

11 月金融数据点评

社融存量增速明确回升趋势

新增信贷和新增社融均低于市场预期，但社融存量同比增速较 10 月继续回升，且升幅有所加大，确认社融增速回升的趋势；M0 同比增速大幅回升，年底节前流动性投放已经开始放松；房地产相关融资需求继续走强，但需要关注企业中长期贷款同比少增可能影响后续制造业固定资产投资的情况。

- 11 月新增社融 2.61 万亿元，社融存量同比增长 10.11%，新增人民币贷款 1.3 万亿元。11 月保供稳价政策加快落实，叠加房地产融资政策边际放松，社融增速出现加速回升迹象。
- 政府债券融资占比继续上升。社融存量结构中关注三方面，一是政府债券融资占比持续上升，有利于 2022 年财政支出前置，稳定基建投资增速和稳增长政策落实，二是关注房地产行业融资边际放松，对企业债和表外融资结构的影响，三是股票融资占比持续小幅上升，需要关注 2022 年股票市场供需结构的变化，可能对市场造成的影响。
- 11 月 M2 同比增长 8.5%，M1 同比增长 3%，M0 同比增长 7.2%，单位活期存款同比增长 2.43%，准货币同比增长 10.63%。11 月 M0 同比增速明显上升，表明货币政策已经在边际出现放松迹象；生产端受保供稳价政策加快落实影响，企业生产经营有所好转，叠加年底产成品补库存需求上升，企业流动性需求上升；需求端主要受到多地散发疫情、电商促销和春节前消费等多重因素影响，居民部门流动性增速有所下降。考虑到 12 月央行实施全面降准，预计流动性层面将继续好转。
- 11 月存款多增 1.14 万亿元，其中居民存款多增 7308 亿元，企业存款多增 9451 亿元，相较之下财政存款少增 7281 亿元，主要体现在财政存款少增 5424 亿元和非银存款少增 8773 亿元。新增贷款 1.27 万亿元，新增票据融资 1605 亿元，新增居民贷款 7337 亿元，较去年同期继续多增。信贷的多增主要表现在票据和居民中长期贷款方面，需要关注的是，房地产融资虽然边际放松，但目前主要放松的居民按揭贷款和房地产企业开发贷，在房地产融资边际好转的情况下，11 月企业贷款较去年少增，可能说明需要关注后续制造业固定资产投资增速。
- 社融存量增速明确回升趋势。11 月较 10 月 M2 增速下行，M1 增速上行，M0 增速上行，社融增速上行，新增社融略低于市场预期，新增信贷低于市场预期，政府债发行较去年同期多增，直接融资多增，表外融资继续收缩，票据贷款延续多增，财政存款大幅少增，居民中长期贷款同比多增，企业贷款同比少增。从 11 月金融数据的变化趋势可以看出，央行在基础货币投放方面已经开始加大力度，但实体经济的融资需求整体依然偏弱，新增贷款表现最强劲的是房地产相关融资的边际回升。无论从春节前后的季节性固定资产投资复工规律、企业年底产成品补库存需求、政府债券维持较高的发行量，还是春节假期前后实体经济的流动性需求波动等方面来看，都需要货币政策适当宽松以平稳度过年底和春节假期时段，加之当前经济下行压力较大，我们认为 11 月出现的社融存量增速回升趋势将在 12 月乃至 2022 年上半年延续。
- 风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

社融略低于预期。11月新增社融2.61万亿元，较去年同期多增4745亿元，较10月多增1.02万亿元，略低于市场预期。11月社融存量同比增长10.11%，较10月上升0.09个百分点，增幅高于10月。11月保供稳价政策加快落实，叠加房地产融资政策边际放松，社融增速出现加速回升迹象。

人民币信贷低于预期。11月新增人民币贷款1.3万亿元，较去年同期少增2309亿元，较10月多增5248亿元，低于市场预期的1.53万亿元。社融各个分类当中，直接融资较去年同期多增3787亿元，表内融资较去年同期少增1996亿元，表外融资少增495亿元，细项看，政府债券较去年同期多增4158亿元，多增幅度最大，预计有助于基建投资增速持续回升，其次是企业债多增3264亿元，汇票也较去年同期多增242亿元，一方面是企业融资环境有所好转，另一方面表明企业融资需求有所上升。

图表 1. 新增社融构成和变化 (单位: 亿元)

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	26,100	13,000	(134)	35	(2,190)	(383)	4,104	1,294	8,158
环比上月变动	10,201	5,248	(101)	208	(1,129)	503	2,074	448	1,991
同比去年同期	4,745	(2,309)	313	66	(803)	242	3,264	523	4,158

资料来源: 万得, 中银证券

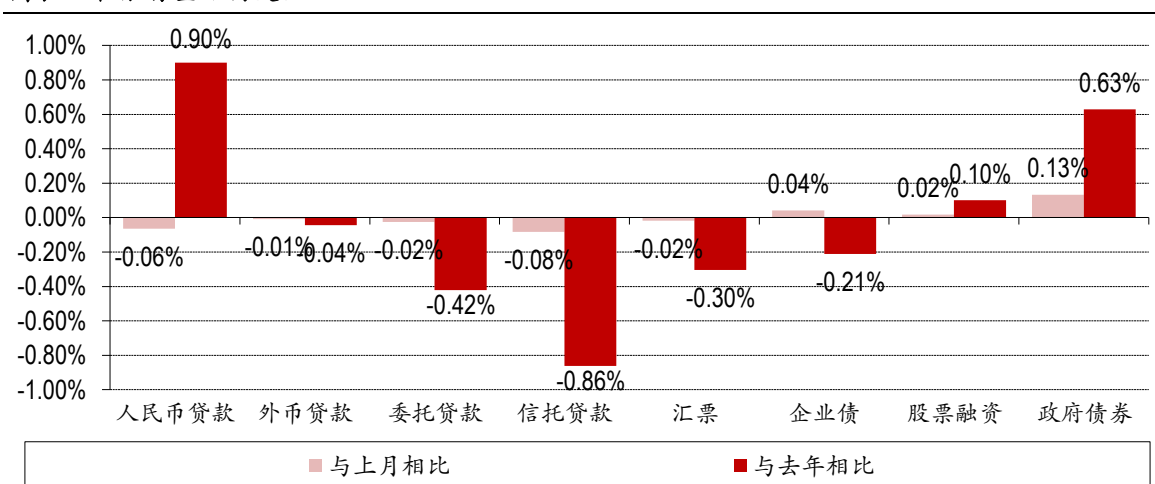
图表 2. 新增社融分类变化 (单位: 亿元)

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	12,866	(2,538)	5,398	10,374
环比上月变动	5,147	(418)	2,522	2,950
同比去年同期	(1,996)	(495)	3,787	3,449

资料来源: 万得, 中银证券

政府债券融资占比继续上升。从社融存量结构来看, 2021年11月与10月相比, 占比上升的主要是政府债券, 占比上升0.13%, 股票融资占比较10月上升了0.02%, 企业债融资占比也小幅上升0.04%; 与去年同期相比, 依然是人民币贷款和政府债券占比大幅上升, 股票占比小幅上升。社融存量结构中关注三方面, 一是政府债券融资占比持续上升, 有利于2022年财政支出前置, 稳定基建投资增速和稳增长政策落实, 二是关注房地产行业融资政策边际放松, 对企业债和表外融资结构的影响, 三是股票融资占比持续小幅上升, 需要关注2022年股票市场供需结构的变化, 可能对市场造成的影响。

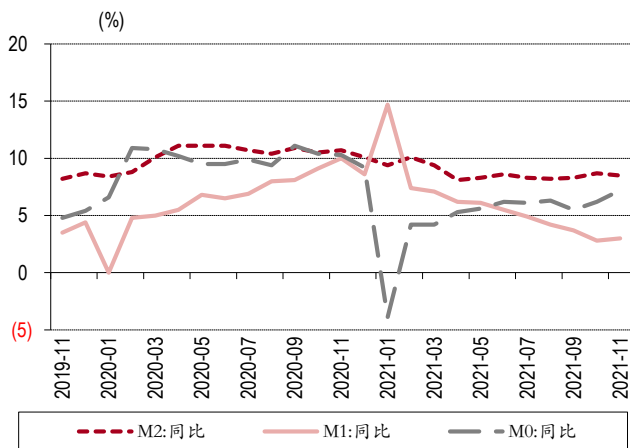
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源: 万得, 中银证券

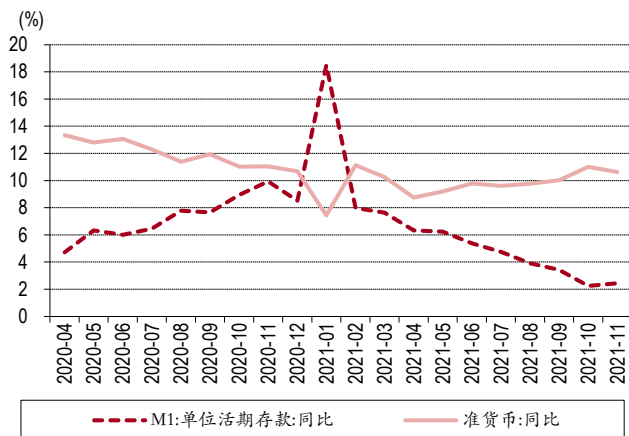
M2 增速低于预期。11 月 M2 同比增长 8.5%，较 10 月下降 0.2 个百分点；M1 同比增长 3%，较 10 月上升 0.2 个百分点；M0 同比增长 7.2%，较 10 月上升 1 个百分点。11 月单位活期存款同比增长 2.43%，较 10 月上升 0.19 个百分点，准货币同比增长 10.63%，较 10 月下降 0.37 个百分点。11 月 M0 同比增速明显上升，表明货币政策已经在边际出现放松迹象；生产端受保供稳价政策加快落实影响，企业生产经营有所好转，叠加年底产成品补库存需求上升，企业流动性需求上升；需求端主要受到多地散发疫情、电商促销和春节前消费等多重因素影响，居民部门流动性增速有所下降。考虑到 12 月央行实施全面降准，预计流动性层面将继续好转。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

财政支出明显增加。11 月存款多增 1.14 万亿元，其中居民存款多增 7308 亿元，企业存款多增 9451 亿元，相比之下财政存款少增 7281 亿元，与去年同期相比，存款少增 9600 亿元，主要体现在财政存款少增 5424 亿元和非银存款少增 8773 亿元。11 月财政存款少增表明政府支出在加速，预计在形成实物投资和稳增长的政策引导下，未来基建投资增速有望持续回升。

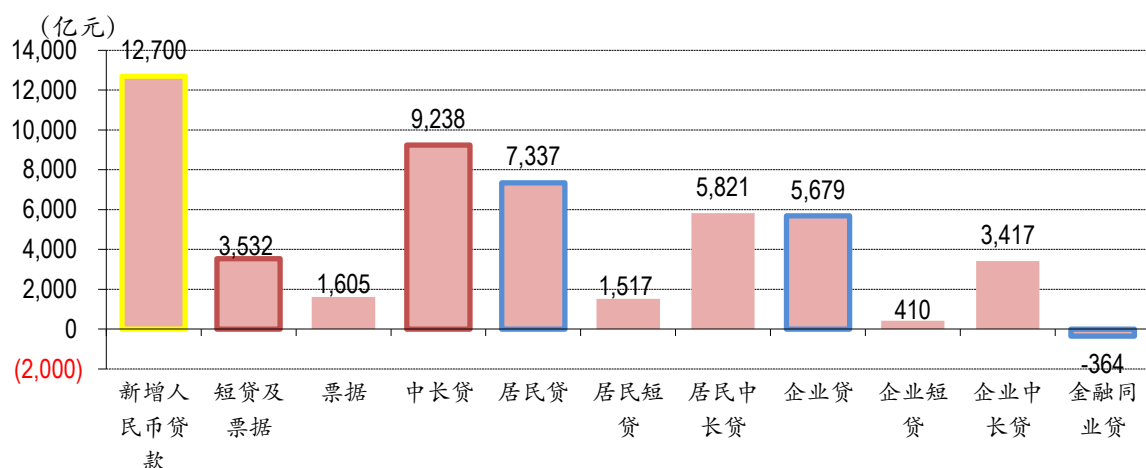
票据融资量和居民中长期贷款继续多增。11 月新增贷款 1.27 万亿元，较去年同期少增 1600 亿元，其中短贷及票据多增 3532 亿元，较去年同期少增 492 亿元，中长贷新增 9238 亿元，较去年同期少增 1698 亿元。11 月新增票据融资 1605 亿元，较 10 月多增 445 亿元，较去年同期多增 801 亿元，融资量持续多增；居民贷款持续好转，11 月新增 7337 亿元，较去年同期少增 197 亿元主要体现在短贷方面，其中居民中长贷较去年同期多增 772 亿元，企业贷表现偏弱，其中短贷较去年同期少增 324 亿元，中长贷较去年同期少增 2470 亿元。信贷的多增主要表现在票据和居民中长期贷款方面，需要关注的是，房地产融资虽然边际放松，但目前主要放松的居民按揭贷款和房地产企业开发贷，在房地产融资边际好转的情况下，11 月企业贷款较去年少增，可能说明需要关注后续制造业固定资产投资增速。

图表 6. 新增存款贷款变化 (单位: 亿元)

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		11,400	7,308	9,451	(7,281)	(257)	2,179
	环比上月变动	3,751	19,408	15,172	(18,381)	(12,657)	209
	同比去年同期	(9,600)	974	968	(5,424)	(8,773)	2,655
		新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款		12,700	3,532	9,238	7,337	5,679	(364)
	环比上月变动	4,438	2,234	2,827	2,690	2,578	(947)
	同比去年同期	(1,600)	(492)	(1,698)	(197)	(2,133)	678

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券

社融存量增速明确回升趋势。11月较10月M2增速下行，M1增速上行，M0增速上行，社融增速上行，新增社融略低于市场预期，新增信贷低于市场预期，政府债发行较去年同期多增，直接融资多增，表外融资继续收缩，票据贷款延续多增，财政存款大幅少增，居民中长期贷款同比多增，企业贷款同比少增。从11月金融数据的变化趋势可以看出，央行在基础货币投放方面已经开始加大力度，但实体经济的融资需求整体依然偏弱，新增贷款表现最强劲的是房地产相关融资的边际回升。无论从春节前后的季节性固定资产投资停复工规律、企业年底产成品补库存需求、政府债券维持较高的发行量，还是春节假期前后实体经济的流动性需求波动等方面来看，都需要货币政策适当宽松以平稳度过年底和春节假期时段，加之当前经济下行压力较大，我们认为11月出现的社融存量增速回升趋势将在12月乃至2022年上半年延续。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30945

