

宽松必要性提高

——2022年11月金融数据点评

2022年12月13日

A 股策略

事件点评

分析师	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521050001
研究助理	孙涤	电话：010-66555181	邮箱：sundi-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121040003

事件：

2022年12月12日，中国人民银行发布2022年11月金融数据。11月社融增速同比增长10.0%，环比下行0.3个百分点。其中人民币贷款、债券融资（政府+企业）分别同比少增1621亿元、少增5048亿元。对此，点评如下：

主要观点：

目前政策效果尚未完全显现，社融向上拉动力仅来自于稳信贷政策，料12月增速仍承压，下阶段宽松政策必要性更高。

一是中长期贷款规模抬升仍主要依靠政策拉动。企业中长期贷款同比多增3950亿元，是主要回升分项，回升主要受到稳信贷政策拉动：一是截至11月中旬，7399亿元金融工具资金已全部投放完毕，主要投向基建领域；投资端数据显示10月投资增速中仅基建增速回升，印证政策发力带动贷款回升、进而刺激基建增速回升。二是中长期贷款回升同时，短期贷款、债券融资均在回落，表明内需提振并不明显。

二是房地产销售、贷款需求回升存疑。居民中长期贷款仍在大幅回落过程中，10、11月分别回落3889、3718亿元。10月房地产销售仍为负增长（-26.10%）；11月中旬至今房地产成交面积增速虽有所回升，但10月也出现过类似增速回升表现，下阶段房地产销售回升存疑。

三是信用债融资可能继续下滑。11月企业债融资同比大幅回落3410亿元，主要受到债券收益率调整影响，11月以来疫情防控政策不断优化，乐观预期推动债券收益率不断上行，冲击信用债发行。收益率来看，11、12月（截至12/13）3Y中短票收益率分别上行52、34BP，上行陡峭程度基本一致；取消发行来看，截至12/13信用债取消发行规模（480亿元）已超过11月规模（695亿元）一半。

风险提示：宏观经济超预期波动，政策不及预期。

目 录

1. 企业中长期贷款抬升主要受政策拉动	3
2. 居民贷款需求不振.....	3
3. 信用债融资承压.....	4
4. 风险提示.....	5

插图目录

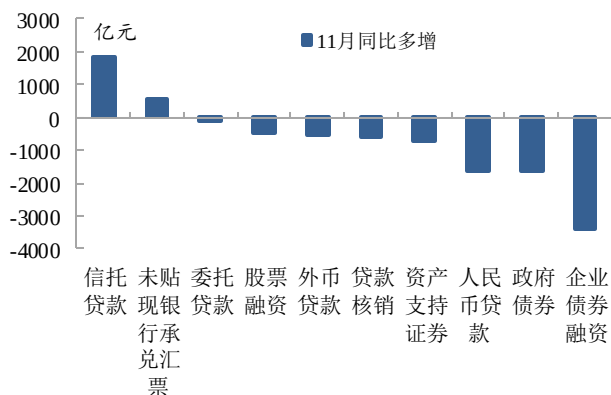
图 1: 11 月社融分项同比多增规模	3
图 2: 11 月人民币贷款分项同比多增规模	3
图 3: 房地产销售额持续负增长.....	4
图 4: 商品房成交面积同比增速.....	4
图 5: 12 月信用债上行幅度较大	4
图 6: 取消发行信用债规模较大.....	4

表格目录

1. 企业中长期贷款抬升主要受政策拉动

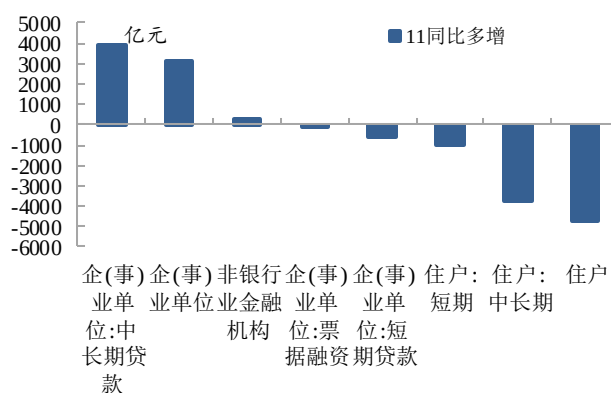
11月社融增速回落，非标融资回升。11月社融增速环比回落0.3个百分点至10.0%，同比少增6083亿元，其中非标融资同比多增幅度较大，信托贷款、未贴现银承、委托贷款共多增2275亿元；贷款、债券融资分别同比少增1621、5048亿元，是主要拖累分项。**企业中长期贷款多增幅度较大，回升主要受政策拉动回升。**贷款分项中，企业中长期贷款同比多增3950亿元，是主要回升分项。企业中长期贷款回升与稳信贷政策相关，一是截至11月中旬，7399亿元金融工具资金已全部投放完毕，主要投向基建领域；投资端数据显示10月投资增速中仅基建增速回升，印证政策发力带动贷款回升、进而刺激基建增速回升。二是相较而言，居民贷款同比少增992亿元，企业债融资同比少增3410亿元，实际融资需求并未完全恢复。

图1：11月社融分项同比多增规模



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：11月人民币贷款分项同比多增规模



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 居民贷款需求不振

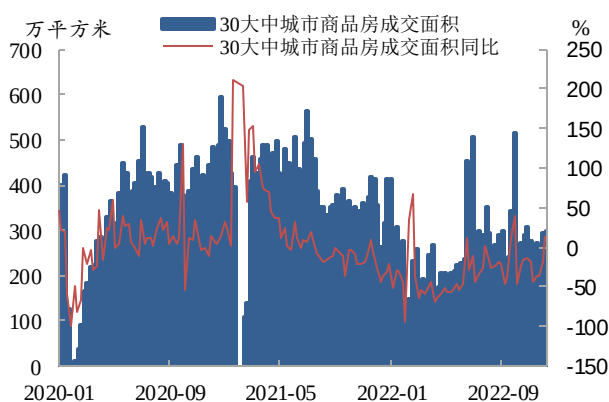
11月居民中长期贷款仍在回落。居民中长期贷款仍在大幅回落过程中，10、11月分别回落3889、3718亿元。房地产自身销售来看，10月销售额累计增速为-26.10%，仍呈负增长态势；11月中旬至今房地产成交面积增速有所回升，12/5-12/11一周增速转正为14.12%，但10月也出现过类似增速回升表现，下阶段房地产销售回升仍存疑。

图3：房地产销售额持续负增长



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：商品房成交面积同比增速

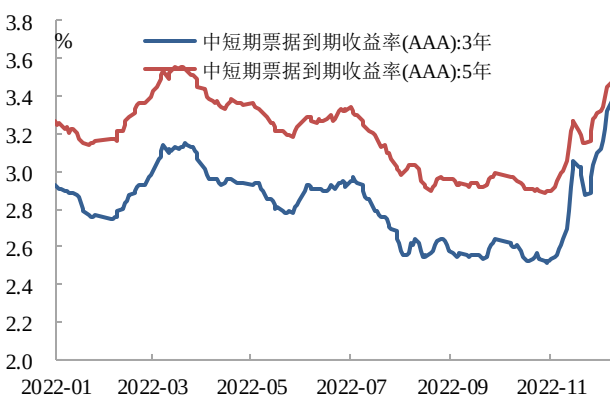


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 信用债融资承压

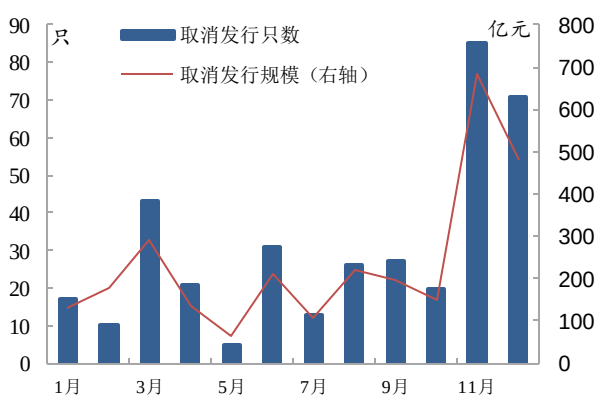
12月信用债融资可能继续下滑。11月企业债融资同比大幅少增3410亿元，主要受近期债券收益率调整影响。11月中旬以来疫情防控政策优化，乐观预期推动债券收益率持续上行，对信用债发行形成冲击。12月信用债融资继续承压，一是截至12/12，12月3Y、5Y中短票（AAA）收益率分别上行34、20BP，11月二者分别上行52、39BP，12月信用债收益率上行速度与11月基本一致。二是取消发行信用债¹规模较大。截至12/13，12月信用债取消发行规模达到480亿元，超过11月695亿元的一半。

图5：12月信用债上行幅度较大



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：取消发行信用债规模较大



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

¹ 中期票据、短融、PPN、公司债、企业债

4. 风险提示

宏观经济超预期波动，政策不及预期。

分析师简介

分析师：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：孙涤

对外经济贸易大学金融硕士，曾就职于中债资信研究部，负责债券市场研究。2021 年 3 月加入东兴证券研究所，侧重货币政策分析，市场流动性研判，利率走势分析，投资者行为研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526