

社融增速探底，政策有望转宽

——11月金融数据点评

相关研究：

1. 《海外复苏美国主导，国内增长动力切换—2021年二季度宏观经济展望》 2021.03.29
2. 《实体经济动能下降，票据冲量迹象渐显》 2021.08.16
3. 《社融整体仍处相对底部，分项表现值得关注》 2021.11.15

分析师：祁宗超

证书编号：S0500519010001

Tel: (8621) 50295364

Email: qizc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研究所

核心要点：

□ 事件：

11月社会融资规模增量26100亿元，同比多增4745亿元，较前值15899亿元环比多增10201亿。社融余额同比增速10.1%，较前值回升0.1个百分点。11月M2增速录得8.5%，增速较前值回落0.2个百分点，M1增速由前值的2.8%上升0.2个百分点至3.0%。

□ 社融增速企稳回升，人民币贷款、债券、专项债是主因

11月新增社融环比大增，主要因为人民币贷款、企业债券融资和地方政府专项债均较前值有较大幅度增长。同比角度来看，后两者也仍较去年同期有较大幅度增长。前者虽然低于去年同期，但存在去年底疫情逐步得到控制后贷款加速投放的影响，总体看11月人民币贷款仍高于疫情前5年同期的均值水平12138亿。非标融资仍是拖累项，信托贷款降幅同环比均上升。

□ 房地产行业边际调整，居民户中长期贷款增长

11月新增人民币贷款13000亿，分别较前值和去年同期多增5248亿和少增2309亿，今年由于下游需求转弱、房地产行业严格监管等因素，信贷需求震荡走低。结构上来看11月居民中长期贷款是新增信贷的主要组成部分，占比45.6%，高于疫情前35%左右的水平，主要可能与短期内房地产行业监管政策边际调整，房企面临流动性困境加速销售回款有关。企业中长期贷款虽然较前值有所回升，但仍低于疫情前的水平，显示下游需求仍弱。

□ M2-M1剪刀差收窄，政策有望进一步宽松

11月M2增速录得8.5%，增速较前值回落0.2个百分点，M1增速由前值的2.8%回升0.2个百分点至3.0%，M2与M1增速之差有所缩小，为今年4月以来首次。由于今年经济增长前高后低，下半年以来经济增速持续下行，疫情的反复增加了企业经营的不确定性，企业倾向于减少活期资金。另一方面今年商品房销售数据持续走弱，也是M2-M1剪刀差的一个重要原因。但这两个因素在最近有所改变，预计M2-M1有望进一步收窄。

