

货币政策与流动性观察

金融数据“拐点”隐现

核心观点

金融数据“拐点”隐现

11月我国新增社融1.99万亿，新增人民币贷款1.21万亿，均弱于市场预期。M2同比增长12.4%，明显高于预期。

11月新增社融环比明显回升，但同比表现弱于预期和季节性，增速下降0.3pct至10.0%。从四大项的贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自于非标，拖累主要来自企业直融、政府债券融资和信贷。

11月信贷环比回升，但同比基本持平。企业与居民中长贷分别是信贷的最大支撑和最大拖累。一方面，企业信贷表现强劲。11月企业贷款同比多增3158亿，其中中长贷同比多增3950亿，受到政策显著拉动。另一方面，居民信贷环比回暖，但短贷与中长贷同比明显下降。11月新增居民贷款同比多减4710亿，已连续13个月负增长，其中中长贷同比大幅少增3718亿。

非标融资仍然为负，但幅度明显收窄。非标融资减少263亿，在低基数下同比少减2275亿。信托+委托贷款总体延续了前四个月的趋势，本月同比继续增加1702亿，指向基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

企业直融较为疲弱，是本月社融的最大拖累。当月企业直接融资1384亿，同比大幅下降3916亿，其中企业债券同比少增3410亿，主要受11月债券市场波动影响，信用债发行取消或推迟。

政府融资持续受到基数影响。新增政府债环比增加3729亿至6520亿元，但在今年和去年财政节奏错位的效应下同比大幅少增1638亿。

货币方面，最主要的特征是M2-M1裂口快速扩大，这与理财市场赎回潮有直接关系。理财赎回潮下的M2大增，指向银行自营部门可能通过扩表接盘理财信用债。M1增速“坍塌”1.2pct，主要是两个渠道不畅：除地产和消费疲弱外，信用债发行骤减，也明显制约居民存款向企业（活期）存款转化。

我们认为，金融数据“拐点”将至。本月M2-M1和社融-M2剪刀差两大指标的大幅走弱更多受短期因素影响，明年初有望逐步改善。总体来看，尽管疫情防控优化后感染反弹对经济活动造成阶段性抑制，但明年“强预期”向“强现实”的趋势性转化不会改变，结构性货币政策工具将发挥更重要的稳增长、宽信用和调结构作用。

流动性观察

海外方面，美欧央行放缓加息节奏，均宣布加息50bp。

国内利率方面，上周（12月12-18日）短端利率全面上行，1年期存单发行利率有所上升，其中国有行、股份行、城商行的上升幅度分别为16bp、11bp和7bp。

国内流动性方面，上周（12月12-18日）央行加量续作，净投放390亿元。

债券发行方面，上周（12月12-16日）政府债净融资8821.1亿元；同业存单净融资-1583.3亿元；企业债券净融资-835.8亿元。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

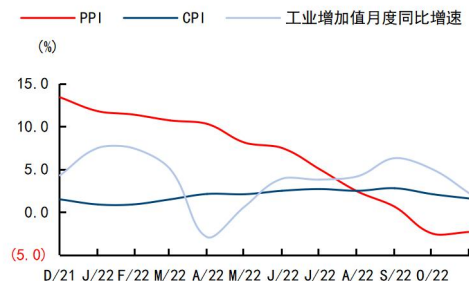
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.30
社零总额当月同比	-5.90
出口当月同比	-8.90
M2	12.40

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《货币政策与流动性观察-人民币升值空间有多大？》——2022-12-12
- 《宏观经济宏观周报-国内消费景气持续偏弱，投资景气开始回升》——2022-12-12
- 《货币政策与流动性观察-PSL会“分流”MLF投放吗？》——2022-12-05
- 《货币政策与流动性观察-降准了，然后呢？》——2022-12-01
- 《宏观经济宏观周报-疫情扩散速度较快，投资领域景气转弱》——2022-11-28

内容目录

周观点：金融数据“拐点”隐现	5
社融：企业债券融资拖累	5
货币：社融-M2 增速剪刀差扩大至极值	8
小结：“宽信用”方向不改	8
流动性观察	9
外部环境：美欧央行放缓加息节奏	9
国内利率：中短端利率全面上行	10
国内流动性：央行释放短端流动性	12
债券融资：上周政府融资大幅扩张	14
汇率：美元企稳	15

图表目录

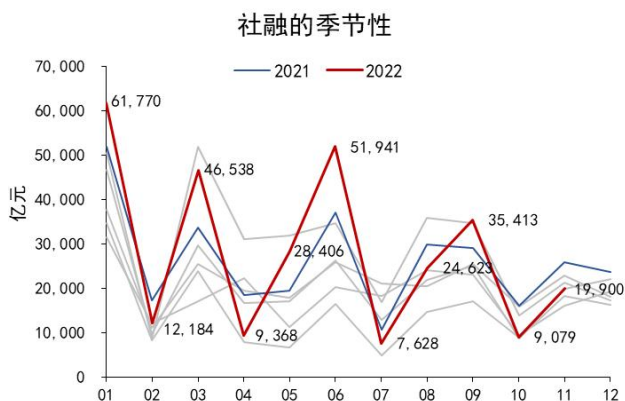
图 1: 11 月新增社融弱于季节性	5
图 2: 11 月新增信贷弱于季节性	5
图 3: 11 月社融同比受企业直接融资拖累最大	5
图 4: 11 月信贷同比主要受居民中长贷拖累	6
图 5: 11 月新增贷款主要投向企业部门	6
图 6: 11 月企业中长贷占比较高	6
图 7: 11 月新增居民中长贷占比上升	7
图 8: 11 月楼市销售在低基数下继续走弱	7
图 9: 我国实体经济仍以间接融资为主	7
图 10: 四季度以来水泥发运率走势强于季节性	7
图 11: M2-M1 剪刀差持续扩张	8
图 12: 社融-M2 剪刀差达到历史极值	8
图 13: 美联储关键短端利率	9
图 14: 欧央行关键短端利率	9
图 15: 日央行关键短端利率	9
图 16: 主要央行资产负债表相对变化	9
图 17: 央行关键利率	10
图 18: LPR 利率	10
图 19: 短端市场利率与政策锚	11
图 20: 中期利率与政策锚	11
图 21: 短端流动性分层观察	11
图 22: 中长端流动性分层观察	11
图 23: SHIBOR 报价利率	11
图 24: 中美利差	11
图 25: “三档两优”准备金体系	12
图 26: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	12
图 27: 7 天逆回购到期与投放	12
图 28: 14 天逆回购到期与投放	12
图 29: MLF 投放跟踪	13
图 30: MLF 投放季节性	13
图 31: 银行间回购成交量	13
图 32: 上交所回购成交量	13
图 33: 银行间回购余额	13
图 34: 交易所回购余额	13
图 35: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	14
图 36: 政府债券与同业存单净融资	14
图 37: 企业债券净融资与结构	14

图 38：主要货币指数走势	15
图 39：人民币汇率	15

周观点：金融数据“拐点”隐现

11月我国新增社融1.99万亿（预期2.17万亿），新增人民币贷款1.21万亿（预期1.32万亿），均弱于市场预期。M2同比增长12.4%（预期11.7%），明显高于预期。

图1：11月新增社融弱于季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：11月新增信贷弱于季节性

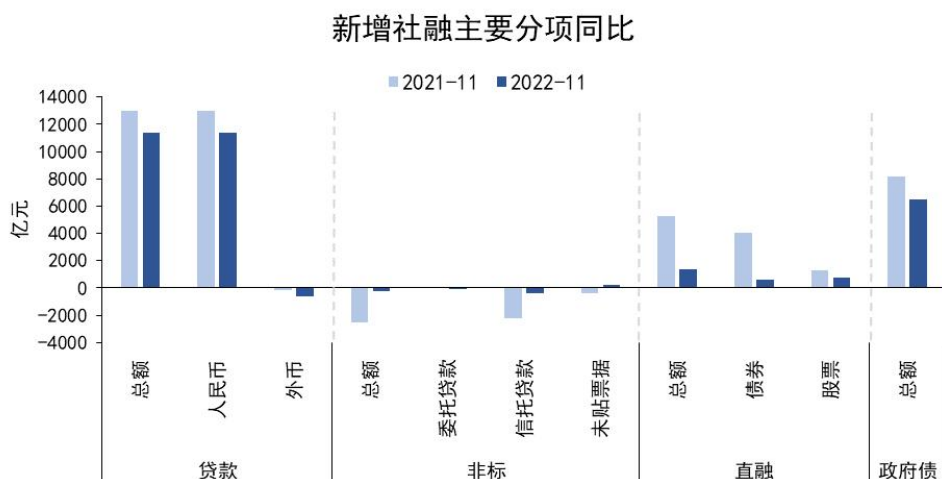


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

社融：企业债券融资拖累

11月新增社融环比明显回升，但同比表现弱于预期和季节性，增速下降0.3pct至10.0%。新增社融同比少增6083亿，环比多增1.08万亿。从四大项的贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自于非标（贡献37.4%），拖累主要来自企业直融（贡献-64.4%）、政府债券融资（贡献-26.9%）和信贷（贡献-26.7%）。

图3：11月社融同比受企业直接融资拖累最大

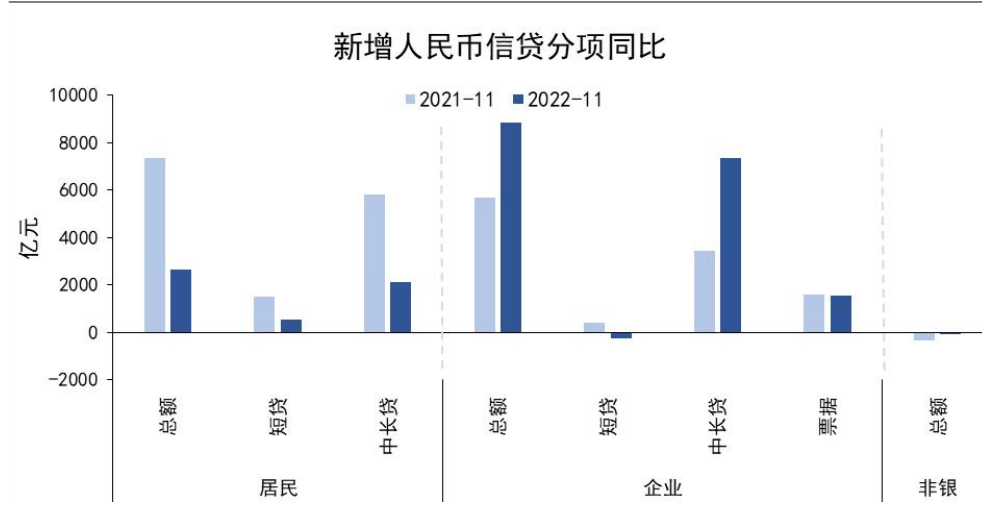


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人民币贷款

11月信贷环比回升，但同比基本持平。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款同比少增600亿。企业部门与居民部门分化明显，企业中长贷与居民中长贷分别是信贷的最大支撑和最大拖累。

