

实体内生融资需求回暖尚需时日

——2022 年 11 月份金融数据点评

事件：

2022年12月12日，人民银行发布11月金融数据。11月M2余额264.7万亿元，同比增长12.4%，增速比上月回升0.6个百分点，比上年同期回升3.9个百分点；M1余额66.7万亿元，同比增长4.6%，增速比上月回落1.2个百分点，比上年同期回升1.6个百分点。11月末社会融资规模存量为343.19万亿元，同比增长10%，较10月的10.3%回落0.3个百分点。11月社会融资规模增量为1.99万亿元，比上年同期减少6109亿元，比上月增加10795亿元。11月人民币贷款增加1.14万亿元，同比少增1573亿元。

事件点评：

➤ M2与M1走势背离明显，资金利率中枢上移回归常态

11月由于央行缩量投放导致流动性缺口较大，资金面持续中枢上移趋势。当前M2与M1增速走势再度背离，其中M1同比回落除基数影响外，主要受企业活期存款减少与地产销售低迷影响；而M2同比走强主要与储蓄存款增速抬升有关。展望后续，由于年末政府债发行速度减缓、财政支出支撑力度不足，叠加理财“赎回潮”基本结束，预计年内M2高位已过，12月M2增速进入下行通道。

➤ 稳地产效果尚不明显，政策支持下企业信贷结构改善

11月居民短贷边际回升主要与防疫政策优化导致居民跨区域消费增速回暖有关；居民中长期贷款环比虽小幅好转，但同比持续低迷，体现出实体需求仍然疲软，地产与汽车消费双双成为拖累。在稳增长政策的持续作用下，受商业银行信贷座谈会、央行降准刺激、房企融资“第一支箭”以及政策层面持续监督多重影响下，企业中长期融资获得政策加持，企业中长期信贷需求持续修复。

➤ 社融存量同比增速小幅回落，实体内生融资需求偏弱

11月社融存量同比增长10%，较10月回落0.3个百分点。从分项上来看，人民币贷款中多重政策加持下企业端融资修复情况远好于居民端；政府债券融资受财政前置发力影响同比少增；而11月债市基本面重塑后收益率持续上行导致融资成本上升，债券融资对企业的吸引力下降。

➤ 展望：防疫政策优化叠加稳增长，实体融资需求将逐步回暖

11月社融和信贷数据虽略好于10月，但较去年同期仍显疲软。随着防疫政策优化及更多准财政政策发力，预计明年实体融资需求将逐步回暖。货币政策：11月末的降准及公开市场操作加量投放基本打消了市场货币政策转向及流动性收紧的担忧。我们认为在经济出现明显改善前货币政策不会收紧，预计一季度在猪周期影响下的结构性通胀不会改变货币政策取向，今年年底至明年年初货币流动性将维持充裕，5年期LPR仍有调降空间。对于财政政策来说，通过直达实体经济的财政工具疏通货币向信用传导的堵点是后续主要的发力方向。预计后续再贷款、政策性金融工具等准财政工具将持续发力助力宽货币向宽信用转化。

➤ 风险提示：稳增长效果不及预期，疫情扩散程度超预期。

分析师：王宇鹏
执业证书编号：S0590522020002
邮箱：wyp@glsc.com.cn

联系人：吴嘉颖
邮箱：wjiaying@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《食品价格走低，总需求有望改善》2022.12.09
- 2、《新冠抗原检测产业链转债梳理》2022.12.07
- 3、《当前债市是否迎来牛转熊拐点？》2022.11.30

正文目录

1	事件	3
2	事件点评	3
2.1	M2 与 M1 走势背离明显，资金利率中枢上移回归常态	3
2.2	稳地产效果尚不明显，政策支持下企业信贷结构改善	4
2.3	社融存量同比增速小幅回落，实体内生融资需求偏弱	6
2.4	展望：防疫政策优化叠加稳增长，实体融资需求将逐步回暖	7
3	风险提示	7

图表目录

图表 1: 11 月 M2 同比与 M1 同比剪刀差扩大 (%)	4
图表 2: M2 增速持续高于社融存量增速 (%)	4
图表 3: DR007 利率中枢上移但仍低于政策利率 (%)	4
图表 4: 11 月市场利率中枢上行趋势明显 (%)	4
图表 5: 11 月居民融资持续弱于季节性 (亿元)	5
图表 6: 当前商品房销售仍在底部区间 (万平方米)	5
图表 7: 汽车销售对于经济的拉动力基本释放 (%)	5
图表 8: 11 月企业融资结构持续改善 (%)	5
图表 9: 11 月新增社融不及预期，多分项低于去年同期 (亿元)	6
图表 10: 11 月社融存量同比延续回落趋势 (%)	7

