

11月金融数据：大规模宽信用仍待2022年一季度

核心观点

预期差：11月人民币贷款增加1.27万亿元，同比少增1605亿元，低于我们的预测值1.6万亿和wind一致预期1.53万亿，增速较前值回落0.2个百分点至11.7%。结构仍然呈现鲜明的企业中长期贷款大幅同比少增、票据大幅同比多增的特征，信贷结构不佳。11月社会融资规模增量为2.61万亿，同比多增4745亿元，略低于我们的预测值2.77万亿及wind一致预期2.81万亿，增速微升0.1个百分点至10.1%，宽信用初期节奏较慢。总体看，我们认为大规模宽信用仍待2022年一季度“四箭齐发”宽信用：制造业贷款、减碳贷款、基建贷款、按揭贷款。映射到市场表现，我们仍看年底10年期国债收益率有望下探至2.8%左右，但在宽信用预期下，其进一步下行空间或较为有限，10年期国债收益率下降至2.8%后可能反弹，进入反转向上过程。

□ 信贷同比少增低于预期，结构继续恶化

11月人民币贷款增加1.27万亿，同比少增1605亿元，低于我们的预测值1.6万亿和wind一致预期1.53万亿，增速较前值回落0.2个百分点至11.7%。结构仍然呈现鲜明的企业中长期贷款大幅同比少增、票据大幅同比多增的特征，11月企业中长期贷款新增3417亿元，同比少增2470亿元，受地产调控及实体经济回落的影响，企业资本开支意愿较难快速改善，银行仍在“冲票据”，11月票据融资新增1605亿元，同比多增801亿元，5月以来两者此消彼长的信贷结构恶化持续验证我们在9月2日发布的报告《信贷宽松是否代表信用宽松？——解答市场近期四个核心关切》中的判断“我们认为当前及未来一段时间的信贷总量和结构特征将与2012年较为相似，2012年贷款需求指数下行的同时信贷增速持续上行，信贷结构上，1-5月主要靠冲票据，6月后主要做短期贷款”。而票据占比上行体现的是实体经济下行压力，这也是我们此前持续看12月仍有降准窗口的原因，目前已经得到兑现。11月居民中长期贷款增加5821亿元，同比多增772亿元，居民短期贷款受疫情反复冲击消费影响，仅增加1517亿元，同比少增969亿元。

□ 社融增速小幅回升，年内宽信用较为缓慢

11月社会融资规模增量为2.61万亿，同比多增4745亿元，略低于我们的预测值2.77万亿及wind一致预期2.81万亿，增速微升0.1个百分点至10.1%，宽信用初期节奏较慢。结构上，11月社融口径人民币贷款新增1.3万亿，同比少增2309亿元，是社融同比变化的主要拖累；但政府债券和企业债券构成支撑，得益于专项债发行加快，政府债券新增8158亿元，同比多增4158亿元；去年11月受永煤违约事件冲击，企业债券净融资仅为840亿元，叠加今年11月城投债净融资有所改善，今年11月企业债券融资4104亿元，同比多增3264亿元，幅度较大。股票融资1294亿元，除市场行情趋稳外，也有北交所融资规模增量的支撑；信托贷款减少2190亿，与今年内其他月份数值基本相当；委托贷款增加35亿，波动幅度不大；未贴现票据减少383亿，与经济下行及贴现量大增有关，预计短期仍将持续。

□ M2增速小幅回落，M1增速小幅反弹

11月末，M2增速小幅下行0.2个百分点至8.5%，低于我们及wind一致预期的8.7%，核心仍是信贷投放低于预期的拖累。M1同比增速小幅反弹0.2个百分点至3%，高于预期，我们认为或反映地产销售有边际回暖及平台公司监管环境缓和，与居民中长期贷款同比多增及城投债发行有所改善相对应。11月M0同比增速提高1个百分点至7.2%，我们觉得近两个月数据抬头与经济下行压力加大下的结构失衡有关，局部低增长地区经济面临相对更大的增长压力。

□ 大规模宽信用仍待2022年一季度

12月6日央行全面降准落地，验证了我们持续强调的“年内降准窗口仍未关闭”观点，经济回落压力加大的情况下，全面降准正当其时。我们认为降准后需关注2022年一季度宽信用稳增长，即2022年一季度“四箭齐发”宽信用：制造业贷款、减碳贷款、基建贷款、按揭贷款。数据表现上，预计后续社融增速继续缓慢上行，目

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

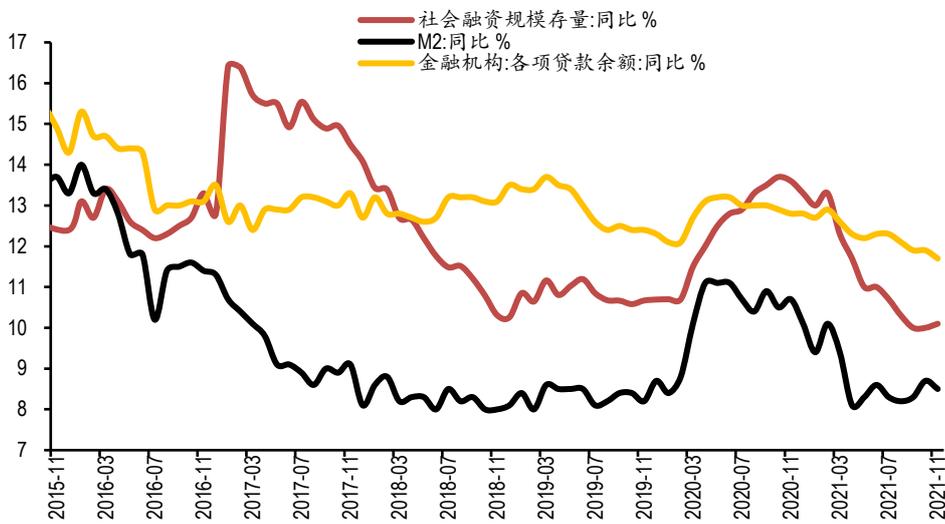
邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

前信贷结构仍靠票据支撑，企业中长期贷款仍然疲弱，信贷结构不佳，信贷、社融增速的回暖仍是表观变化，且较为缓慢，核心需关注 2022 年一季度，我们提示“四箭齐发”宽信用开启，信贷结构优化、社融的放量将与经济形势改善同步出现。预计 2022 年社融增速总体前低后高，而一季度新增规模有望达历史社融季度增量峰值，初步预测达 11.3 万亿。此外，我们在 12 月 6 日的点评中提出，后续政策利率是否下调要关注近期 DR007 水平，7 日至今几日的 DR007 走势已经回到 2.2% 中枢附近，我们认为后续央行降息的概率不大。映射到市场表现，我们仍看年底 10 年期国债收益率有望下探至 2.8% 左右，但在宽信用预期下，其进一步下行空间或较为有限，我们认为 10 年期国债收益率下降至 2.8% 后可能反弹，进入反转向上过程。

风险提示：经济回落压力超预期，扰动国内货币政策，可能导致宽松节奏加速。

图 1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_30951

