

货币政策正回归常态

——11月货币金融数据分析

内容提要：

11月社融尽管出现了同比回升，但是，同比增速大幅放缓，显示出货币政策正在回归常态。而M2和M1同时回升，倒挂缺口有所收窄，货币活化程度提高，显示经济出现一定活力。这也为货币政策回归常态创造了条件。货币政策回归常态后，权益等资本市场的震荡可能加剧，波段性和结构性特征将更加明显。对此，我们已在《2021年权益市场宏观环境研究》一文中进行了细致的分析。

央行昨天晚些时候公布了11月金融货币数据，数据显示，新增社融规模同比继续回升，但结构出现了一定的变化。M1和M2持续回升，倒剪刀差有所收窄。

一．社融规模分析

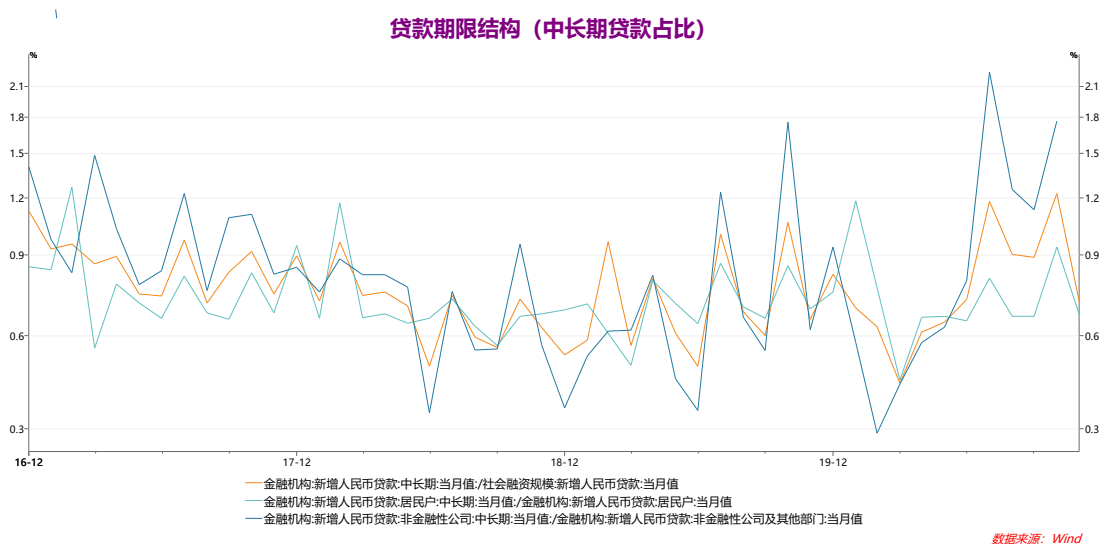
数据显示，11月新增社融规模继10月收缩后，出现反弹，达到21300亿元，前值为14173亿元，但同比增速放缓明显，上涨了6.84%，而前几个月均出现位数上涨，10月上涨了63.28%，5月则上涨了86.09%。

11月新增人民币贷款15300亿元，前值为6663亿元，同比增长12.23%，占比从49%大幅回升到55%。其中，新增居民贷款增加了10.29%，达到7534亿元，

新增非金融企业贷款上升了 14.98%，报 7812 亿元，而新增非银金融企业贷款下跌 480.29%，为-1042 亿元，继续减少。

从期限结构看，中长期贷款 10936 亿元，较前值的 8172 亿元回升明显，但占比回落到 71%。在居民户方面，主要表现为短期贷款同比回升，但回升放慢明显，中长期贷款同比报 7.68%，前值为 13.16%。居民户中长期贷款占比下跌，从前值的 94%下跌到 67%，而在企业客户方面，中长期贷款占比也从 176%大幅回落到 75%。

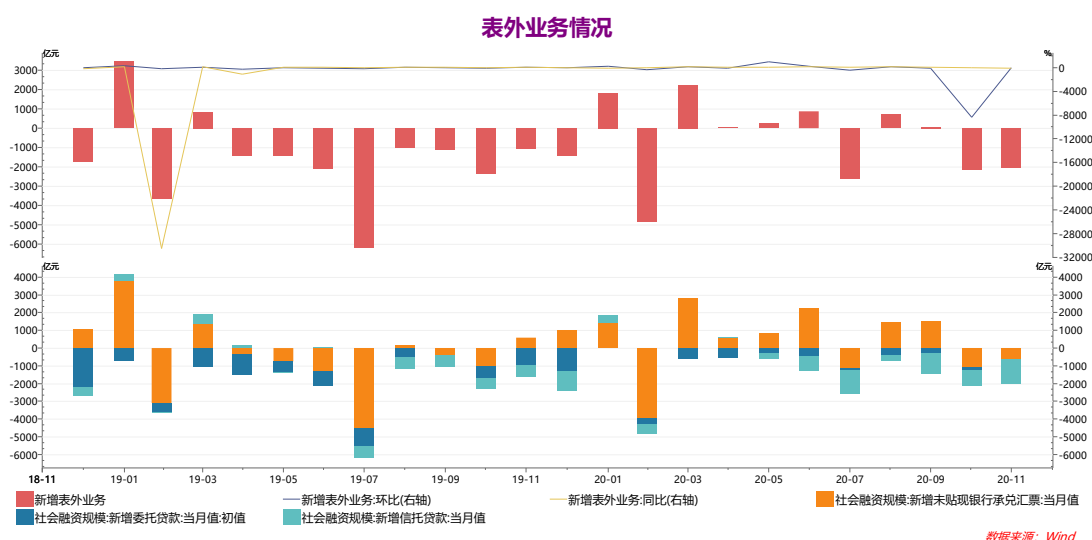
图 1：贷款期限结构（中长期贷款占比）



新增外币贷款-447 亿元，前值为-175 亿元。11 月人民币出现明显升值，理论上，企业借外币的意愿增强，但外币贷款却出现了明显的萎缩。

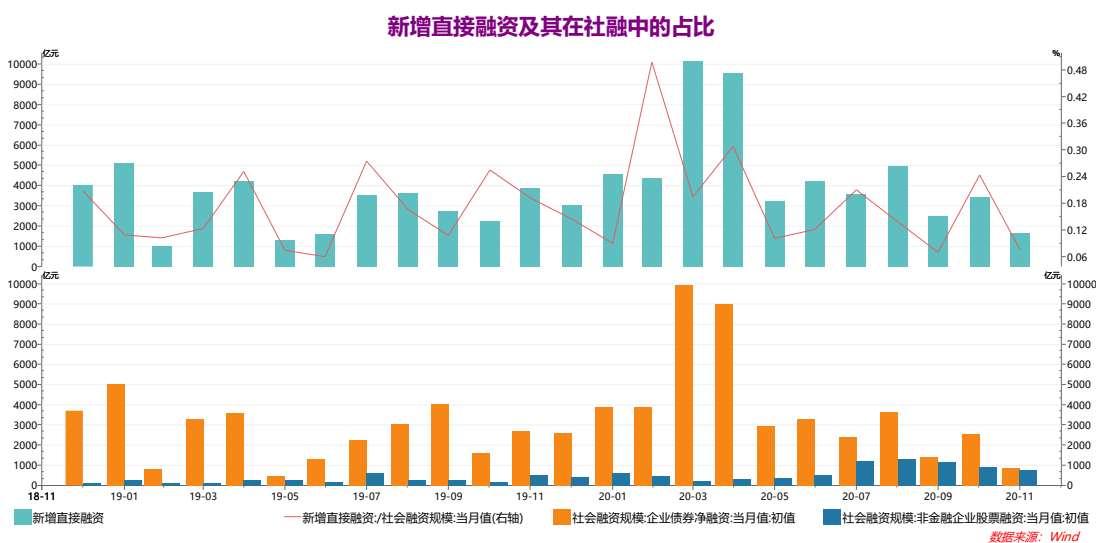
在表外业务方面，继续萎缩，新增表外业务为-2044 亿元，前值为-2138 亿元。同比报-92.65%。受信托资金整顿的影响，新增信托贷款下跌最为明显，报-1387 亿元。新增未承兑贴现票据-626 亿元，新增委托贷款为-31 亿元。

图 2：表外业务情况



在企业直接融资方面，11 月新增企业直接融资占新增社会融资规模的比例从 20%回升到 31%。但从绝对值看，新增 9567 亿元，低于前值的 10128 亿元，受到债券违约事件对债市的打击，企业债券融资较前值大幅减少，仅仅为 862 亿元，大大低于前值的 2522 亿元。而新增股票融资 771 亿元，也低于前值为 927 亿元。

图 3：新增直接融资及其在社融中的占比



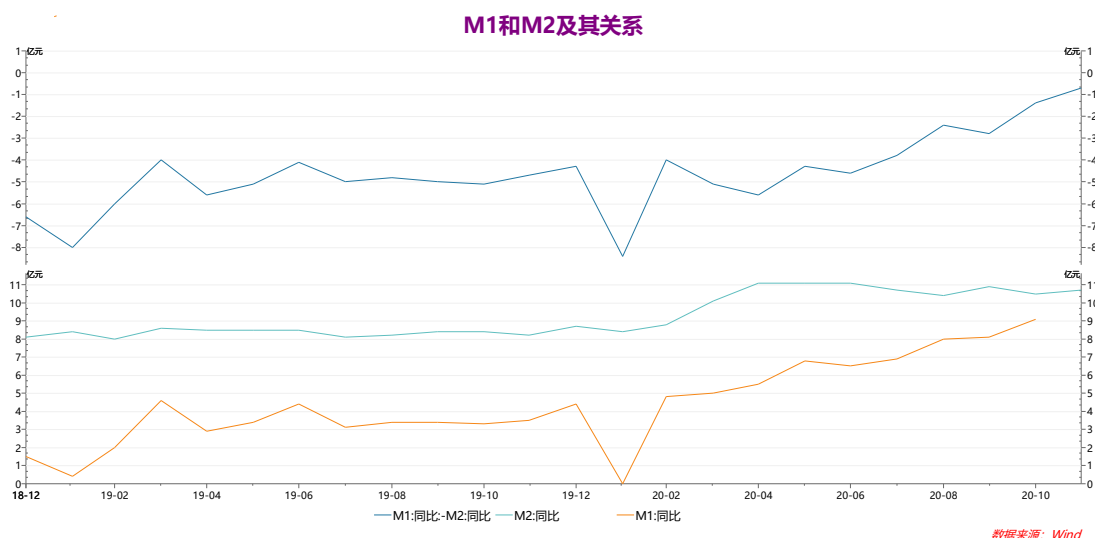
包括地方专项债在内的政府债券新增 4000 亿元，低于前值的 4931 亿元，但高于去年同期的 5058 亿元。1 月到 11 月新增政府债券合计以达到 76244 亿元，去年同期为 43465.49 亿元。新增政府债券占新增社融之比从最高的 38%降低到 19%。

中债数据显示，11 月，共发行了政府债券 8453.54 亿元，其中，国债发行了 7069.9 亿元，地方政府债发行了 1383.64 亿元，11 月地方政府债发行同比增加了 202.18%。数据还显示，1 到 11 月，共发行地方政府债 62602 亿元，同比增加了 44.76%。而记账式国债发行了 61319.6 亿元，同比增加了 80.98%。同时，还发行了电子国债 1088.35 亿元。

二. M1 与 M2 分析

11 月 M2 同比报 10.7%，高于前值的 10.5%。M1 报 10%，前值为 9.1%。M1 和 M2 的倒挂幅度从-1.4%收窄到-0.7%。显示出货币活化程度进一步提升。但这里也要考虑到 11 月的 M1 的翘尾因素比 M2 更为明显的因素。

图 4: M1 和 M2 及其关系



从 M1 的结构看，在 618600 亿元的 M1 中，单位活期存款为 53700 亿元，同比多增了 48487.3 亿元，环比多增了 8854.03 亿元；流通中货币为 81600 亿元，同比多增 7626.18 亿元。

在 M2 的结构中，对 11 月 M2 同比构成了正向效应的有居民存款多增了 3868 亿元，非银金融机构存款多增了 1537 亿元，财政存款少减了 1857 亿元。而对 8 月 M2 同比构成了负面向效应的是非金融企业存款少增了 173 亿元。

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_929

