



戴志锋银行角度看 11 月社融： 利率扰动企业债融资下降 信 贷维持波段式增长



文/意见领袖专栏作家 戴志锋

11 月社融新增 1.99 万亿, 同比少增 6083 亿, 低于万得一致预期 2.17 万亿; 主要是企业债少增拖累, 信贷少增缺口已有收敛。存量社融同比增 10.0%, 较 10 月同比增速环比回落 0.3 个百分点。11 月债券市场震荡剧烈, 利率上浮比较大, 因此信用债发行出现了大规模取消。1、信贷情况: 居民端需求低位略回暖, 信贷同比少增缺口环比收敛。11 月新增人民币信贷 1.14 万亿, 较往年同期少增 1621 亿元, 内生需求仍偏弱; 但收敛幅度较 10 月已有收窄。2、表外非标融资情况: 信托贷款规模总体平稳; 委托贷款由于两批基础设施基金发行完毕对社融支撑边际走弱。11 月新增信托规模小幅-365 亿, 去年同期到期规模较大, 在低基数下较去年同期多增 1825 亿。两批基础设施基金在 8-9 月已发行完毕, 新增委托贷款规模较 10 月继续回落, 11 月新增委贷小幅下降 88 亿元, 较去年同期减少 123 亿。3、政府债: 国债剩余额度加速发行, 对社融有一定支撑。11 月新增政府债 6520 亿, 较去年同期少增 1638 亿, 主要是由于去年财政后置发力奠定高基数。考虑 11 月已经下达专项债提前批额度, 同时 7500 亿特别国债等量续作, 预计 12 月政府债发行仍保持较高力度, 对社融起到一定支撑。4、债券和股权融资分析。受 11 月市场利率波动影响, 企业债净融资下降。新增企业债融资 596 亿, 较去年同期大幅下降 3410 亿元。主要是由于 11 月债券市场震荡剧烈, 利率上浮比较大, 因此信用债发行出现了大规模取消。股票融资规模边际放缓: 11 月股票融资新增量 788 亿, 较去年同期小幅少增 506 亿。

M1 与 M2 剪刀差扩大: 居民储蓄意愿仍较强; 开门红节奏也有提前。

11 月 M0、M1、M2 分别同比增长 14.1%、4.6%、12.4%、较上月同比

增速变动-0.2、-0.8、0.6 个百分点。其中 M2-M1 为 7.8%，增速差较前值 6% 边际走阔。居民端储蓄意愿仍较强，或因为理财净值回落进一步推动居民存款需求；另开门红节奏也有提前。存款同比增 11.6%，居民存款规模有较大幅度提升。11 月新增存款 2.95 万亿，较往年同期多增 1.81 万亿。新增居民存款 2.25 万亿元，同比增加 1.52 万亿元。

投资建议：收入确定性维度，重点推荐宁波银行和苏州银行。综合看，营收确定性标的，有三个特征：1、资产端定价角度，贷款久期短的，明年重定价压力小。2、资产端投放有抓手的，对公项目的储备、零售端的投放有抓手。3、负债端的逻辑，能够抓住核心企业沉淀活期存款的。综合资产负债端角度看，我们评估收入端增长确定性最强的仍是城商行板块。重点推荐宁波银行和苏州银行；同时看好成都、江苏、南京和常熟银行。明年的第二条选股主线是地产有回暖，可以关注招行、平安、兴业银行。

风险提示事件：经济下滑超预期。疫情影响超预期。

正文分析

一、社融增速小幅回落增 10.0%，略低于市场预期

11 月社融新增 1.99 万亿，同比少增 6083 亿，略低于万得一致预期 2.17 万亿；主要是企业债少增拖累，信贷少增缺口已有收敛。存量社融同比增 10.0%，较 10 月同比增速环比回落 0.3 个百分点。11 月债券市场震荡剧烈，利率上浮比较大，因此信用债发行出现了大规模取消。据 WIND

数据显示，11月整体共有103只信用债（企业债、公司债、中票、短融、定向工具）取消发行，规模合计799.40亿元，已创年内取消发行纪录。在剔除政府债后，存量社融同比增8.95%，较上月同比增速环比下降0.26个百分点，去年下半年财政后置发力，对今年形成高基数拖累。

