

2022 年 12 月 12 日

## 证券分析师

秦泰 A0230517080006  
qintai@swsresearch.com

## 研究支持

屠强 A0230521070002  
tuqiang@swsresearch.com

## 联系人

秦泰  
(8621)23297818x  
qintai@swsresearch.com

# “三箭齐发”难稳购房需求，货币 财政亟待配合扩张

## ——11 月金融数据速评

### 主要内容：

- **新增信贷符合预期而结构不均，地产基建投资拉动企业中长贷活跃，但居民购房需求仍低于预期。** 11 月信贷新增 12100 亿，同比少增 600 亿，与我们预期基本一致。而结构上来看，尽管符合预期的企业中长贷仍强、居民购房需求磨底的方向，但在两方向间冷热不均情形更加显著。一方面企业中长贷新增达 7367 亿，同比多增 (3950 亿) 规模进一步扩大，剔除基数走弱影响仍然较强，显示保交楼“第一支箭”政策可能加快落地，同时基建投资在获得 10 月专项债支持之后可能进入了年底一轮新的信贷融资小高峰；但另一方面，居民购房需求比我们本就比较谨慎的预期更加清淡，去杠杆热情较高，仍是信贷改善的主要约束，11 月居民中长贷仅新增 2103 亿，同比少增达 3718 亿，低于我们的预期，延续 10 月的疲软态势。企业短期贷款、票据融资合计同比少增 707 亿，基本于 10 月情况持平。
- **新增社融小幅偏低，企业债券融资较少，地产“第二支箭”改善速度有限而基建贷款或对城投债形成一定替代。** 11 月社融新增 1.99 万亿，同比少增近 6000 亿，小幅低于我们预期，存量同比再降 0.3pct 至 10.0%。其中人民币贷款（新增 1.14 万亿）、表外融资三项合计 (-263 亿) 基本符合预期，前者如前一部分所分析，结构更趋分化；后者则显示基建贷款投放充足，当前对政策性开发性金融工具加码的需求并不旺盛，而“十六条”鼓励表外非标融资配合支持地产开发融资之后，信托贷款下降速度明显放缓。低于预期因素是企业债券融资，一方面显示地产融资“第二支箭”所带动的债券融资需求有所增加但没有“井喷”，另一方面或显示基建项目有限的情况下较低成本、投放较快的信贷增量对城投债形成一定替代。国债加快发行推动 11 月整体政府债券新增 6520 亿，有望在当前经济下行压力加大背景下，继续通过一般公共预算支出稳定政府消费模式，承担起短期稳增长任务。
- **M2 增速单月反弹，直接原因或是表外理财回表所导致的居民和非银存款大幅多增。** 11 月 M2 同比反弹 0.6pct 至 12.4%。但本月银行表内负债高增既源于贷款创造存款，也并非 4-7 月存量留抵退税引发的基础货币直接创造存款。直接原因或许是 11 月债券市场大幅调整引发居民部门净值化理财遭损失后，普遍集中赎回所导致的表外理财回表效应。11 月 M1 同比回落 1.2 个 pct 至 4.6%，与居民地产需求较弱、企业生产经营活跃度下降有关。
- **债市调整理财回表推升 M2，居民持续去杠杆贷款仍不强，房地产融资“三箭齐发”之后，内生性的信用需求不足呼唤明年财政货币配合实施高质量扩张。** 11 月再度出现 M2 升社融降的反常结构，前者我们判定是因为债市调整、净值化的表外理财集中赎回转化为表内的居民和非银机构存款而形成的正常现象，但真正表征实体经济信用扩张需求的社融增速下半年来较快下降趋势就非常值得重视了，在此过程中，不可忽视今年 10 月专项债超预期新发、下半年国债发行较多、以及基建相关信贷、政策性开发性金融工具五年来的最强融资发力、以及房地产融资“三箭齐发”所带来的表内外融资增量效果。这种格局下，源于居民购房意愿不足、地产后周期汽车等可选商品消费增长的内生动能减弱等因素，连续、大幅地体现在居民中长期和短期贷款之中。**当前地产需求尚在痛苦的磨底阶段，居民消费意愿也可能持续受到竣工走弱和疫情放开较快的中短期压制，内生性的信用需求不足呼唤明年既需要财政政策积极扩张，直接改善居民收入分配结构、提振消费需求，也需要货币政策配合性实施中性偏松操作稳定流动性环境。当前情形下我们建议既要客观分析所谓“低基数”的增长弹性，也不必担忧明年货币流动性环境收紧。期待 100-150BP 的降准置换 MLF 操作可以为明年政策利率曲线中前端进一步下调提供可能性，并做好对财政扩张提振居民收入预期和消费内需的坚实配合工作。**
- **风险提示：稳增长政策见效速度慢于预期，疫情形势变化。**

