

证券研究报告

固收&银行

中性（维持）

信贷需求平稳，供给端调控推升数据

证券分析师

吴泽民

投资咨询资格编号:S1060518090001
电话 021-20667760
邮箱 WUZEMIN245@PINGAN.COM.CN

刘璐

投资咨询资格编号:S1060519060001
电话 010-56800337
邮箱 LIULU919@PINGAN.COM.CN

张亚婕

投资咨询资格编号:S1060517110001
电话 021-20661934
邮箱 ZHANGYAJIE976@PINGAN.COM.CN

研究助理

李晴阳

一般证券从业资格编号:S1060118030009

邮箱

LIQINGYANG876@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

事项：

12月10日，央行公布11月金融和社融数据：11月新增人民币贷款1.39万亿，人民币存款增加1.31万亿，新增社融1.75万亿，余额增速10.7%，M2增速8.2%。

平安观点：

■ 固收：信贷需求平稳，供给因素主导数据上行

11月金融数据显示信贷需求平稳运行。企业中长贷和居民中长贷稳健增长。根据前序月份数据估算，地方政府隐性债务置换对企业中长贷的提振约500-1000亿/月。另外，9-10月基建项目大量报批对银行配套融资需求也有一定提振。然而真正使得数据超预期的，还是短期限融资，监管对信贷供给端的引导可能是重要原因。回顾9-11月，其实可以看到金融数据波动很大，但更多是供给层面的影响，信贷需求运行整体上是较为平稳的。由于供给因素促使数据波动扩大，因此不宜因单月数据的波动而过于乐观/悲观。短期无风险利率倾向于震荡，观察后续贸易谈判、年末资金面和中央经济工作会议。

■ 银行：社融增速稳于10.7%，逆周期调控加码助力信贷投放回暖

11月居民贷款稳健、企业短贷和中长贷双双回暖，是市场因素和监管导向的综合作用，11月政策利率引导LPR报价下行、金稳会强调“强化逆周期调节”，政策的定向引导促进企业贷款结构向好，中小银行资本补充提速支撑贷款投放，但未来仍需看宏观经济和实体融资需求改善情况。在信贷走强、非标降幅收敛下，本月社融表现稳健，目前1万亿专项债计划已下达，未来关注非标集中到期压力和专项债前置对社融的拉动情况。银行整体基本面稳健，行业指数PB(LF)小幅下行至0.81倍左右，主要是年末受机构获利了结影响，部分个股出现回调，但市场风险偏好无明显提升下，低估值且基本面良好的标的仍存在相对收益空间，结合逆周期调控提振实体融资需求，关注板块长期确定性价值，我们继续推荐招商银行、宁波银行、常熟银行。

■ 风险提示：1) 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露；2) 政策调控力度超预期；3) 市场下跌出现系统性风险；4) 部分公司出现经营风险。

数据分析：

■ 固收：信贷需求平稳，供给因素主导数据上行

- 11月金融数据显示信贷需求平稳运行。企业中长贷新增4200亿，延续稳健增长。企业中长贷稳健增长有地方政府隐性债务置换的因素，根据前序月份数据的估测，该项对企业中长贷的提振约500-1000亿/月。另外，9-10月基建项目大量报批对银行配套融资需求也有一定提振。居民中长贷新增4700亿，同比去年平稳增长。
- 然而真正使得数据超预期的，还是短期限融资。11月居民短贷新增2100亿，企业短贷新增1600亿，表内票据贴现虽少一些，但有集中到期因素，表内外票据汇总也有1200亿，各条线短期融资均较前序月份明显改善。那么短期限融资上量，更多是融资需求回暖还是银行供给端的因素？我们不否认11月仍处于生产旺季，且今年冬季基本没有见到严格的限产措施，制造业存在生产周转层面的短期限融资需求，但从11月票贴利率的运行态势看，下旬大部分时间票贴利率都在低位运行，说明供给端的因素可能更为重要。今年的几次短期限融资冲量（3月、6月、9月、11月），11月票贴利率的走势是最弱的，大幅度低于资金成本，说明银行对信贷资产的渴求更胜以往，监管引导可能是重要原因。
- 回顾我们过去几个月的观点，其实可以看到9-11月金融数据波动很大，但更多是供给层面的影响，信贷需求运行整体上是较为平稳的。而从社融端看，可以看到随着房地产信托放缓和非标到期回升，11月非标贷款收缩1600亿，收缩幅度较前期有所提速。年末是非标到期高峰，且从监管披露数据看，明年非标到期量（以信托为例）比今年还要高10%左右，后续还是要关注非标到期压力和相应的监管安排。
- 存款端，M1略回升0.2个百分点至3.5%，而M2下行0.2个百分点至8.2%。历史上M1迅速上行、M1-M2剪刀差收窄、居民存款向企业库存转化是库存周期启动的重要信号，但目前形势则有所不同。11月新增居民存款仅2500亿（同比-4900亿），但其中只有一小部分对应企业存款多增（同比+1300亿），更大程度上是与非银存款（同比+3800亿）和财政存款（同比+4200亿）有关，另外，居民存款自身也有高基数的问题。而从M1的点位看，也只是底部企稳，和历史上的M1上行周期有明显差距。
- 总体看，11月数据虽然有些超预期，但信贷需求仍平稳运行，没有出现明显的改善信号。数据上行主要是短期限融资，信贷供给的监管引导是主要因素。9月以来供给层面的因素对数据幅度扰动较大，因此不宜因单月数据的波动而过于乐观/悲观。短期无风险利率倾向于震荡，观察后续贸易谈判、年末资金面和中央经济工作会议。

■ 银行：社融增速稳于10.7%，逆周期调控加码助力信贷投放回暖

11月信贷投放回暖，居民贷款显韧性、企业短贷和中长贷均多增。11月人民币贷款余额增速12.4%持平上月，下半年以来延续同比下行0.7个百分点，单月新增贷款1.39万亿，环比10月信贷小月投放回暖，同时较上年同期多增1400亿，主要来自企业贷款多增：**1）居民贷款**新增6831亿，基本持平上年同期，一方面“双11”带动以消费贷为主的居民短贷需求季节性提升，另一方面地产调控持续下居民中长贷保持一定韧性，今年以来月均投放规模在4500亿左右，且11月政策利率下行引导LPR短期和中长期报价同步下行5BP，也对信贷需求形成一定支撑。**2）企业贷款**显著回暖，11月新增6794亿，同比多增逾千亿。票据少增超1700亿的情况下，主要来自企业短贷和中长贷分别同比多增超1700亿和900亿，归因来看是市场因素和监管导向的综合作用。11月央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，针对“局部性社会信用收缩压力”，强调“强化逆周期调节”，提出“下一步工作核心是通过引导银行加大信贷投放、继续推动贷款实际利率下行助力经济稳增长”。强监管引导下，企业短贷显著多增，中长期贷款

投放占比保持 60%左右高位；票据贴现高基数下同比缩量，考虑到 11 月票据利率明显回落、但开票量和贴现发生额均不弱，表明票据仍存在冲量需求。

- **11 月社融增速企稳，源于信贷多增和非标缩量放缓。**11 月新增社融 1.75 万亿，同比多增 1505 亿；余额增速 10.7%环比持平上月。各分项看：**1)**表外非标融资缩量边际放缓，委贷+信托+未贴现票据总规模负增 1061 亿，低基数下同比少减 843 亿，主要是 11 月低利率环境下开票量走高，未贴现承兑汇票规模有所回升。**2)**企业债发行量同比放缓，高基数下同比少增 1222 亿。**3)**11 月信贷回暖，投向实体经济的信贷规模 1.36 万亿，同比多增 1331 亿，是社融的主要支撑因素。**4)**今年地方政府专项债发行结束，2020 年 1 万亿专项债计划已下达，关注未来专项债前置对社融的拉动情况。总体来看，11 月宽信贷和非标降幅收敛是社融稳于 10.7%的主要支撑，但也受到债券发行放缓的制约，未来社融走势需要看逆周期调控对实体融资需求的拉动情况，以及非标集中到期压力和专项债投放节奏。
- **11 月居民存款少增，M1 回升 M2 下行剪刀差略收敛。**11 月人民币存款增长 1.31 万亿，同比多增约 3600 亿。具体来看，企业和居民新增存款分别较 10 月由负转正，企业存款新增 8656 亿，较上年同期多增 1321 亿，中长贷投放修复促进存款派生；本月存款缺口主要来自居民存款（11 月新增 2466 亿，同比少增 4940 亿），有高基数影响，另一方面或受结构性存款持续强监管影响下的存款形势转换，结合非银金融机构存款新增近 7000 亿（同比多增 3854 亿），下半年以来持续多增，同时财政存款规模收降 2451 亿（同比少减 4192 亿），是本月存款的主要增量来源，年末财政支出力度不及预期。

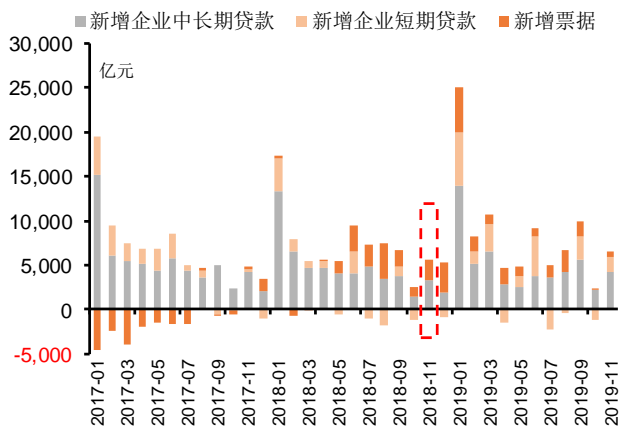
11 月 M1 增速 3.5%，同环比分别提升 2pct 和 0.2pct，市场流动性平稳下，M2 增速环比下行 0.2pct 至 8.2%，M1M2 剪刀差环比小幅收敛 0.4pct 至 -4.7%。

- 总体看，11 月居民贷款稳健、企业短贷和中长贷双双回暖，是市场因素和监管导向的综合作用，未来仍需看宏观经济和实体融资需求改善情况。本月社融表现稳健，目前 1 万亿专项债计划已下达，未来关注非标集中到期压力和专项债前置对社融的拉动情况。银行整体基本面稳健，行业指数 PB(LF) 小幅下行至 0.81 倍左右，主要是年末受机构获利了结影响，部分个股出现回调，但市场风险偏好无明显提升下，低估值且基本面良好的标的仍存在相对收益空间，结合逆周期调控提振实体融资需求，关注板块长期确定性价值，我们继续推荐招商银行、宁波银行、常熟银行。

■ 风险提示：

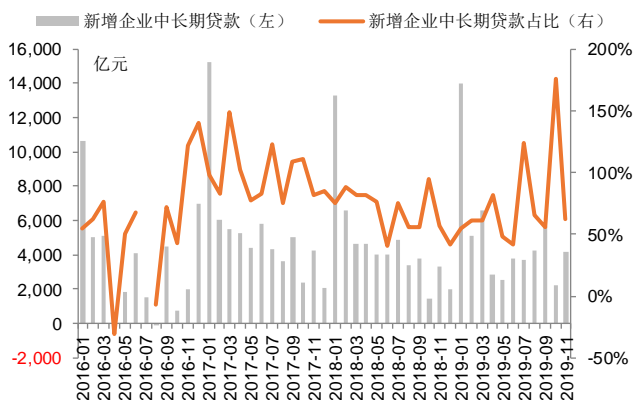
- 1) 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露。银行业与国家经济发展息息相关，其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响行业利润增速。
- 2) 政策调控力度超预期。在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业稳定性造成不利影响。
- 3) 市场下跌出现系统性风险。银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险，市场整体估值向下，有可能带动行业股价下跌。
- 4) 部分公司出现经营风险。银行经营较易受到经济环境、监管环境和资金市场形势的影响。假设在经济下滑、监管趋严和资金趋紧等外部不利因素的催化下，部分经营不善的公司容易暴露信用风险和流动性风险，从而对股价造成不利影响。

图表1 11月企业票贴缩量、短贷和中长贷均同比多增



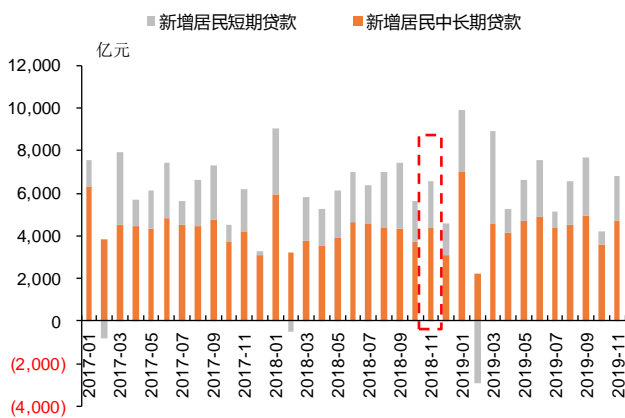
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表2 新增中长贷占比维持在60%左右



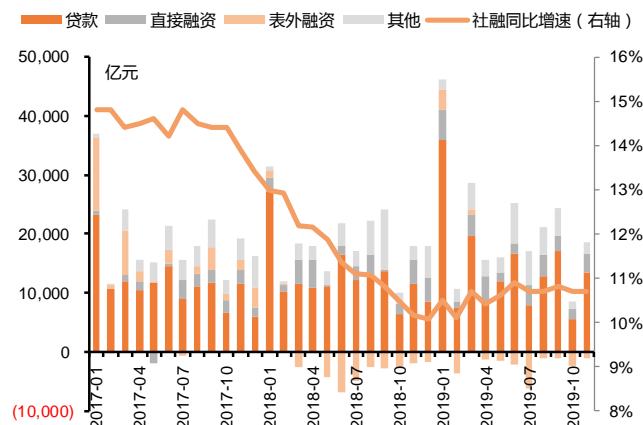
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表3 11月居民短期贷款季节性回暖，中长贷存韧性



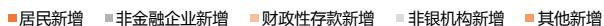
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表4 11月信贷助力社融增速趋稳



资料来源：人民银行、平安证券研究所；注：17年1月后增速采用新口径下社融增速

图表5 11月机构存款多增弥补居民存款少增



图表6 M1回升、M2下行，剪刀差环比略收敛



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_8457



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn