

宏观专题

2022 年 12 月 13 日

研究员：沈忱 CFA

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉: shenchen_qh@chinastock.com.cn

信贷社融弱于预期，结构仍有分化

——11 月金融数据分析

正文：

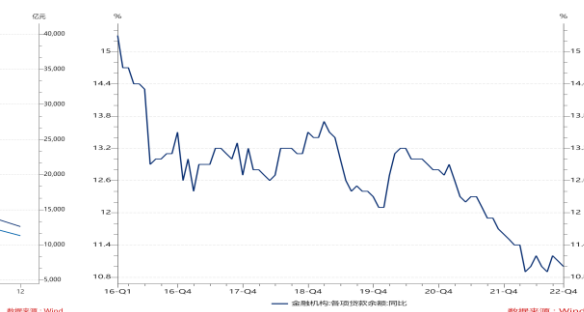
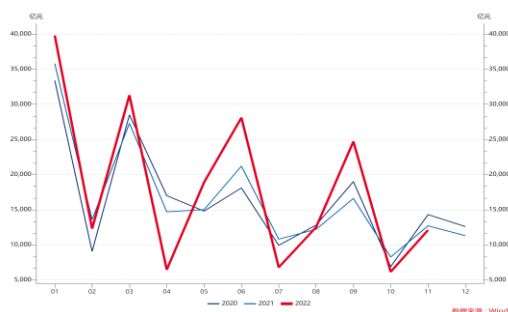
一、信贷与社融分析

昨日，央行公布的 11 月金融数据显示国内信贷社融表现弱于季节性市场预期，整体融资需求仍有待进一步改善。具体来看，11 月新增人民币贷款 1.21 万亿，预期 1.32 万亿，同比少增 600 亿元。总量上，11 月新增人民币贷款基本和去年同期持平，而结构上，企事业单位和居民户延续分化的趋势。

11 月新增企事业单位中长期贷款 7367 亿元，同比多增 3950 亿元，表现较为亮眼，且已连续第四个月保持高增。不过，收入下降叠加预期依旧偏弱，居民房屋购置需求尚未出现明显改善，11 月新增居民中长期贷款 2103 亿元，同比少增 3718 亿元，成为拖累贷款增长的最主要原因。与之相呼应的是，高频数据显示，虽然去年基数偏低，但今年 11 月，30 大中城市商品房销售面积仍弱于去年同期。

图1：新增人民币贷款

图2：各项贷款余额增速



数据来源：Wind、银河期货

图3：企事业单位中长期贷款

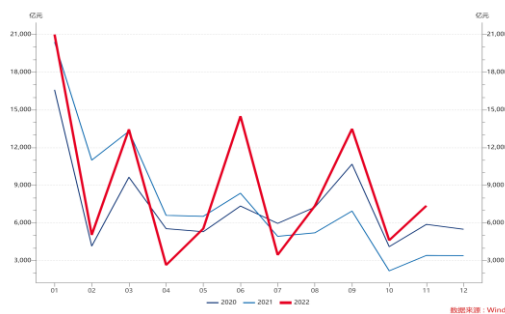


图4：居民户中长期贷款



数据来源：Wind、银河期货

短贷方面，11月企事业单位和居民户分别录得241亿元和525亿元，分别低于去年同期651亿元和992亿元。两者表现均弱于季节性，但原因可能不尽相同，企事业单位或主要由于今年年初季末短贷脉冲高峰透支了随后几个月的需求所致，因此累计来看，今年企业短贷需求实际上是依旧偏高的。但居民户短贷并未出现显著高于去年同期的脉冲，9月起已连续3个月低于去年同期，这可能也从侧面反应出居民消费疲软的现状。

此外，11月企事业单位票据融资1549亿元，分别较上月和去年同期下降356亿元和56亿元。企业票据融资数量回落叠加中长期贷款高增，结构上的变化再度指向其融资需求边际上出现改善。