图表：新口径社融同比增速

	新增社融（亿）	比去年同期增加（亿）	同比增速
2021/1/31	51,884	1,349	13.03%
2021/2/28	17,243	8,506	13.29%
2021/3/31	33,762	-18,076	12.31%
2021/4/30	18,570	-12,457	11.66%
2021/5/31	19,522	-12,344	11.03%
2021/6/30	37,017	2,336	10.96%
2021/7/31	10,752	-6,176	10.66%
2021/8/31	29,893	-5,960	10.32%
2021/9/30	29,026	-5,667	10.00%
2021/10/31	16,176	2,247	10.03%
2021/11/30	25,983	4,628	10.11%
2021/12/31	23,682	6,490	10.29%
2022/1/31	61,770	9,886	10.45%
2022/2/28	12,184	-5,059	10.21%
2022/3/31	46,538	12,776	10.55%
2022/4/30	9,368	-9,202	10.24%
2022/5/31	28,406	8,884	10.48%
2022/6/30	51,941	14,924	10.85%
2022/7/31	7,628	-3,124	10.72%
2022/8/31	24,623	-5,270	10.46%
2022/9/30	35,413	6,387	10.58%
2022/10/31	9,079	-7,097	10.33%
2022/11/30	19,900	-6,083	10.03%

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

社融结构分析：1、新增投放情况。从新增投放占比看，信贷和政府债

依旧是社会融资的主要渠道，11月新增占比分别为54%、33%（10月新增占比分别为41%、31%）。2、新增较去年同期比较。企业债、表内贷款和政府债是主要拖累项、同时非金融企业境内股票融资和委托贷款对社融亦有小幅拖累；而信托贷款则在去年低基数下同比多增。11月新增社融同比少增6083亿，其中新增企业债、表内贷款和政府债同比分别少增3410、1621、1638亿；非金融企业境内股票融资和委托贷款同比少增506、123亿；信托贷款多增1825亿。

图表：新增社融较去年同期增加情况（亿元）

	社融	人民币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	债券融资	股票融资	政府债券	Abs	核销
2021/1/31	1,349	3,258	117	-1,274	3,499	-50	382	-5,176	-506	114
2021/2/28	8,506	6,211	256	-396	4,600	-2,538	244	-807	372	107
2021/3/31	-18,076	-2,879	546	-1,770	-5,114	-6,124	585	-3,213	638	-37
2021/4/30	-12,457	-3,399	366	-1,351	-2,729	-5,613	499	382	376	-4
2021/5/31	-12,344	-1,208	-135	-958	-1,762	-3,956	364	-4,661	335	-35
2021/6/30	2,336	4,153	10	-194	-2,411	241	418	58	-8	-265
2021/7/31	-6,176	-1,830	1	-204	-1,186	733	-277	-3,639	723	-479
2021/8/31	-5,960	-1,488	592	-1,046	-1,314	990	196	-4,050	-40	-117
2021/9/30	-5,667	-1,416	295	-939	-1,489	-179	-369	-2,050	202	-285
2021/10/31	2,247	1,089	1	-186	203	-2	-81	1,236	-333	-191
2021/11/30	4,628	-2,288	66	-803	242	3,166	523	4,158	-528	-91
2021/12/31	6,490	-1,108	143	67	797	1,731	949	4,548	-559	-598
2022/1/31	9,886	3,806	337	162	-169	1,933	448	3,589	-186	-76
2022/2/28	-5,059	-4,329	26	185	-4,867	2,268	-108	1,705	124	-113
2022/3/31	12,776	4,780	149	1,532	2,583	-83	175	3,943	-579	504
2022/4/30	-9,202	-9,224	211	713	-405	69	352	173	-390	28
2022/5/31	8,884	3,936	276	676	-142	1,434	-425	3,881	-438	109
2022/6/30	14,924	7,358	94	218	1,287	-1,566	-367	8,708	0	-19
2022/7/31	-3,124	-4,303	240	1,173	-428	-2,288	499	2,178	-338	752
2022/8/31	-5,270	631	1,578	890	3,359	-3,226	-227	-6,693	-264	99
2022/9/30	6,387	7,931	1,530	1,907	118	-789	250	-2,533	-834	7
2022/10/31	-7,097	-3,321	643	1,000	-1,271	64	-58	-3,376	7	-22
2022/11/30	-6,083	-1,621	-123	1,825	573	-3,410	-506	-1,638	0	0

注：最新月份暂未披露abs和核销数据

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

细项来看：信贷情况。居民端需求低位回暖，信贷同比少增缺口环比收敛。1、表内信贷情况。11月新增贷款同比少增，居民端需求偏弱仍是主因、但收敛幅度较10月已有收窄。11月新增人民币信贷1.14万亿，较往年同期少增1621亿元，内生需求仍偏弱；但收敛幅度较10月已有收窄，

从金融数据明细看，拖累信贷少增的仍是居民端的贷款需求。2、表外信贷情况。未贴现承兑汇票规模有所回升。11 月新增未贴现银行承兑汇票 190 亿元，10 月减少 2157 亿。

图表：新增表内外票据融资及企业短贷占比新增社融（亿元）

	新增票据融资	新增未贴现银行承兑汇票	合计	新增票据+未贴现银行承兑汇票占比新增社融	新增企业短贷	新增企业短贷占比社融
2021/1/31	-1,405	4,902	3,497	6.7%	5,755	11.1%
2021/2/28	-1,855	639	-1,216	-7.1%	2,497	14.5%
2021/3/31	-1,525	-2,296	-3,821	-11.3%	3,748	11.1%
2021/4/30	2,711	-2,152	559	3.0%	-2,147	-11.6%
2021/5/31	1,538	-926	612	3.1%	-644	-3.3%
2021/6/30	2,747	-221	2,526	6.8%	3,091	8.4%
2021/7/31	1,771	-2,316	-545	-5.1%	-2,577	-24.0%
2021/8/31	2,813	127	2,940	9.8%	-1,149	-3.8%
2021/9/30	1,353	14	1,367	4.7%	1,826	6.3%
2021/10/31	1,160	-886	274	1.7%	-288	-1.8%
2021/11/30	1,605	-383	1,222	4.7%	410	1.6%
2021/12/31	4,087	-1,419	2,668	11.3%	-1,054	-4.5%
2022/1/31	1,788	4,733	6,521	10.6%	10,100	16.4%
2022/2/28	3,052	-4,228	-1,176	-9.7%	4,111	33.7%
2022/3/31	3,187	287	3,474	7.5%	8,089	17.4%
2022/4/30	5,148	-2,557	2,591	27.7%	-1,948	-20.8%
2022/5/31	7,129	-1,068	6,061	21.3%	2,642	9.3%
2022/6/30	796	1,066	1,862	3.6%	6,906	13.3%
2022/7/31	3,136	-2,744	392	5.1%	-3,546	-46.5%
2022/8/31	1,591	3,486	5,077	20.6%	-121	-0.5%
2022/9/30	-827	132	-695	-2.0%	6,567	18.5%
2022/10/31	1,905	-2,157	-252	-2.8%	-1,843	-20.3%
2022/11/30	1,549	190	1,739	8.7%	-241	-1.2%

来源：人民银行，中泰证券研究所

表外非标融资情况：信托贷款规模总体平稳；委托贷款由于两批基础设施基金发行完毕对社融支撑边际走弱。1、11 月新增信托规模小幅-365 亿，去年同期到期规模较大，在低基数下较去年同期多增 1825 亿。2、两批基础设施基金在 8-9 月已发行完毕，新增委托贷款规模较 10 月继续回落，11 月新增委贷小幅下降 88 亿元，较去年同期减少 123 亿（基础设施基金委托政策性银行以贷款形式向目标公司股东提供资金，贷款资金作为项目资本金投入到指定项目）。

政府债：国债剩余额度加速发行，对社融有一定支撑。11 月新增政府债 6520 亿，环比增长 3729 亿；较去年同期少增 1638 亿，主要是由于去年财政后置发力奠定高基数。从债券发行数据跟踪看，11 月国债净增 6069 亿，地方债净增-1324 亿，较去年同期分别+4028 亿和-6736 亿。考虑 11 月已经下达专项债提前批额度，同时 7500 亿特别国债等量续作，预计 12 月政府债发行仍保持较高力度，对社融起到一定支撑。

债券和股权融资分析。1、受 11 月市场利率波动影响，企业债净融资下降。新增企业债融资 596 亿，较去年同期大幅下降 3410 亿元。主要是由于 11 月债券市场震荡剧烈，利率上浮比较大，信用债发行出现了大规模取消。2、股票融资规模边际放缓：11 月股票融资新增量 788 亿，较去年同期少增 506 亿。

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_50168