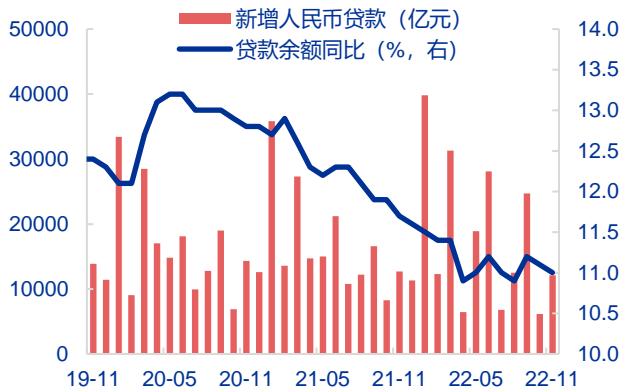


申万宏源研究微信服务号

### 一、新增信贷符合预期而结构不均，地产基建投资拉动企业中长贷活跃，但居民购房需求仍低于预期。

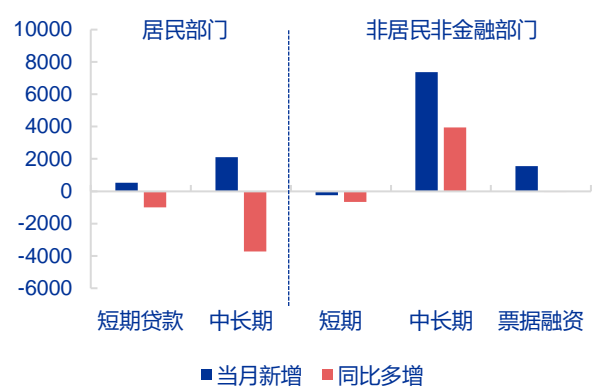
11月信贷新增12100亿，同比少增600亿，与我们预期（11900亿）基本一致。而结构上来看，尽管符合我们预期的企业中长贷仍强、居民购房需求磨底的方向，但在两个方向之间冷热不均的情形更加显著。一方面，企业中长贷新增达7367亿，同比多增（3950亿）规模进一步扩大，剔除基数走弱影响仍然较强，显示保交楼“第一支箭”政策可能加快落地，同时基建投资在获得10月专项债支持之后可能进入了年底一轮新的信贷融资小高峰；但另一方面，居民购房需求比我们本就比较谨慎的预期更加清淡，去杠杆热情较高，仍是信贷改善的主要约束，11月居民中长贷仅新增2103亿，同比少增达3718亿，低于我们的预期（3000亿），延续10月的疲软态势。企业短期贷款、票据融资合计新增654亿，同比少增707亿，基本于10月情况持平。

#### 图 1：新增人民币贷款与贷款余额同比增速



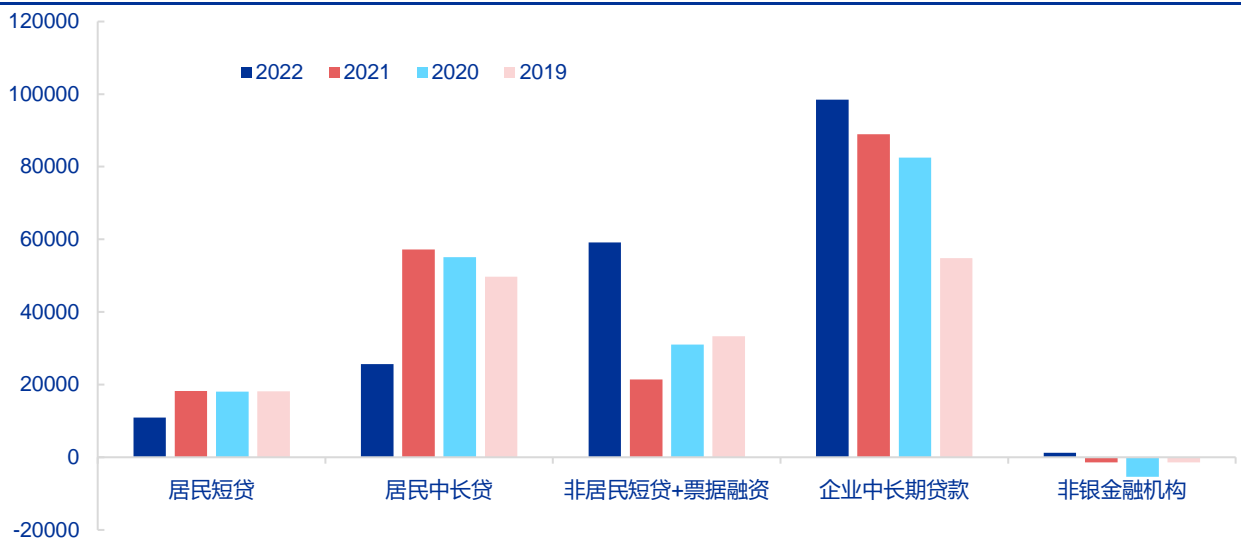
资料来源：CEIC，申万宏源研究

#### 图 2：新增贷款结构及同比变化 (亿元)



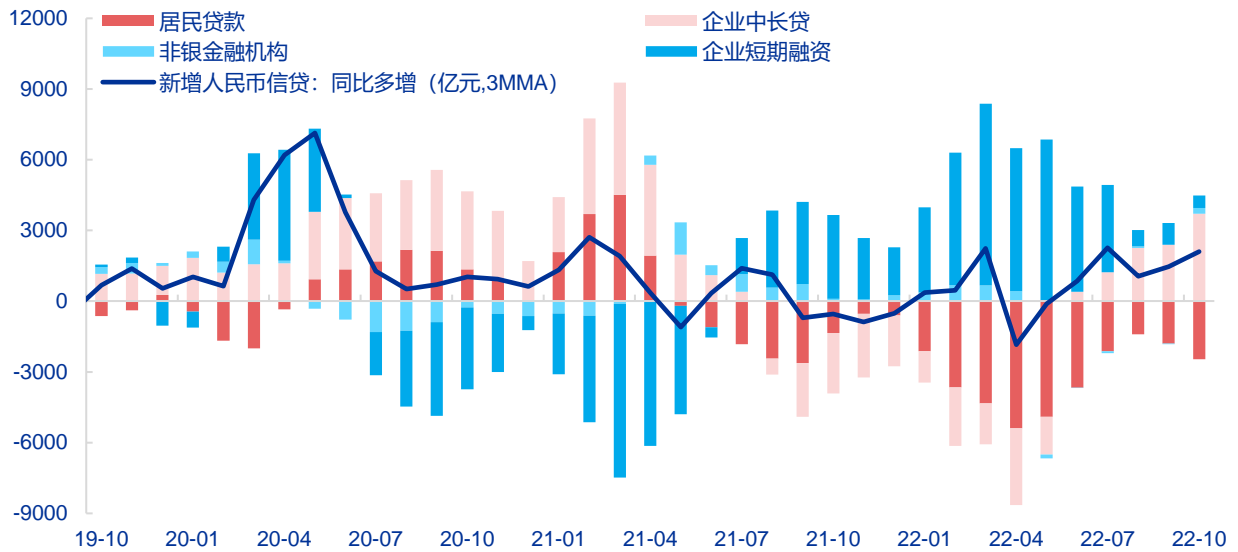
资料来源：CEIC，申万宏源研究

#### 图 3：历年 1-11 月新增信贷结构 (亿元)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 4：新增人民币贷款同比多增及其拆分（亿元）

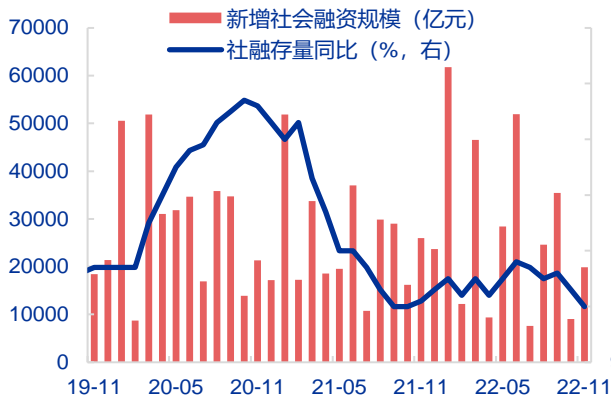


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 二、新增社融小幅偏低，企业债券融资较少，地产“第二支箭”改善速度有限而基建贷款或对城投债形成一定替代。

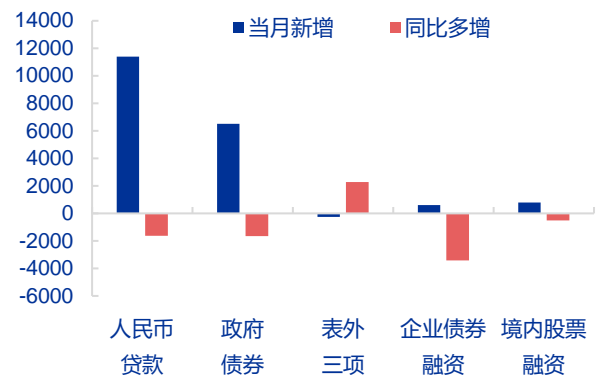
11 月社融新增 1.99 万亿，同比少增近 6000 亿，小幅低于我们预期（2.2 万亿），存量同比再降 0.3 个百分点至 10.0%。其中人民币贷款（新增 1.14 万亿）、表外融资三项合计（-263 亿）基本符合预期，前者如前一部分所分析，结构更趋分化；后者则显示基建贷款投放充足，当前对政策性开发性金融工具加码的需求并不旺盛（委托贷款减少 88 亿，同比多减 123 亿），而“十六条”鼓励表外非标融资配合支持地产开发融资之后，信托贷款（减少 365 亿，同比少减 1825 亿）下降速度明显放缓。主要低于预期的因素是企业债券融资，11 月新增仅 596 亿，同比少增 3410 亿，低于我们预期约 2000 亿，也明显低于季节性水平，一方面显示地产融资“第二支箭”所带动的债券融资需求有所增加但没有“井喷”，另一方面也可能显示基建项目有限的情况下较低成本、投放较快的信贷增量对城投债形成一定替代。国债加快（11 月净融资 6101 亿）发行推动 11 月整体政府债券新增 6520 亿，同比少增（基数因去年专项债发行集中在年底）幅度收窄，单项好于预期，有望在当前经济下行压力加大背景下，继续通过一般公共预算支出稳定政府消费的模式，承担起短期稳增长的任务。

图 5：新增社融规模与社融存量同比



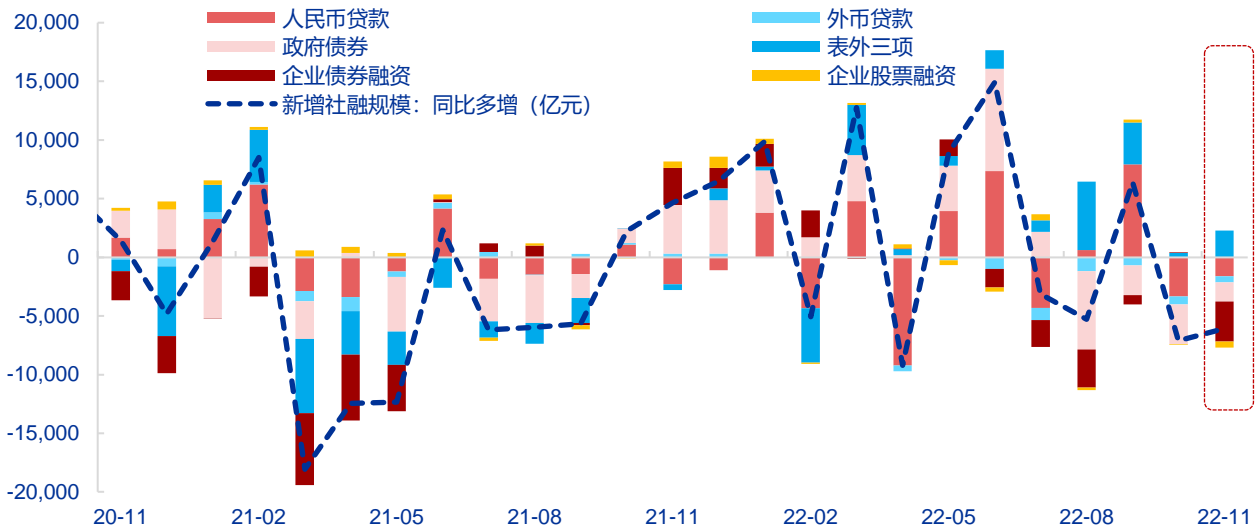
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 6：新增社融结构与同比变化（亿元）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：新增社融同比多增及其拆分（亿元）

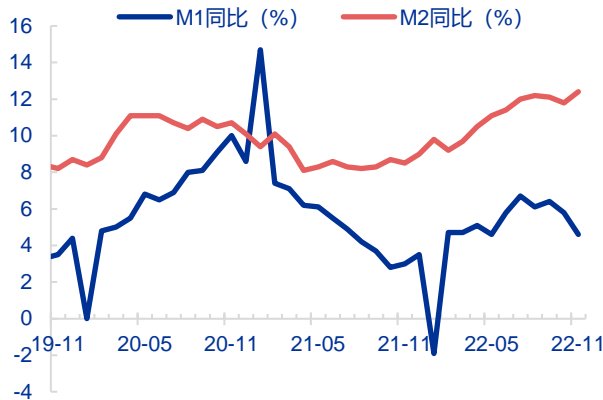


资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 三、M2 增速单月反弹，直接原因或是表外理财回表所导致的居民和非银存款大幅多增。

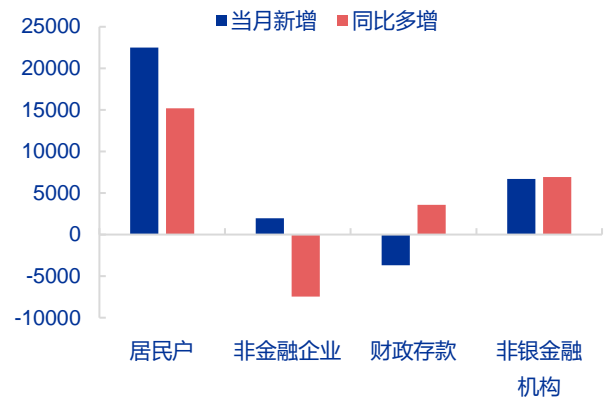
11 月 M2 同比 12.4%，未延续此前两个月的小幅回落态势，反弹 0.6 个百分点。但本月银行表内负债的高增既不是来源于贷款创造存款（贷款稍低于市场预期），也并非 4-7 月的存量留抵退税引发的基础货币直接创造存款。更为直接的原因或许是 11 月债券市场大幅调整引发居民部门净值化理财遭受损失后，普遍集中赎回所导致的表外理财回表效应。从存款多增结构来看，居民存款、非银机构存款分别同比多增高达 1.5 万亿和近 7000 亿，与这一猜测应有的数据结构是非常匹配的。后续如债券市场波动率再降至正常水平，M2 增速或将很快重回下降通道。11 月 M1 同比回落 1.2 个百分点至 4.6%，与居民地产需求较弱、地产商回款较少，以及企业生产经营活动活跃度小幅下降有关。

图 8: M2 与 M1 同比增速 (%)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 9: 新增人民币存款结构与同比变化 (亿元)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

#### 四、债市调整理财回表推升 M2，居民持续去杠杆贷款仍不强，房地产融资“三箭齐发”之后，内生性的信用需求不足呼唤明年财政货币配合实施高质量扩张。

11 月再度出现 M2 升社融降的反常结构，前者我们判定是因为债市调整、净值化的表外理财集中赎回转化为表内的居民和非银机构存款而形成的正常现象，但真正表征实体经济信用扩张需求的社融增速下半年以来的较快下降趋势就非常值得重视了。从 6 月存量同比的 10.9%，5 个月内就降至 10.0%，尽管确实存在去年专项债发行过于集中在 8-11 月的高基数效应，但也不可忽视今年 10 月专项债超预算新发、下半年国债发行较多、以及基建相关信贷、政策性开发性金融工具五年来的最强融资发力、以及房地产融资“三箭齐发”所带来的表内外融资增量效果。这种格局下，源于居民购房意愿不足、地产后周期汽车等可选商品消费增长的内生动能减弱等因素，连续、大幅地体现在居民中长期和短期贷款之中。当前地产需求尚在痛苦的磨底阶段，居民消费意愿也可能持续受到竣工走弱和疫情放开较快的中短期压制，内生性的信用需求不足呼唤明年既需要财政政策积极扩张，直接改善居民收入分配结构、提振消费需求，也需要货币政策配合性实施中性偏松操作稳定流动性环境。当前情形下我们建议既要客观分析所谓“低基数”的增长弹性，也不必担忧明年货币流动性环境收紧。期待 100-150BP 的降准置换 MLF 操作可以为明年政策利率曲线中长端进一步下调提供可能性，并做好对财政扩张提振居民收入预期和消费内需的坚实配合工作。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。