

实体融资偏弱，居民贷款回暖

——2021 年 11 月金融数据点评

11 月我国新增社融 2.61 万亿（预期值 2.81 万亿），新增人民币贷款 1.27 万亿（预期值 1.53 万亿），M2 同比增长 8.5%（预期值 8.7%），均低于市场预期。

一、信贷：总量下降，结构较弱

11 月新增人民币贷款较 2020 年同期回落，同比少增 0.16 万亿，环比增加 0.44 万亿主要源于季节性。具体来看，有三个方面值得关注：

一是实体经济融资需求依然较弱，企业中长贷连续 5 月同比少增。11 月新增企业贷款同比少增 0.21 万亿，环比增加 0.26 万亿。其中，中长贷同比少增 0.25 万亿，环比多增 0.12 万亿源于季节性，反映制造业和基建领域中长期融资需求均较弱，企业中长贷占比由上月的 71.5% 回落至 62.9%。

二是房地产信贷政策边际修复，居民贷款增长回归常态水平。11 月新增居民贷款同比基本持平。其中居民短贷同比少增 0.1 万亿，反映居民消费仍受疫情反复拖累；居民中长贷同比增加 0.08 万亿，与 11 月房地产销售数据跌幅收窄有关。

三是在融资需求不足背景下，短期融资（企业短贷和表内票据）表现显著好于中长期融资。企业短贷当月增加 0.04 万亿，同比少增 0.03 万亿；票据融资当月增加 0.16 万亿，同比继续多增 0.08 万亿，但增量有所下降。

二、社融和货币：M2-M1 剪刀差收敛

11 月新增社融 2.61 万亿，同比增长 0.47 万亿，主要是受到企业债融资回暖和政府债低基数效应的推动：

一是企业债券融资持续回暖。11 月企业债券融资新增 0.54 万亿，同比增加 0.38 万亿，环比上升 0.25 万亿。

二是在今年的财政后置特征下，本月政府债发行环比回升，融资规模明显强于去年同期。11 月政府债券融资新增 0.82 万亿，环比上升 0.2 万亿，同比多增 0.42 万亿。考虑到去年同期的低基数，政府债对社融的支撑作用进一步显现。

三是资管新规制约之下，非标融资持续压缩。当月减少 0.25 万亿。其中，信托贷款同比下降 0.08 万亿，委托贷款和未贴现银行承兑汇票同比基本持平。

11 月 M2 增速环比回落 0.2pct 至 8.5%，低于市场预期值 8.7%，主要受到非银存款下降拖累。11 月非银存款减少 257 亿（同比减少 0.88 万亿）。财政存款减少 0.73 万亿（同比减少 0.54 万亿），指向财政投放加速。居民存款增加 0.73 万亿（同比增加 0.1 万亿），企业存款增加 0.95 万亿（同比增加 0.1 万亿）。M1 增速环比回暖 0.2pct 至 3%，M2 与 M1 间的剪刀差缩窄至 5.5%，指向经济内生动能有所增强。同时，社融-M2 剪刀差在 11 月环比上升 0.3pct 至 1.6%，广义流动性缺口在连续 6 月的收窄后小幅扩张，指向银行负债端压力边际上升。

三、债市影响：短期上行压力不大

11 月至今债券市场收益率继续震荡下行，10 年国债收益率从 10 月末的 2.97% 回落至 2.85% 的全年偏低水平，信用债市场同样下行显著，3 年 AAA 中票到期收益率下行近 20BP 至 3.03%。下行的重要原因是融

资需求整体疲弱和货币宽松环境形成共振，具体情况如下：

第一，市场流动性整体偏松。11 月央行继续通过 OMO 投放短期流动性，操作规模达到 1.53 万亿，DR001 和 DR007 中枢分别稳定在 1.96% 和 2.15% 的偏低水平，多个交易日隔夜利率处于 1.8% 以下。

第二，货币政策释放宽松信号。三季度货币政策执行报告删除“管好货币总闸门”和“坚决不搞大水漫灌”等表述，指向在地产信用风险偏高的情况下需要保持相对的流动性充裕；12 月初央行宣布降准 0.5 个百分点，释放长期资金 1.2 万亿，并下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点，以稳增长和支持实体为目的所释放的货币宽松信号明确。

第三，融资需求相对疲弱。11 月信贷增量和结构仍体现出整体融资需求不及预期，尽管房地产融资边际逐渐改善，但仍处于收缩状态，另外票据融资同比多增，票据利率大幅下降，表明宽信用仍需时日。

四、前瞻：“结构性宽信用”在路上

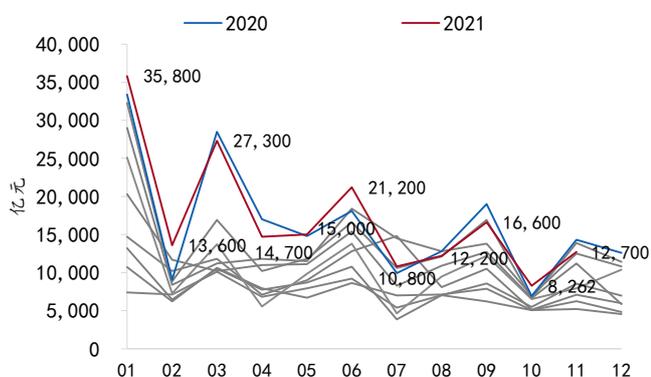
总体来看，11 月企业信贷需求依然较弱，但是居民部门信贷需求边际改善，叠加企业债融资回暖和政府债券低基数效应，推动新增社融同比小幅多增，并边际回暖，增速较上月增加 0.1pct 至 10.1%。11 月企业中长贷延续弱势，居民中长贷继续回归常态，票据融资则相对强势。非银存款下降对 M2 增速构成拖累，而财政存款加速投放是 M2 的主要支撑因素。

前瞻地看，考虑到专项债发行带动的基建领域融资需求，叠加结构性货币信贷政策对实体经济的支持，年内信用环境有望边际好转，预计社融增速或将继续企稳回升。“稳货币”的政策基调下，M2 增速亦有望保持平稳。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 田地 张巧栩)

图 1：11 月信贷增量处于历史同期较高水平

信贷的季节性



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：新增居民贷款构成占比

新增居民部门贷款构成

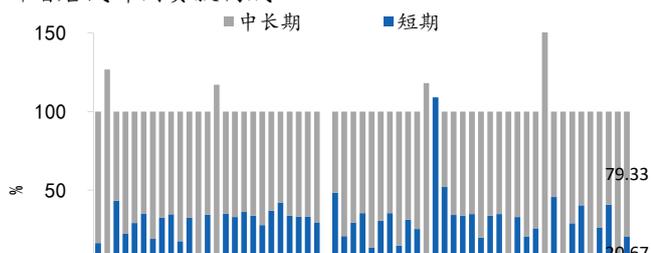
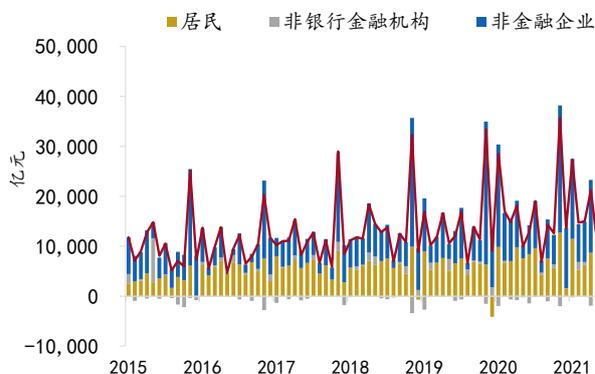


图 2：新增人民币贷款及构成

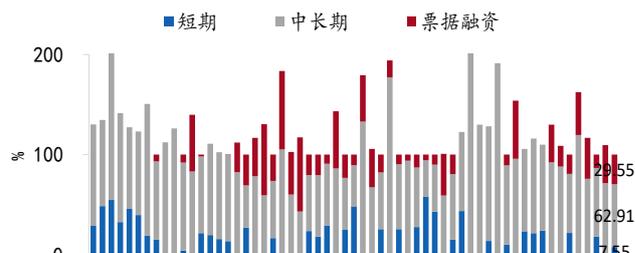
新增人民币贷款及构成



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：新增非金融企业贷款构成占比

新增非金融企业部门贷款构成



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_31386