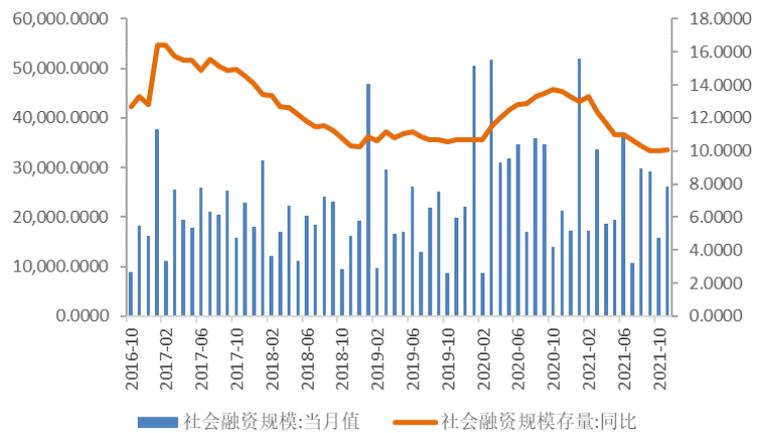
□ 风险提示

通胀超预期，经济下行超预期，政策不及预期

1 社融增速企稳回升

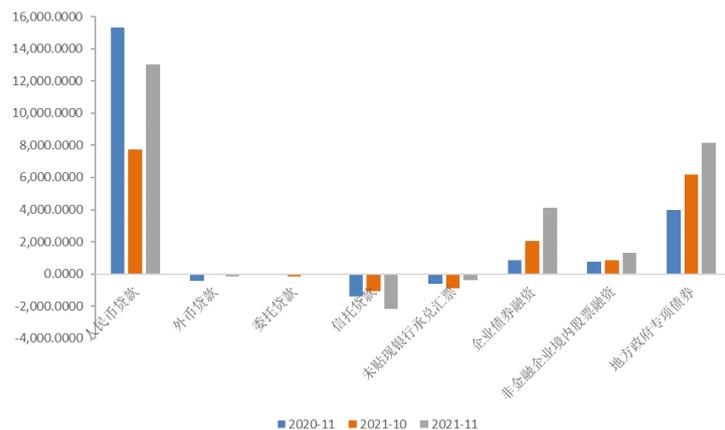
11月社会融资规模增量26100亿元,同比多增4745亿元,较前值15899亿元环比多增10201亿,同环比均有不同程度的增长。社融余额同比增速10.1%,较前值回升0.1个百分点。

图1 社融增速略有回升(亿,%)



资料来源:湘财证券研究所、Wind

图2 人民币贷款、企业债及政府专项债均环比大增(亿)



资料来源:湘财证券研究所、Wind

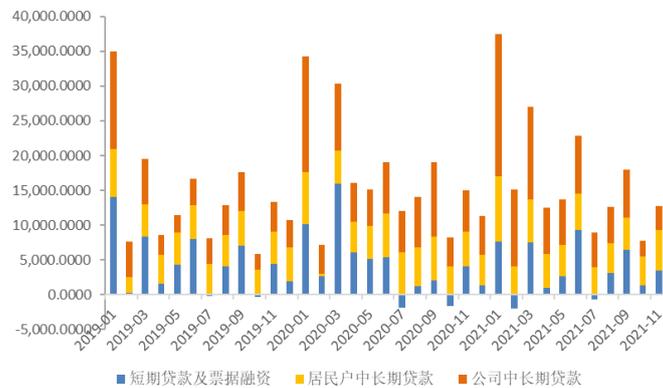
11月新增社融环比大增,主要因为人民币贷款、企业债券融资和地方政府专项债均较前值有较大幅度增长。同比角度来看,后两者也仍较去年同期有

较大幅度增长。前者虽然低于去年同期，但存在去年底疫情逐步得到控制后贷款加速投放的影响，总体看 11 月人民币贷款仍高于疫情前 5 年同期的均值水平 12138 亿。非标融资仍是拖累项，信托贷款降幅同环比均上升。

2 居民中长期贷款增长

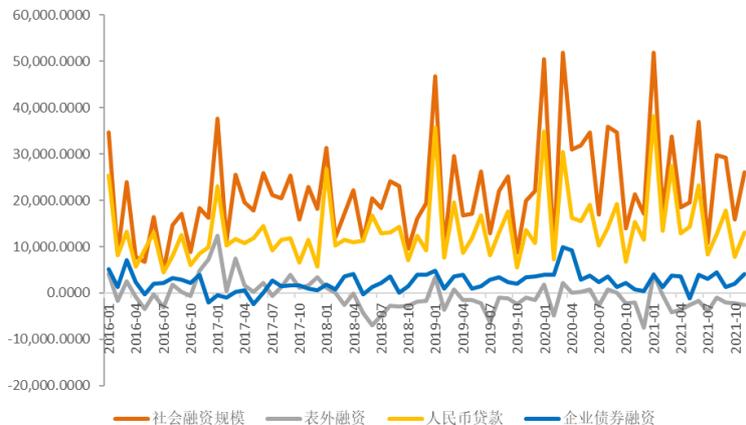
具体来看，11 月新增人民币贷款 13000 亿，分别较前值和去年同期多增 5248 亿和少增 2309 亿，今年由于下游需求转弱、房地产行业严格监管等因素，信贷需求震荡走低。结构上来看 11 月居民中长期贷款是新增信贷的主要组成部分，占比 45.6%，高于疫情前 35%左右的水平，主要可能与短期内房地产行业监管政策边际调整，房企面临流动性困境加速销售回款有关。企业中长期贷款虽然较前值有所回升，但仍低于疫情前的水平，显示下游需求仍弱。

