

企业中长贷回暖

——2022 年 11 月金融数据点评

11 月我国新增社融 1.99 万亿（预期 2.17 万亿），较去年同期少增 6,109 亿；新增人民币贷款 1.21 万亿（预期 1.32 万亿），较去年同期少增 596 亿；M2 同比增长 12.4%（预期 11.7%）。

一、信贷：企业中长贷回暖，居民贷款仍疲弱

11 月新增信贷略低于预期，企业、居民中长贷表现继续分化。新增人民币贷款同比少增 596 亿，其中中长期贷款同比多增 232 亿，短期贷款同比少增 1,643 亿，票据融资同比少增 56 亿。

信贷总量表现有所改善，企业中长期贷款持续回暖。11 月非金融企业贷款新增 8,837 亿，同比多增 3,158 亿，环比多增 4,211 亿。其中，中长贷当月新增 7,367 亿，同比多增 3,950 亿；短贷减少 241 亿，同比多减 651 亿。受防疫政策优化、房地产企业融资渠道全面放开、企业对未来经济预期转向积极的拉动，企业中长期贷款表现自本月下旬改善。

由于房地产支持政策集中在供给端，居民购房需求恢复缓慢，同时防疫政策优化过程中存在波动，限制居民活动半径和消费场景，新增居民贷款仍同比少增。11 月居民贷款新增 2,627 亿，同比少增 4,710 亿。其中，居民短贷同比少增 992 亿，中长贷同比少增 3,718 亿。居民加杠杆购房意愿仍然较弱，表现在房地产销售仍持续收缩，11 月 30 大中城市商品房成交面积收缩幅度较上月走扩。

二、社融：企业债券成为最大拖累

11 月新增社融 1.99 万亿，环比多增 1.08 亿，同比少增 6,109 亿，

小幅低于市场预期。受去年高基数影响，社融存量同比增速大幅回落 0.3pct 至 10.0%。从结构上看，非标是本月社融的最大亮点，信贷、政府融资对社融拖累收窄，但企业债券表现不佳，是社融低于预期的主因。

一是随着房地产融资政策超预期放松，信托贷款对非标融资形成显著支撑，非标对本月社融贡献最大。非标融资当月减少 263 亿，环比少减 1,485 亿，同比少减 2,275 亿。其中，未贴现银行承兑汇票增加 190 亿，同比多增 573 亿；信托贷款减少 365 亿，同比大幅少减 1,825 亿；委托贷款减少 88 亿，同比多减 123 亿。未贴现票据同比多增、票据融资同比少增，指向经济活动活跃度上升，实际信贷需求走强；房地产“三支箭”发力稳增长，支持信托贷款合理展期，并要求保持信托等资管产品融资稳定，带动信托贷款同比大幅多增；随着政策性开发性金融工具的全面落地，委托贷款需求峰值已过，对非标融资的支持亦开始减弱。

二是受基数效应和发行节奏影响，政府融资对社融的拖累收窄。随着地方政府专项债发行进入尾声，当月国债成为政府融资主力。11 月新增政府债融资 6,520 亿，同比少增 1,638 亿，环比大幅多增 3,729 亿。

三是债券市场剧烈调整对一级市场发行需求构成压制，企业债券融资大幅下行，成为社融低于市场预期的主因。11 月新增企业债券融资仅 596 亿，同比少增 3,410 亿，环比少增 1,729 亿。

四是由于美联储加息周期暂未结束、利率仍未见顶，人民币汇率仍处在低位，外币贷款连续第九个月同比少增。11 月新增外币贷款融资减少 648 亿，同比多减 514 亿，环比少减 76 亿。

三、货币：广义和狭义流动性出现背离

11 月 M2 同比增速上升 0.6pct 至 12.4%，大幅高于市场预期。当月国债收益率显著上行约 20bp，理财产品净值下跌引发赎回，导致银行自营资金承接部分理财产品，进而将自营资金转化成非银存款，拉动 M2 上升。从存款结构来看，居民赎回理财产品带来居民存款超季节性高增，本月居民存款新增 2.25 万亿，同比多增 1.52 万亿；银行自营资金注入，带动非银金融机构存款新增 6,680 亿元，同比多增 6,937 亿元；企业经济活动走强，导致企业存款同比减少 7,474 亿；随着财政发债和支出节奏同时放缓，当月财政存款减少 3,681 亿，同比多增 3,600 亿，小幅拖累 M2 增速。

11 月广义流动性和狭义流动性出现背离。一方面，M2 同比增速继续超过社融，广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）扩大 0.9pct 至 2.4pct，突破前期高位，商业银行“资产荒”格局延续。另一方面，资金利率中枢快速抬升，狭义流动性明显收紧，但央行及时呵护市场，并宣布降准，稳定了市场预期。M1 同比增速下滑 1.2pct 至 4.6%。“M2-M1”增速剪刀差大幅扩大 1.8pct 至 7.8%，货币活化程度减弱。

四、债市影响：对债券收益率影响不大

11 月社融数据发布后，债券收益率受此影响不大，但 11 月至今债券收益率显著上行，10 年期国债收益率较 10 月末上行 25BP 至 2.89%，主要受到非银产品赎回、债券抛售的负反馈影响。

从流动性看，银行间流动性情况尚不构成收益率大幅上行的原因。11 月资金面波动较大，最终趋于宽松，货币市场利率水平先上后下，11 月以来 DR001 和 DR007 利率中枢分别为 1.36% 和 1.75%，较上月中枢上行 3-10BP，但 11 月下旬起隔夜利率下行至 1.10% 的低位水平。而相应

的，短端债券收益率因抛售而显著调整，1 年期和 3 年期国债收益率分别较 10 月末上行 57BP 和 31BP 至 2.30% 和 2.53%。

从市场行为看，因 11 月防疫政策和地产政策均有积极变化，市场“强预期”先行，对于后续稳增长和融资需求回暖的预期回升，成为收益率上行的触发点，叠加前期收益率绝对水平和信用利差已经压缩至历史最低水平，11 月收益率螺旋式上行的速度和节奏较快。预计短期内赎回行为仍将引发债市调整，但最终收益率水平将回归社会实际融资需求和基本面变化。

五、前瞻：企业新增信贷助推经济

总体而言，企业迅速对政策的积极调整做出反应，支撑社融增速。房地产融资放开刺激地产及相关行业中长贷需求的释放，并支撑信托贷款同比少减。同时，房地产需求端政策未明显加码，叠加增量政策工具前期已落地，导致居民和政府融资需求疲弱，对社融形成拖累。另外，金融市场波动对流动性的影响凸显。债券收益率快速上行，一方面压制企业债券融资需求，另一方面导致理财大额赎回，拉升 M2 增速，广义流动性盈余扩张。

前瞻地看，企业贷款需求改善或为明年实体经济增长提供内生动力。

一方面 企业贷款将直接带动房地产投资和制造业投资 扩大内需提振

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_50315