图4：11月信贷同比主要受居民中长贷拖累



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

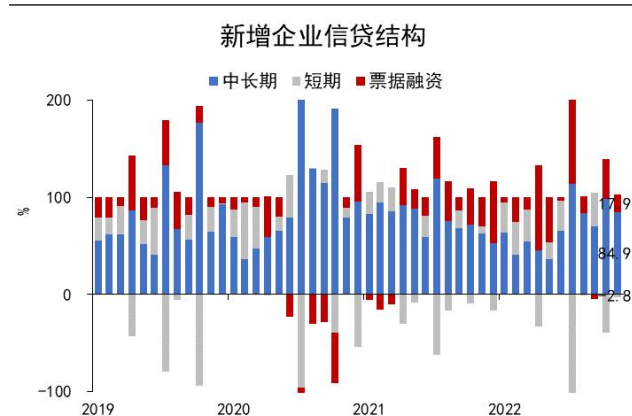
一方面，政策助力下，企业信贷表现强劲，且结构较好。11月非金融企业贷款新增8837亿，同比多增3158亿，环比多增4211亿。其中中长贷新增7367亿，占84.9%，同比多增3950亿。本月企业中长贷的表现与政策支持不无关系，包括地产信贷支持与PSL工具用量创单月新高等。短期信用方面，企业短贷持续负增长，当月减少241亿，同比多减651亿，或受上半年短贷到期拖累；票据融资增加1549亿，同比小幅少增56亿。

图5：11月新增贷款主要投向企业部门



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：11月企业中长贷占比较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

另一方面，居民信贷环比回暖，但短贷与中长贷同比均明显下降。11月新增居民贷款由上月的-180亿转正为2627亿，同比多减4710亿，已连续13个月同比负增长。结构上，居民短贷增加525亿，同比少增992亿，与消费信心疲弱、疫情放松后反弹有关。中长贷增加2103亿，同比大幅少增3718亿，仍然与地产销售

疲弱有关。

图7: 11月新增居民中长贷占比上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 11月楼市销售在低基数下继续走弱

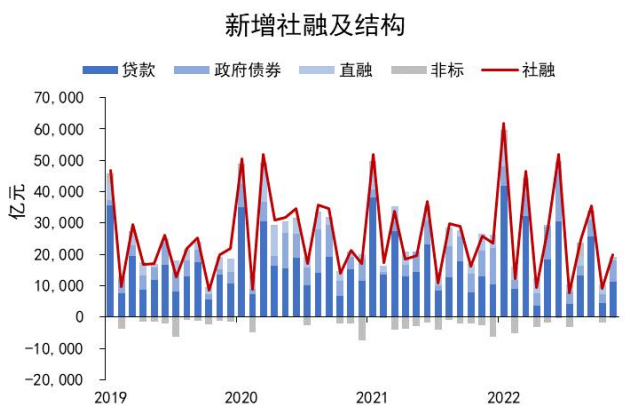


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

非标、直接融资与政府债券

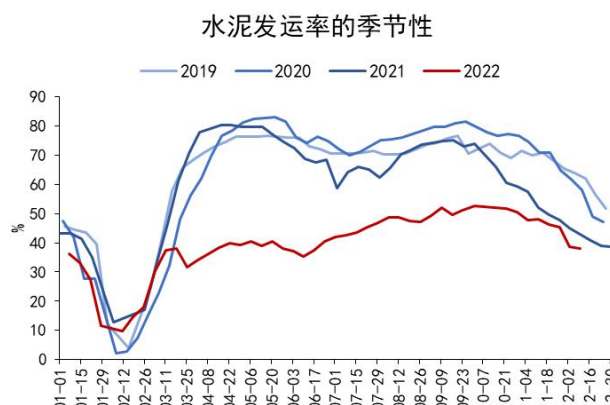
新增非标融资仍然为负，但幅度明显收窄。非标当月融资减少263亿，在低基数下同比少减2275亿，环比少减1485亿。其中，未贴现银行承兑汇票小幅新增190亿，同比多增573亿；信托贷款-365亿，同比大幅少减1825亿；委托贷款减少88亿，同比多减123亿。信托+委托贷款总体延续了前四个月的趋势，本月同比继续增加1702亿，指向非标压降力度持续缓和，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

图9: 我国实体经济仍以间接融资为主



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 四季度以来水泥发运率走势强于季节性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

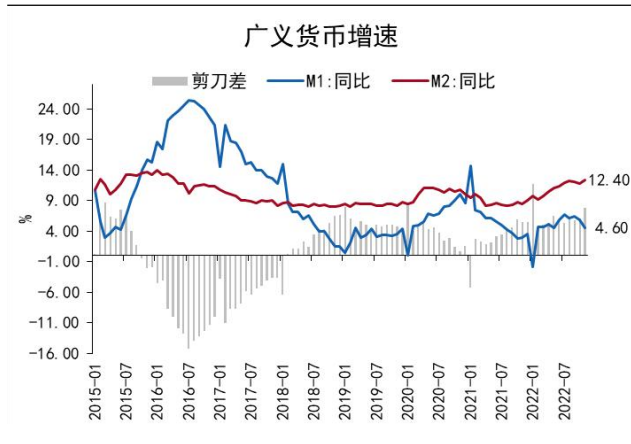
企业直融较为疲弱，是本月社融的最大拖累。当月企业直接融资1384亿，环比同比均大幅下降（-1729亿，-3916亿）。其中企业债券新增融资596亿，同比少增3410亿，贡献了直融同比增量的87.1%，主要是受11月债券市场波动影响，信用债发行取消或推迟；企业股权融资新增788亿，与上月持平，同比少增506亿。

政府融资持续受到基数影响。11月新增政府债环比增加3729亿至6520亿元，但在今年“财政前置”与去年“财政后置”带来的错位效应下同比大幅少增1638亿。

货币：社融-M2 增速剪刀差扩大至极值

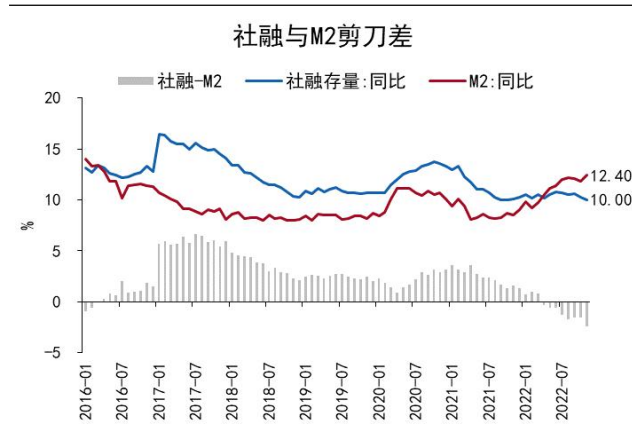
11 月 M2 同比增速较上月跳增 0.6pct 至 12.4%，与理财市场赎回潮有直接关系。M2 增速拖累项是财政和企业存款：财政存款减少 3681 亿，投放环比加大，但同比少减 3600 亿。企业存款在信贷大增的情况下仅新增 1976 亿，同比少增 7475 亿，受直接融资不利影响。与此同时，居民和非银存款大增：居民存款同比多增 15192 亿，非银存款同比多增 6937 亿。理财赎回潮下的 M2 大增，指向银行自营部门可能通过扩表接盘理财信用债。M1 同比增速大幅下降 1.2pct 至 4.6%，除地产和消费疲弱下，居民-企业存款转化不力、企业存款定期化等原因外，也有企业直接融资不畅等因素。M2-M1 增速剪刀差相应增加 1.8pct 至 7.8%的历史较高位置，社融-M2 增速剪刀差反向扩张 0.9pct 至-2.4%的历史极值。

图11：M2-M1 剪刀差持续扩张



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：社融-M2 剪刀差达到历史极值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

小结：“宽信用”方向不改

11 月金融数据环比改善，但总体仍弱于季节性和预期。居民和企业中长贷分化加剧，理财市场波动导致信用债融资受阻是本月重要的结构性特征。如此前提示，“宽信用”仍处于政策培育阶段。

我们认为，金融数据“拐点”将至。本月 M2-M1 和社融-M2 剪刀差两大指标的大幅走弱更多受短期因素影响，明年初有望逐步改善。总体来看，尽管疫情防控优化后感染反弹对经济活动造成阶段性抑制，但明年“强预期”向“强现实”的趋

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_50447

