中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。