图 3 短期贷款及票据融资大增（亿）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

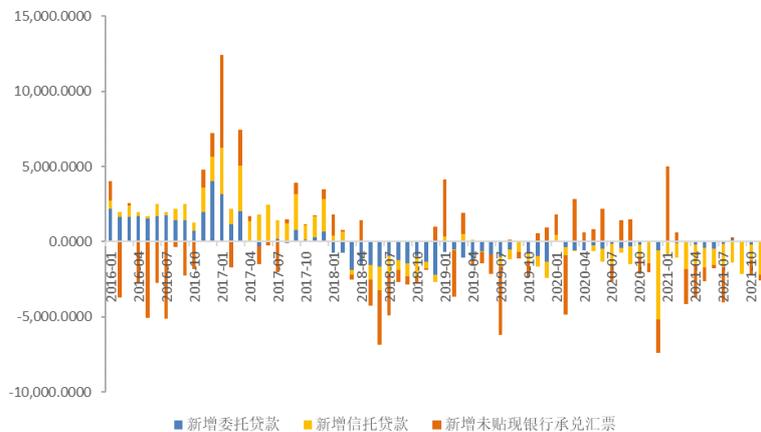
图 4 社融主要分项历史波动（亿）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

企业债券融资规模 4104 亿,分别较前值和去年多增 2074 亿和 3264 亿,股票融资 1294 亿,分别较前值和去年同期多增 448 亿和 523 亿,直接融资占比有所抬升。11 月新增地方政府专项债 8158 亿,分别较前值和去年同期多增 1991 亿和 4158 亿,在完成发行目标的背景驱动下 11 月地方政府专项债有所加速。表外融资来看,11 月减少 2538 亿,较前值和去年同期降幅进一步扩大,一方面房地产行业融资渠道逐步转向表内,另一方面偏紧的财政基调下地方政府隐性负债的管理也对非标融资进一步压缩。

图 5 非标融资总体继续收缩 (亿)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

3 M2-M1 剪刀差边际收窄

11 月 M2 增速录得 8.5%，增速较前值回落 0.2 个百分点，M1 增速由前值的 2.8% 回升 0.2 个百分点至 3.0%，M2 与 M1 增速之差有所缩小，为今年 4 月以来首次。由于今年经济增长前高后低，下半年以来经济增速持续下行，疫情的反复增加了企业经营的不确定性，企业倾向于减少活期资金。另一方面今年商品房销售数据持续走弱，也是 M2-M1 剪刀差的一个重要原因。但这两个因素在最近有所改变，首先接近年底，管理层释放维稳的信号十分明确，政策维稳的力度料将有所加大。另一方面，房地产严监管的政策有所调整，对于今年前期过度严格的融资和监管政策进行了边际放宽，房地产销售增速下滑预计将放缓。因此预计 M2-M1 有望进一步收窄。

自第三季度货币政策报告删去“管好货币政策总闸门”的表述后，全面降

准叠加结构性降息的货币政策工具先后落地，12月6日，央行宣布下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，共计释放长期资金约1.2万亿元。此外，支农、支小再贷款自2021年12月7日起下调0.25个百分点。组合拳的出台有助于缓解银行负债端压力，更好助力实体经济。明年上半年经济增长的下行压力仍存，中央经济工作会议首次强调“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，重提“以经济建设为中心”，都表明了管理层维稳的政策意图。从人民币汇率升至近年高位、PPI数据开始高位回落，货币政策空间逐步打开，预计后续随着经济增长下行压力增大，货币政策有望进一步边际放松。

图6 M2-M1 剪刀差边际收窄 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

风险提示：通胀超预期，经济下行超预期，政策不及预期

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_31158



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn