

11 月金融数据不及预期，理财产品赎回带动 M2 增速意外反弹

——2022 年 11 月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：12 月 12 日，央行公布数据显示，11 月新增人民币贷款 1.21 万亿元，同比少增 596 亿元；11 月社会融资规模增量为 1.99 万亿元，同比少增 6109 亿元。11 月末，广义货币 (M2) 同比增长 12.4%，增速比上月末高 0.6 个百分点；狭义货币 (M1) 同比增长 4.6%，增速比上月末低 1.2 个百分点。

基本观点：整体上看，主要受楼市低迷和疫情扰动影响，11 月新增信贷和社融同比均现少增，不及市场预期，显示宽信用过程一波三折。其中，11 月消费等经济活动受疫情扰动下行，加之楼市仍处筑底过程，实体经济内生信贷需求不足，这也导致尽管受到宽信用政策加码支持，但当月信贷整体表现仍偏弱，并未如期实现同比多增。其中，企业中长期贷款受益于政策支持表现强劲，居民贷款则受疫情和楼市低迷拖累表现不佳。不过，当月中长期贷款在新增贷款中的占比达到 90.4%，创近 21 个月以来的新高，表明信贷投放期限结构改善，其中票据冲量现象明显缓和。社融方面，主要受投向实体经济的人民币贷款、企业债券融资和政府债券融资三项拖累，11 月社融同比大幅少增。其中，企业债券融资缩量与当月债券发行利率走高、取消发行情况增多有关，政府债券融资同比少增则受专项债发行节奏影响。货币供应量方面，11 月理财产品大规模赎回带动居民存款超季节性反弹，M2 增速意外回升，而因地产低迷叠加疫情扰动，M1 增速低位下行。

展望未来，下一步为有效激发实体经济贷款需求，稳定宏观经济运行，引导房地产行业尽快实现软着陆，政策面或将在以下几个方面发力：一是推动宽货币向宽信用有效传导，重点是引导 LPR 报价下调，降低企业和居民融资成本，其中，持续下调 5 年期 LPR 报价是推动楼市企稳回暖，带动居民中长期贷款修复的关键，有可能在 12 月或明年 1 月落地。二是督促政策性开发性银行尽快落实新增 8000 亿元信贷规模，引导银行加大基建项目贷款投放，支持基建投资提速。三是充分挖掘各项结构性货币政策工具潜力，加快相关贷款投放，推动信贷总量增长。四是监管层会加大对银行年末考核力度，引导金融机构增加对实体经济的贷款投放。我们预计，在政策发力作用下，12 月金融数据会转暖，信贷和社融数据有望出现同比多增。

具体来看：

一、11 月消费等经济活动受疫情扰动下行，加之楼市仍处筑底过程，实体经济内生信贷需求不足，

这也导致尽管受到宽信用政策加码支持，但当月信贷整体表现仍偏弱，并未如期实现同比多增。其中，企业中长期贷款受益于政策支持表现强劲，居民贷款则受疫情和楼市低迷拖累表现不佳。

11月新增人民币贷款1.21万亿，环比季节性多增5948亿，同比小幅少增596亿，拖累月末贷款余额增速较上月末下滑0.1个百分点至10.4%，表现弱于预期。

11月为季节性信贷大月，且10月信贷表现较弱，部分受到此前9月季末冲量透支所致，而11月透支效应影响退去，因此，11月新增贷款环比大幅回升符合预期。此外，当前政策面对基建、制造业投资的支持力度加大，11月支持房地产融资的措施也密集出台，对当月信贷投放，尤其是企业中长期贷款投放有较强带动作用。但另一方面，11月国内疫情反弹，工业生产、消费等经济活动受疫情扰动下行，再加上楼市仍然处在筑底过程，实体经济内生信贷需求不足，这也导致尽管受到宽信用政策加持，但11月整体信贷表现仍然偏弱，并未如期实现同比多增。

从结构上来看，11月企业短贷和票据融资同比走弱，而企业中长期贷款表现强劲。当月企业中长期贷款环比多增4211亿，同比多增3158亿，主要原因是政策面对基建、制造业、房地产等领域的信贷支持力度较大：一是11月PSL显著放量，直接推动银行对基建投资的信贷投放规模；二是两批基础设施建设基金投放完毕后，会带动后续配套贷款需求跟进；三是设备更新改造再贷款支持工具继续推动制造业中长期贷款保持高增势头；四是伴随11月金融支持房地产16条推出，银行对房企授信额度大幅增加，也会有一部分转化为开发贷投放。

与企业贷款相比，11月居民贷款表现不佳，其中居民短贷同比少增992亿，居民中长期贷款同比少增3718亿。前者主因疫情扰动居民消费活动，后者主要由居民房贷构成，同比大幅少增与楼市持续低迷相印证——11月30大中城市日均商品房成交面积同比下降24.8%，降幅较上月扩大6.8个百分点。

二、主要受投向实体经济的人民币贷款、企业债券融资和政府债券融资三项拖累，11月社融同比大幅少增。其中，企业债券融资缩量与当月债券发行利率走高、取消发行情况增多有关，政府债券融资同比少增则受专项债发行节奏影响。

11月新增社融1.99万亿，环比季节性多增1.08万亿，但同比少增6109亿，拖累月末社融存量增速较上月末下滑0.3个百分点至10.0%。

11月社融各分项同比多数少增，除投向实体经济的人民币贷款少增1621亿外，当月企业债券融资和政府债券融资同比分别少增3410亿和1638亿，这三项是社融整体同比大幅少增的主要拖累。企业债券融资方面，11月债券融资成本上升较快，企业债券取消发行情况明显增加，当月企业债券融资仅596亿，环

比、同比均大幅少增；政府债券方面，尽管11月国债净融资规模高于去年同期，但因10月加发5000亿专项债基本发行完毕，11月地方债净融资显著收缩，而去年11月仍为专项债发行高峰期，由此导致11月政府债券融资同比较大幅度少增。

其他分项中，随着两批基础设施建设基金投放完毕，对委托贷款的拉动作用退去，11月委托贷款降至负增88亿，同比亦多减123亿；中美利差仍深度倒挂背景下，11月外币贷款延续负增，同比多减514亿；11月新增股票融资规模与上月持平，同比少增506亿。不过，11月其他两项表外融资表现好于去年同期。其中，去年为资管新规过渡期最后一年，信托贷款压降力度较大，而今年信托贷款压降速度明显放缓，11月同比少减1825亿；11月新增表外票据融资回正，环比多增2347亿，符合季节性规律，同比亦小幅多增506亿。

整体上看，11月社融同比大幅少增，虽然与政府债券发行节奏有一定关系，但当月投向实体经济的人民币贷款和企业债券融资表现不佳，仍显示地产延续下行、疫情扰动经济运行等因素不利于实体经济融资需求的顺畅修复。此外，前期市场利率较快上行，引发行理财赎回压力并导致负反馈，给债市造成较为明显冲击，且冲击效应已经从二级市场传导至一级发行市场。这也提示，要降低企业融资成本、稳定企业融资需求，可能仍然需要维持一个稳定的市场利率环境。

三、11月理财产品大规模赎回带动居民存款超季节性反弹，M2增速意外回升，地产低迷叠加疫情扰动，M1增速低位下行。11月末M2增速大幅反弹至12.4%，较上月末加快0.6个百分点。主要原因有两个：一是上年同期基数走低，二是当月受理理财产品赎回等因素影响，新增居民存款规模达到2.25万亿，同比多增1.81万亿。我们认为，受前期市场利率较快上升、债市波动影响，11月理财产品出现较大规模赎回，带动居民存款规模超季节性上扬；而此前居民以理财、基金和其他金融产品形式存在的投资，不一定充分反映在M2的统计当中。

11月末M1同比增速降至4.6%，在上年同期增速基数下行背景下，仍较上月末放缓1.2个百分点，不仅绝对水平偏低，而且走势也明显偏弱。背后有两个原因：首先，30个大中城市高频数据显示，11月楼市销量较10月下月，同比降幅也有所扩大。这会直接影响房企销售回款，进而对M1增速形成下拉效应。历史数据表明，我国M1增速走势与楼市关联度较高。其次，11月疫情波动仍给企业经营带来一定不利影响，这也会抑制M1增速。

整体上看，主要受楼市低迷和疫情扰动影响，11月新增信贷和社融同比均现少增，显示宽信用过程一波三折。不过，当月中长期贷款在新增贷款中的占比达到90.4%，创近21个月以来的新高，表明信贷投放期限结构改善，其中票据冲量现象明显缓和。

我们预计，下一步为有效激发实体经济贷款需求，稳定宏观经济运行，引导房地产行业尽快实现软着陆，政策面或将在以下几个方面发力：一是推动宽货币向宽信用有效传导，重点是引导 LPR 报价下调，降低企业和居民融资成本，其中，持续下调 5 年期 LPR 报价是推动楼市企稳回暖，带动居民中长期贷款修复的关键，有可能在 12 月或明年 1 月落地。二是督促政策性开发性银行尽快落实新增 8000 亿元信贷规模，引导银行加大基建项目贷款投放，支持基建投资提速。三是充分挖掘各项结构性货币政策工具潜力，加快相关贷款投放，推动信贷总量增长。四是监管层会加大对银行年末考核力度，引导金融机构增加对实体经济的贷款投放。我们预计，在政策发力作用下，12 月金融数据会转暖，信贷和社融数据有望出现同比多增。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。