

融资低于预期，政策仍需发力

——11 月金融数据分析

事件概述

2022 年 12 月 12 日，中国人民银行公布 2022 年 11 月份金融数据。11 月新增人民币贷款 1.21 万亿元，预期 1.32 万亿元，前值 6152 亿元；新增社融 1.99 万亿元，预期 2.17 万亿元，前值 9079 亿元；社融存量同比 10%，前值 10.3%；M2 同比 12.4%，前值 11.8%；M1 同比 4.6%，前值 5.8%。

核心观点

11 月社融、信贷低于预期，社融同比增速创 2021 年 10 月以来新低，反映出当前实体融资需求仍然偏弱。分部门来看：企业端仍是主要支撑，中长期贷款同比延续多增，票据冲量有所缓解；居民端表现仍然羸弱，短贷、中长贷同比均大幅少增，且仍低于往年同期。新增社融同比少增，信贷、政府债、企业债拖累明显，非标仍是主要支撑。新增信贷、社融的低于预期，反映后续提振实体融资需求政策加码的必要性依然存在，MLF、逆回购利率的调降或仍有可能。

► 新增信贷仍然偏弱，贷款结构略有改善

总量方面：信贷仍然偏弱，企业好于居民。11 月新增人民币贷款 1.21 万亿元，低于一致预期的 1.32 万亿元，同比少增 600 亿元，低于近 5 年同期水平。分部门来看，企业贷款 8837 亿元，同比多增 3158 亿元，仍然是信贷的主要支撑项；居民贷款 2627 亿元，同比少增 4710 亿元，居民表现仍然羸弱。

结构方面：票据冲量缓解，结构略改善。企业端，中长期贷款同比延续多增，票据冲量有所缓解；居民端，短贷、中长环比有所修复，但仍处于近 5 年同期最低水平。

1) 11 月企业贷款 8837 亿元，同比多增 3158 亿元，结构略有改善。其中企业短期贷款-241 亿元，同比多减 651 亿元；票据融资 1549 亿元，同比少增 56 亿元，票据冲量现象有所缓解。中长期贷款 7367 亿元，同比仍多增 3950 亿元，处于近五年同期最高水平，是信贷的主要支撑。企业中长期贷款延续多增仍是前期稳经济措施推动的结果，从结构看主要集中在基建、地产以及制造业三个领域：1) 政策性开发性金融工具加速落地、商业银行相关配套贷款发力；2) 促进房地产稳定发展政策落地；3) 促进制造业投资政策（设备更新改造专项再贷款）等均对企业中长期贷款产生提振。除此之外，11 月 PSL 增幅明显，单月新增 3675 亿，为 2015 年以来的单月最高值，也对企业中长期贷款产生提振。

2) 11 月居民贷款 2627 亿元，虽环比修复，但同比仍少增 4710 亿元，弱势依旧。其中，居民短贷 525 亿元，同比少增 992 亿元，与 11 月国内疫情多点散发影响居民线下消费有关，往后看随着疫情管控的逐步放开，居民线下消费逐步恢复，相关贷款可能会有所增加。居民中长期贷 2103 亿元，同比少增 3718 亿元，处于近 5 年同期最低水平，与 11 月地产销售数据依然疲弱有关，11 月 30 大中城市商品房成交面积同比-24.78%，降幅较 10 月进一步扩大。

► 新增社融同比少增，非标仍是主要支撑

总量方面：11 月新增社融 1.99 万亿元，低于市场预期的 2.17 万亿元，同比少增 6083 亿元。存量社融增速 10%，较上月回落 0.3 个百分点，为 2021 年 10 月以来新低。

结构方面：信贷、政府债、企业债拖累明显，非标仍是主要支撑。1) 社融口径新增人民币贷款 1.14 万亿元，同比少增 1621 亿元，主要与居民信贷仍然偏弱有关。2) 直接融资同比少增 3916 亿元，其中企业债券净融资 596 亿元，同比少增 3410 亿元；股票融资 788 亿元，同比少增 506 亿元；

3) 政府债券净融资 6520 亿元，同比少增 1638 亿元。具体来看，WIND 数据显示，11 月地方政府债净融资-1324 亿元，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

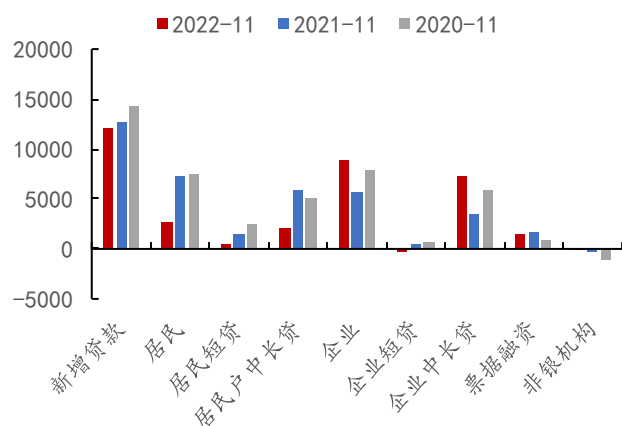
同比少增-6736 亿元，是政府债净融资的主要拖累项，一方面，国常会新增的 5000 亿限额在 10 月已基本发行完毕，另一方面，去年财政后置，基数相对较高。而国债净融资 6069 亿元，同比多增 4029 亿元，是政府债券的主要贡献项。

4) 非标方面，同比多增 2275 亿元，仍是社融的主要支撑：其中新增委托贷款同比多减 123 亿元，新增委托贷款由 8-10 月的同比多增转为多减与政策性开发性金融工具的发行节奏有关。新增信托贷款同比少减 1825 亿元，主要与去年基数较低有关。