图5：企事业单位短期贷款

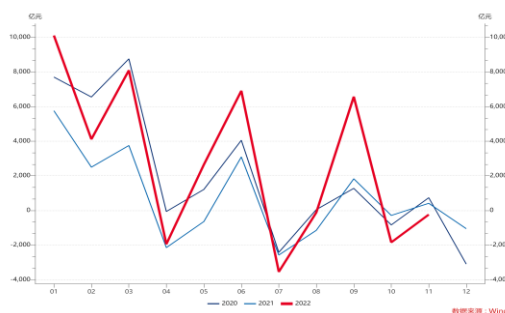
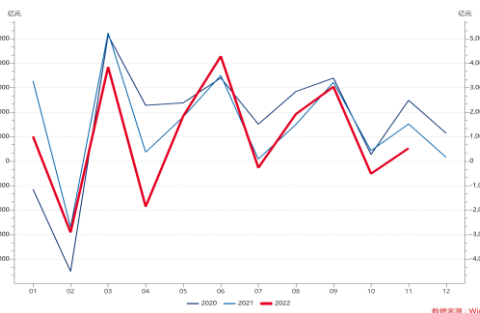


图6：居民户短期贷款



数据来源：Wind、银河期货

11月社会融资规模1.99万亿元，预期2.17万亿元，同比下降6083亿元，社融存量同比增速回落至10.0%，较上月下行0.3个百分点。除贷款外，主要还是由于企业直接融资和政策债券融资同比回落所致。其中，11月企业债权融资596亿元，同比大幅下降3410亿元，而政府债券融资6520亿元，同比减少1638亿元，幅度同样相对较大。这可能一方面是受到11月债券市场有所调整，发行成本上升；另一方面今年政府债发行在节奏上有所前置导致的。

11月非标融资合计-263亿元，好于去年同期的-2538亿元，这主要是受信托融资压降幅度大幅收窄所致。后续来看，金融16条出台后，房企通过房地产信托进行融资的渠道再度打通，2018年以来信托贷款规模持续压降的趋势可能将会发生一定变化。

图7：社会融资规模

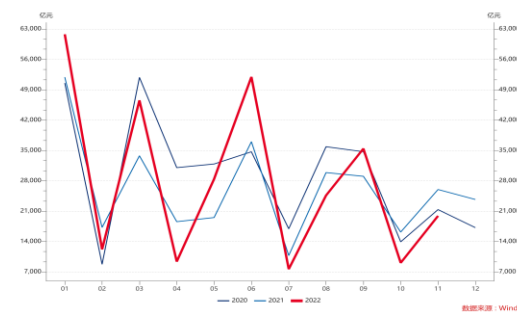
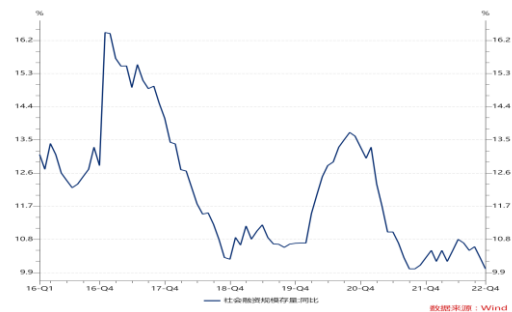


图8：社融存量同比



数据来源：Wind、银河期货

图9：企业直接融资变化

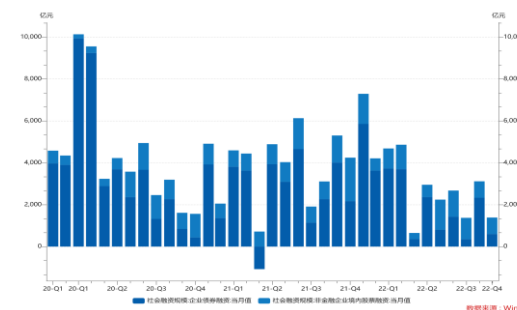
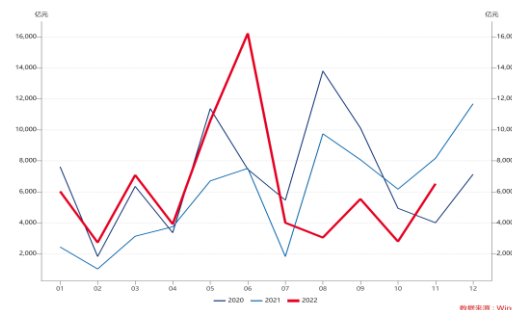


图10：政府债券融资



数据来源：Wind、银河期货

二、M1 与 M2 分析

货币供应方面，11月M2同比+12.4%，创6年来新高。存款结构上，11月居民和非银金融机构增幅较为明显，居民户存款超季节性大增2.25万亿元，同比多增1.52万亿元，这可能一方面是由于年内多地疫情扰动下，居民避险情绪带动预防性储蓄需求上升所致；另一方面，11月债市调整幅度较大，居民加大理财产品赎回力度的同时，存款数量也相应出现增长。非银金融机构存款增加6680亿元，同比多增6937亿元，这或与11月防疫、地产政策转向后，权益市场预期改善，部分资金开始流入非银金融部门相关。

11月M1同比+4.6%，较上月回落1.2个百分点，M2-M1剪刀差扩大至7.8%，货币活化程度降低一定程度上也体现出当前实体需求整体偏弱的现状。而理财产品出现调整后，居民户可能通过延长存款年限来满足对高息资产的配置需要，可能也是M2和M1增速之差走扩的原因之一。不过，近几年的历史数据也显示，M2增速上行相较于M1具有一定领先性。重要政策调整后，后续随着预期的转变和短期冲击的结束，明年M1增速可能将逐步有所上行。

图11: M2、M1增速变化

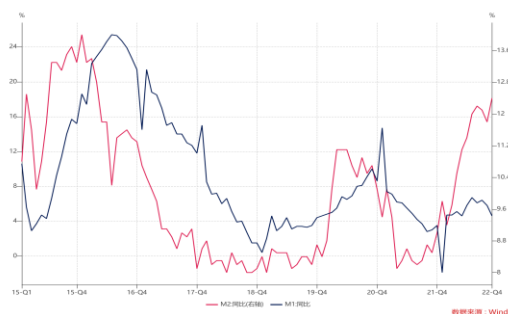
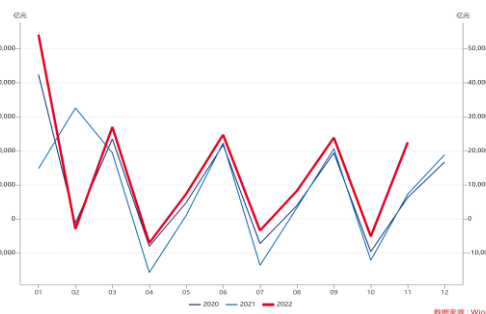


图12: 居民户新增人民币存款



数据来源: Wind、银河期货

三、综述

综合来看,我们认为11月金融数据主要反应如下几个方面信息。首先,国内信贷社融整体表现弱于季节性,融资需求仍有待进一步改善。其次,结构上,企事业单位和居民户继续分化,政策利好下,企业融资中长期贷款需求边际持续改善,但居民户贷款依旧表现不佳,这和偏弱的消费及购房需求下降相互印证。第三,M2同比增幅创6年来新高,可能意味着疫情扰动下,政策面资金投放再度有所发力,而结构上,居民存款上升除了预防性储蓄外也有理财赎回因素的影响。第四,M2-M1剪刀差走扩,表明实体资金利用率转弱,但考虑到M2增速上行相较于M1具有一定领先性,政策转向后的M1增速变化值得关注。

对于债市而言,历史数据显示,长期趋势上社融增速通常是收益率变化的领先指标。11月社融存量同比增速回落至10.0%,与此同时,M2同比增速升至12.4%,货币供应和信贷融资需求增速之差有所扩大,这对债市仍较为友好。不过,近期理财赎回对市场的影响仍在持续,现券被动卖出压力下,市场对偏利多的基本面数据反应并不敏感,加之中央经济工作会议临近,明年财政及地产等相关“稳增长”政策可能继续加码,短期内债市或仍将延续弱势震荡态势。

图13: 社融增速与10年期国债收益率



图14: M2和社融增速差与10年期国债收益率



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_50238

