

M2超预期，居民信贷继续萎缩

—— 11月金融数据点评

相关研究：

1. 《实体经济动能下降，票据冲量迹象渐显》 2021.08.16
2. 《社融整体仍处相对底部，分项表现值得关注》 2021.11.15
3. 《社融增速或起底回升，然信贷结构欠佳》 2022.01.14
4. 《社融超预期，信贷迎来开门红》 2022.02.11
5. 《社融超预期，信贷存结构性隐患》 2022.04.13
6. 《需求收缩压力凸显》 2022.05.16
7. 《社融信贷大幅改善，预期正好转》 2022.07.12
8. 《社融大幅超预期，信贷结构改善明显》 2022.10.12

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

11月新增社会融资规模1.99万亿，前值0.91万亿，预期2.17万亿；新增人民币贷款1.21万亿，前值0.62万亿，预期1.32万亿；M2同比增速为12.4%，前值11.8%，预期11.7%。

□ 信托贷款表现抢眼，企业融资是拖累项

11月社融表现较好的分项为信托贷款，当月新增规模为-365亿，同比去年同期规模大幅增加1825亿。伴随金融系统过去几年的严监管，以信托为代表的非标资产规模急剧压缩，但近期由于房地产“金融16条”面世，信托贷款的境遇得到显著改善。近三个月信托贷款同比规模分别增加了1907亿、1000亿和1825亿。另一方面，企业债券本月份录得596亿，同比去年少增3410亿，成为社融的主要拖累项。客观上，当前经济下行压力较大，信用市场遇冷，同时，企业融资扩张需求较少，反而缩减开支，裁撤部门的案例近期屡见不鲜。主观上，由于近期银行固收理财产品净值大跌，导致大额赎回，又进一步使信用债市场承压，原本计划在此窗口期发债的企业也会选择延后或取消企业债发行，以期规避当下较高的融资成本。

□ 企业与居民融资需求分化明显

11月企业部门新增人民币贷款8837亿元，其中短期信贷规模为-241亿元，中长期贷款规模为7367亿元。预示着企业在中长期内可能需要补充资金用于扩产以及设备更新等生产活动，这对于实体经济的修复以及预期的改善无疑是重大利好。而居民端的信贷需求不容乐观，本月居民短期信贷规模录得525亿，中长期信贷规模录得2103亿，较去年同期分别下降了992亿和3718亿，与住房按揭紧密相关的居民中长期贷款的大幅下滑尤其值得警惕。我们判断未来居民融资需求的回暖可能要滞后于企业部门，判断的依据之一是企业预期改善到实际盈利改善，再到收入端的改善需要一定的传导时间。

□ M2超预期，M2-M1剪刀差走阔

11月M2同比增速录得12.4%，较去年同期大幅上涨3.9个百分点。M2-M1剪刀差在逐渐走阔。M2同比的超预期上行可能与居民储蓄增加有关。11月居民新增人民币存款达到2.25万亿，是2005年以来有历史记录的同期最高值，居民存款的高增与居民信贷的下降正好构成了一体两面。

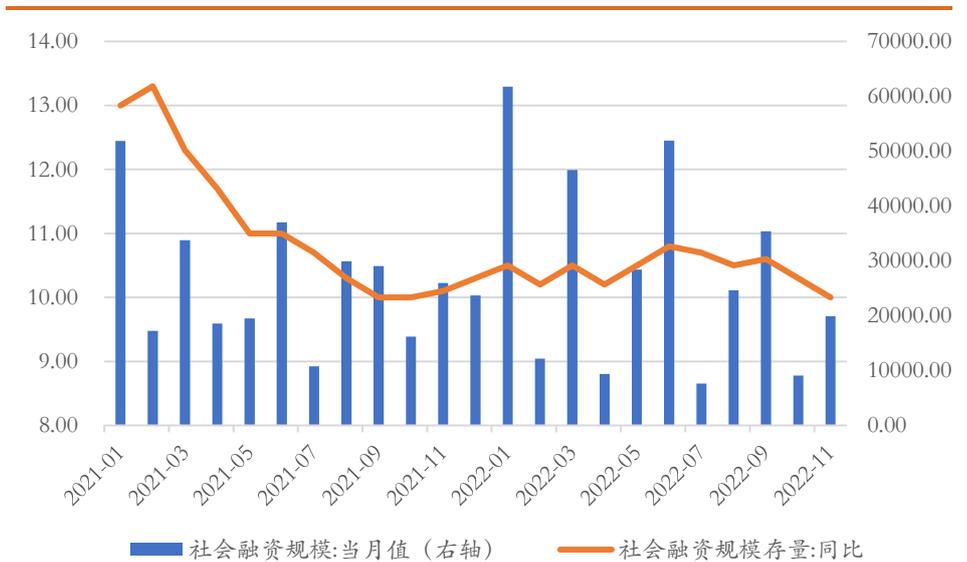
□ 风险提示

政策超预期；疫情防控超预期。

1 信托贷款表现抢眼，企业融资是拖累项

11月新增社会融资规模录得1.99万亿，由于社融季节性因素，虽然较前值9079亿的水平大幅提高，但相比去年同期2.60万亿的水平仍少增6000多亿。社融存量同比增速本月录得10%，较上月回落0.3个百分点。从角度角度看，本月社融表现仍然偏弱，意味着实体经济整体的融资需求并未出现显著好转。

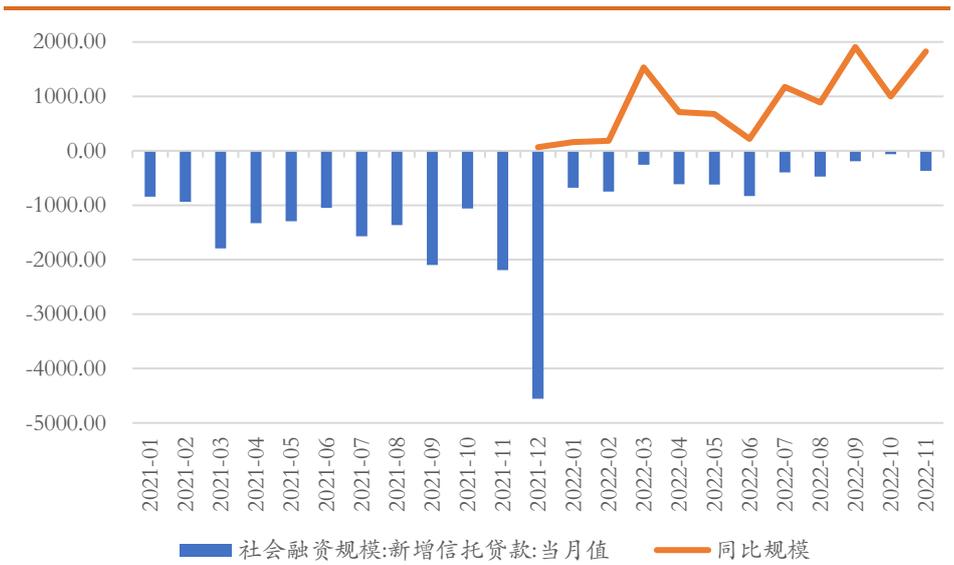
图1 社融规模及其增速走势（亿元，%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

就社融分项而言，分化现象比较明显。本月表现较好的分项为信托贷款，当月新增规模为365亿，同比去年同期规模大幅增加1825亿，成为11月社融分项中表现最为突出的一项。伴随金融系统过去几年的严监管，以信托为代表的非标资产规模急剧压缩，自2020年5月起至今每月新增规模连续录得负增长。但近期由于房地产对宏观经济的较大拖累，房地产“金融16条”面世，其中一条要求“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期。未来半年内到期的，可以允许超出原规定多展期1年”，信托贷款的境遇得到显著改善。近三个月信托贷款同比规模分别增加了1907亿、1000亿和1825亿。

图 2 信托贷款及其同比规模 (亿元)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

另一方面，企业债券本月初录得 596 亿，环比上月少增 1729 亿，同比去年少增 3410 亿，成为社融的主要拖累项。企业债券融资大幅减少可能是由多方面因素共同促成的，客观上，当前经济下行压力较大，信用市场遇冷，同时，企业融资扩张需求较少，反而缩减开支，裁撤部门的案例近期屡见不鲜。主观上，由于近期银行固收理财产品净值大跌，导致大额赎回，又进一步使信用债市场承压，原本计划在此窗口期发债的企业也会选择延后或取消企业债发行，以期规避当下较高的融资成本。

图 2 企业债券及其同比规模 (亿元)