► M2 回升、M1 回落，剪刀差扩大

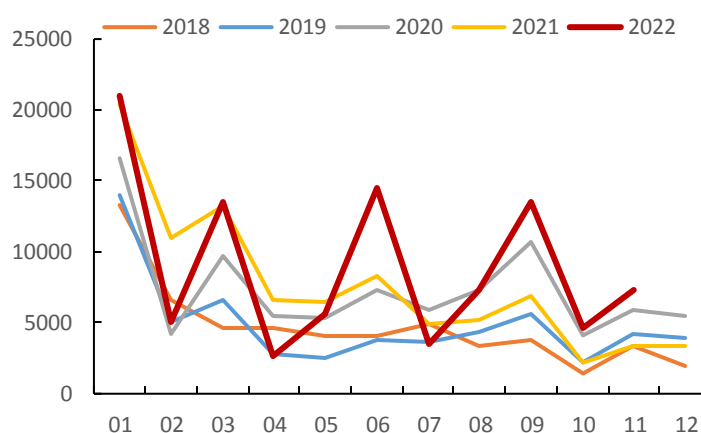
11 月 M2 同比增速 12.4%，较上月回升 0.6 个百分点，M1 增速 4.6%，较上月回落 1.2 个百分点。M1 与 M2 剪刀差扩大 1.8 个百分点，反映当前资金活化程度仍然较弱。

图 1 新增信贷低于预期，企业仍然好于居民（亿元）



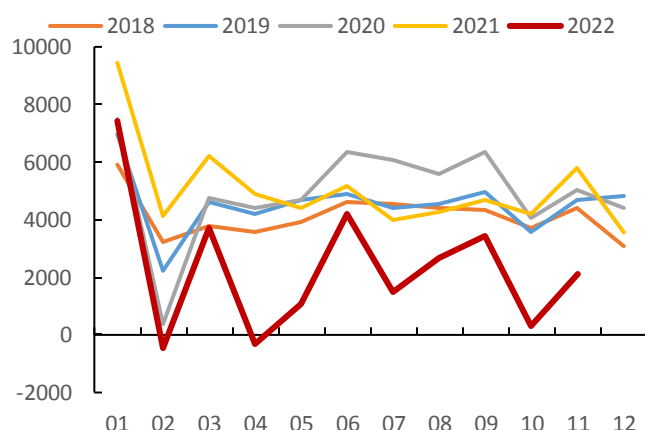
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 企业中长期贷款仍处历史同期新高（亿元）



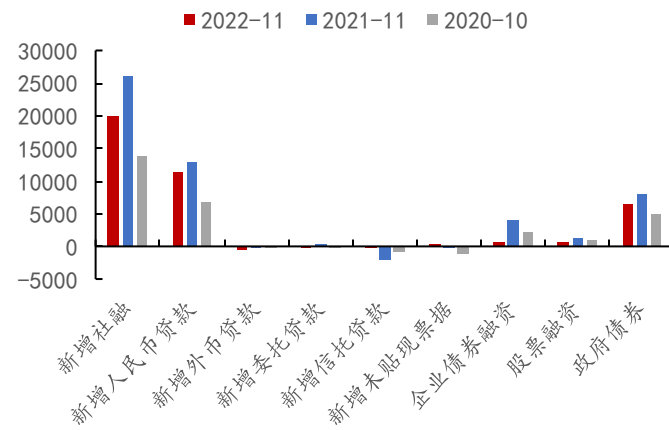
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 居民中长期贷仍低于历史同期（亿元）



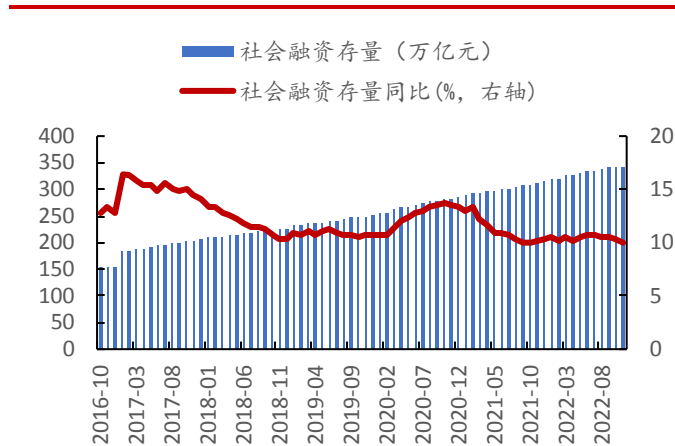
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 非标仍是主要支撑（亿元）



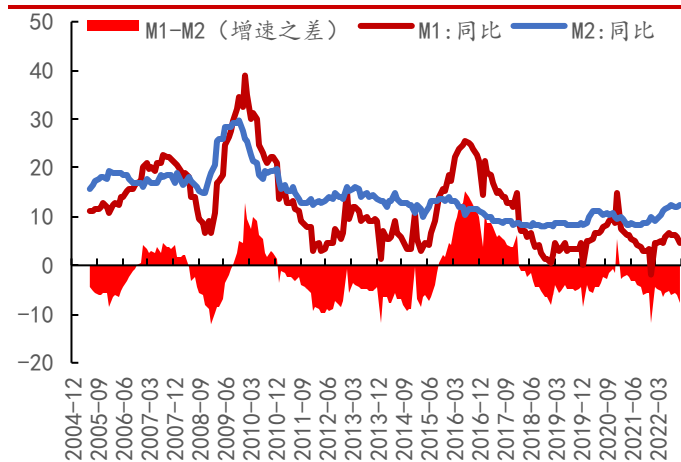
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5 10 月社融同比增速回落至 10%



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6 M2 回升、M1 回落，剪刀差扩大 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙 付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菴

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菴，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_50120