1 事件

2022 年 12 月 12 日，人民银行发布 11 月金融数据。11 月末 M2 余额 264.7 万亿元，同比增长 12.4%，增速比上月回升 0.6 个百分点，比上年同期回升 3.9 个百分点；M1 余额 66.7 万亿元，同比增长 4.6%，增速比上月回落 1.2 个百分点，比上年同期回升 1.6 个百分点。11 月末社会融资规模存量为 343.19 万亿元，同比增长 10%，较 10 月的 10.3% 回落 0.3 个百分点。11 月社会融资规模增量为 1.99 万亿元，比上年同期减少 6109 亿元，比上月增加 10795 亿元。11 月人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比少增 1573 亿元。

2 事件点评

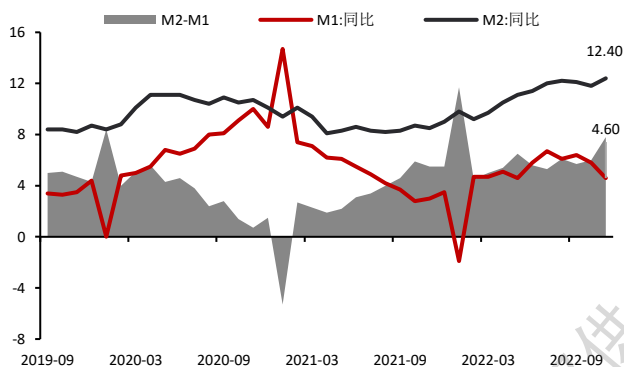
2.1 M2 与 M1 走势背离明显，资金利率中枢上移回归常态

11 月 M2 余额 264.7 万亿元，同比增长 12.4%，增速比上月回升 0.6 个百分点，比上年同期回升 3.9 个百分点。11 月 M1 余额 66.7 万亿元，同比增长 4.6%，增速比上月回落 1.2 个百分点，比上年同期回升 1.6 个百分点。

11 月 M2 同比增速超预期回升，我们认为有两大原因。其一，受理财“赎回潮”影响，导致存款余额出现回升；其二，疫情的不确定性推升居民防御性储蓄上升。11 月由于央行缩量投放导致流动性缺口较大，资金面持续中枢上移趋势，预计后续货币政策持续稳健态势，市场利率回归正常水平后再度大幅上行概率较小，预计流动性将维持合理宽松区间。具体来看，11 月 SHIBOR 利率和 DR007 利率中枢较 10 月持续回升态势，DR007 月平均利率为 1.78%，较 10 月的 1.65% 再度上行；SHIBOR7 天月平均利率为 1.81%，较 10 月的 1.71% 中枢上移。

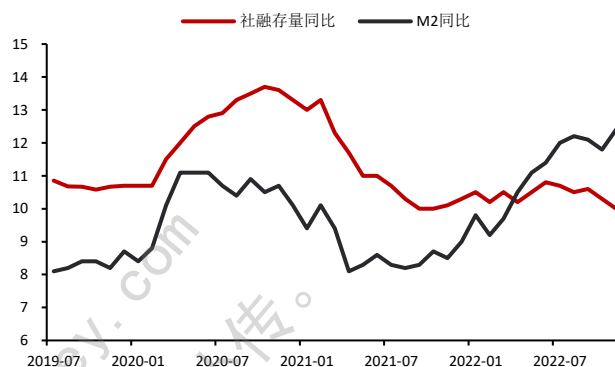
此外，当前 M2 与 M1 增速走势再度背离，其中 M1 同比回落除基数影响外，主要受企业活期存款减少与地产销售低迷影响；而 M2 同比走强主要与储蓄存款增速抬升有关。展望后续，由于年末政府债发行速度减缓、财政支出支撑力度不足，叠加理财“赎回潮”基本结束，预计年内 M2 高位已过，12 月 M2 增速进入下行通道。

图表 1: 11 月 M2 同比与 M1 同比剪刀差扩大 (%)



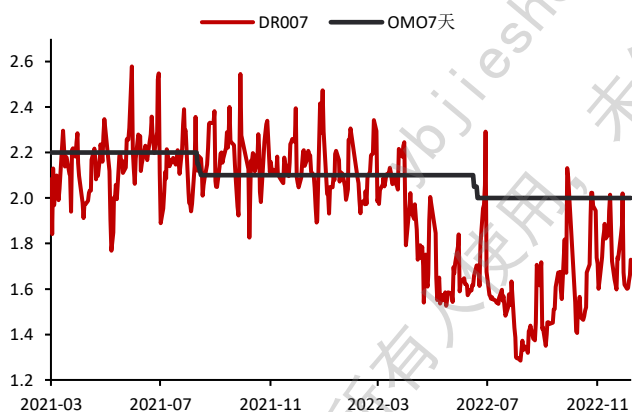
来源: Wind 国联证券研究所

图表 2: M2 增速持续高于社融存量增速 (%)



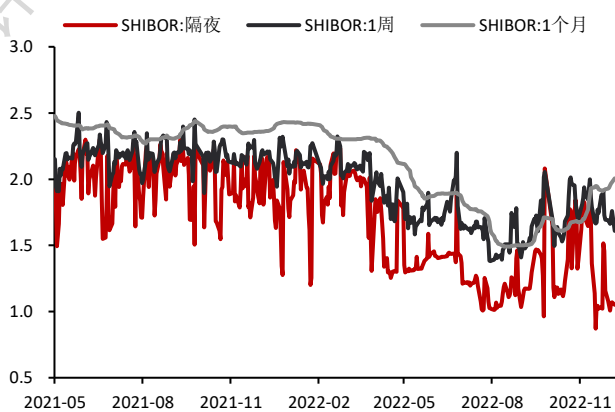
来源: Wind 国联证券研究所

图表 3: DR007 利率中枢上移但仍低于政策利率 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 4: 11 月市场利率中枢上行趋势明显 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

2.2 稳地产效果尚不明显，政策支持下企业信贷结构改善

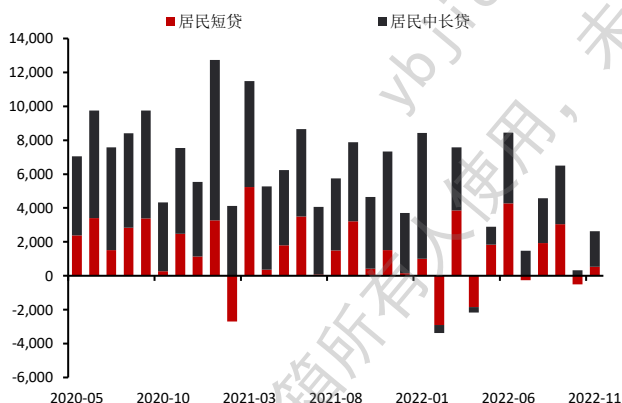
11 月居民新增人民币贷款增加 2627 亿元，由负转正，同比少增 4710 亿元。其中居民短贷增加 525 亿元，环比多增 1037 亿元，同比少增 992 亿元。11 月居民短贷边际回升主要与防疫政策优化导致居民跨区域消费增速回暖有关。结合高频数据观察，11 月日常人员流动情况与 10 月基本持平，而跨区域人员流动情况较 10 月边际回暖明显，防疫优化推动人员跨区域消费促进服务业改善。

11 月居民中长期贷款增加 2103 亿元，环比多增 1771 亿元，同比少增 3718 亿元。11 月居民中长期贷款环比虽小幅好转，但同比持续低迷，体现出实体需求仍然疲软，地产与汽车消费双双成为拖累。11 月央行出台的 16 条稳地产政策公布后，11 月地产销售整体仍然偏弱，环比较 10 月有所回升，但同比仍远低于往年同期，显著弱于季节性。展望后续，居民受资产价格贬值影响，短期内居民购房意愿低迷态势较难扭转；但随着 16 条稳地产政策以及防疫政策优化等利好频出，我们预计 2023 年房地产行业

业或呈现缓慢复苏的格局。此外，11月乘用车市场零售额达到164.9万辆，同比下降9.2%，环比下降10.5%。伴随着购车税优惠的利好政策结束，汽车消费对经济的拉动力已经基本释放，对于11月居民中长期贷款的支撑力度也大幅减弱，预计后续难超预期。

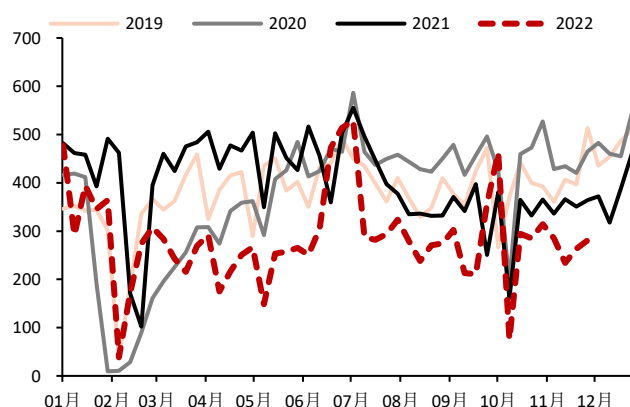
11月企业新增人民币贷款8837亿元，环比多增4211亿元，同比多增3158亿元。其中企业短贷减少241亿元，同比多减651亿元；中长贷增加7367亿元，同比多增3950亿元；票据融资增加1549亿元，同比少增56亿元。11月企业融资持续结构性改善状态，中长期贷款延续高景气度；企业短贷持续负值表明企业短期融资获得流动性需求有所下降；此外票据冲量特征有所减缓。11月在稳增长政策的持续作用下，受商业银行信贷座谈会、央行降准刺激、房企融资“第一支箭”以及政策层面持续监督多重影响下，企业中长期融资获得政策加持，企业中长期信贷需求持续修复。此外，基建相关投融资项目在地方财政与城投的共同作用下也推升企业信贷走高。

图表 5: 11月居民融资持续弱于季节性(亿元)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 6: 当前商品房销售仍在底部区间(万平方米)



来源: Wind 国联证券研究所

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_50098