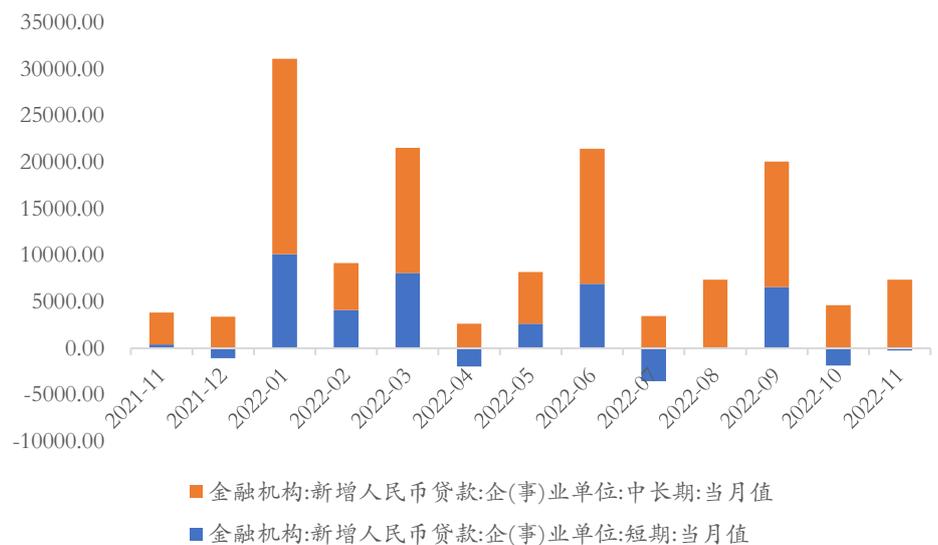
资料来源：湘财证券研究所、Wind

2 企业与居民融资需求分化明显

11月新增人民币贷款1.21万亿元，同比去年减少6000亿元，环比上月大幅增加近6000亿元。其中企业部门和居民部门的分化比较显著，呈现出“企业强、居民弱”的特征。

具体来看，11月企业部门新增人民币贷款8837亿元，其中短期信贷规模为-241亿元，中长期贷款规模为7367亿元。企业的中长期信贷相比短期信贷更为重要，预示着企业在中长期内可能需要补充资金用于扩产以及设备更新等生产活动。本月企业部门短期信贷规模同比减少651亿元，而中长期信贷规模同比大增3950亿元。这对于实体经济的修复以及预期的改善无疑是重大利好。伴随近期防疫措施的重大优化调整以及“二十大”“中央政治局会议”稳经济的决心和信心，相信未来我国企业部门的境况将逐渐好转，由此未来企业融资需求的持续性也比较确定。

图3 企事业单位新增人民币贷款（亿元）

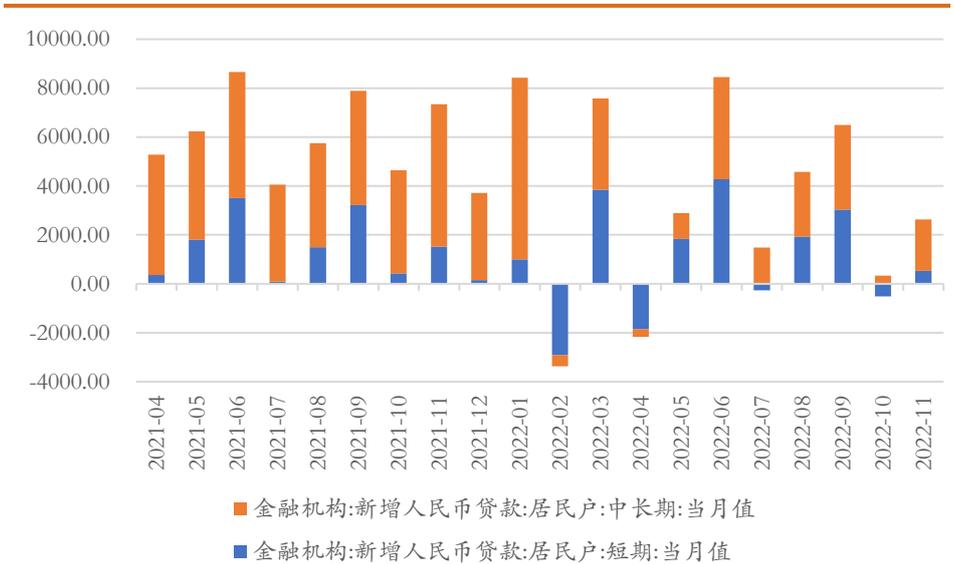


资料来源：湘财证券研究所、Wind

然而，居民端的信贷需求不容乐观，本月居民短期信贷规模录得525亿，中长期信贷规模录得2103亿，较去年同期分别下降了992亿和3718亿，与住房按揭紧密相关的居民中长期贷款的大幅下滑尤其值得警惕。与企业部门融资需求回暖形成鲜明反差的是，当前居民部门的缩表风险正在积聚，主要原因猜测是由收入预期下降以及居民资产配置权重最高的房地产市场的持续

下滑导致的。因此，我们判断未来居民融资需求的回暖可能要滞后于企业部门，判断的依据之一是企业预期改善到实际盈利改善，再到员工收入端的改善需要一定的传导时间。

图 4 居民户新增人民币贷款（亿元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

3 M2 超预期，M2-M1 剪刀差走阔

11 月 M2 同比增速录得 12.4%，较上月继续上扬 0.6 个百分点，较去年同期大幅上涨 3.9 个百分点。M1 同比为 4.6%，较上月回落 0.8 个百分点，较去年同期上涨 1.6 个百分点。M2-M1 剪刀差在逐渐走阔。

M2 同比的超预期上行可能与居民储蓄增加有关。11 月居民新增人民币存款达到 2.25 万亿元，是 2005 年以来有历史记录的同期最高值，上年同期为

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_50233



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn