货币政策正回归常态

——11 月货币金融数据分析

内容提要：

11 月社融尽管出现了同比回升，但是，同比增速大幅放缓，显示出货币政策正在回归常态。而 M2 和 M1 同时回升，倒挂缺口有所收窄，货币活化程度提高，显示经济出现一定活力。这也为货币政策回归常态创造了条件。货币政策回归常态后，权益等资本市场的震荡可能加剧，波段性和结构性特征将更加明显。对此，我们已在《2021 年权益市场宏观环境研究》一文中进行了细致的分析。

央行昨天晚些时候公布了 11 月金融货币数据，数据显示，新增社融规模同比继续回升，但结构出现了一定的变化。M1 和 M2 持续回升，倒剪刀差有所收窄。

一．社融规模分析

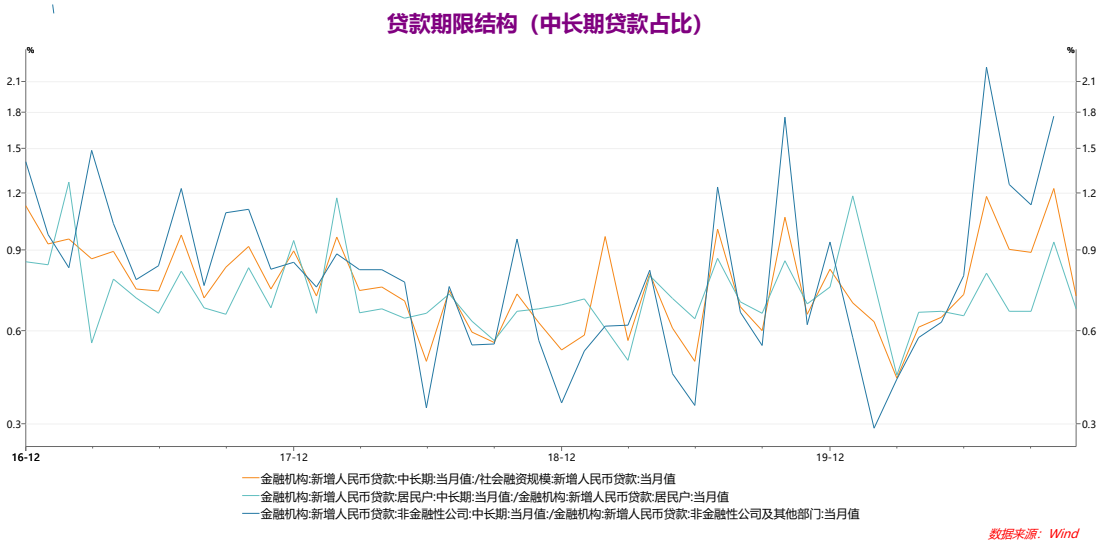
数据显示，11 月新增社融规模继 10 月收缩后，出现反弹，达到 21300 亿元，前值为 14173 亿元，但同比增速放缓明显，上涨了 6.84%，而前几个月均出现位数上涨，10 月上涨了 63.28%，5 月则上涨了 86.09%。

11 月新增人民币贷款 15300 亿元，前值为 6663 亿元，同比增长 12.23%，占比从 49%大幅回升到 55%。其中，新增居民贷款增加了 10.29%，达到 7534 亿元，

新增非金融企业贷款上升了 14.98%，报 7812 亿元，而新增非银金融企业贷款下跌 480.29%，为-1042 亿元，继续减少。

从期限结构看，中长期贷款 10936 亿元，较前值的 8172 亿元回升明显，但占比回落到 71%。在居民户方面，主要表现为短期贷款同比回升，但回升放慢明显，中长期贷款同比报 7.68%，前值为 13.16%。居民户中长期贷款占比下跌，从前值的 94%下跌到 67%，而在企业客户方面，中长期贷款占比也从 176%大幅回落到 75%。

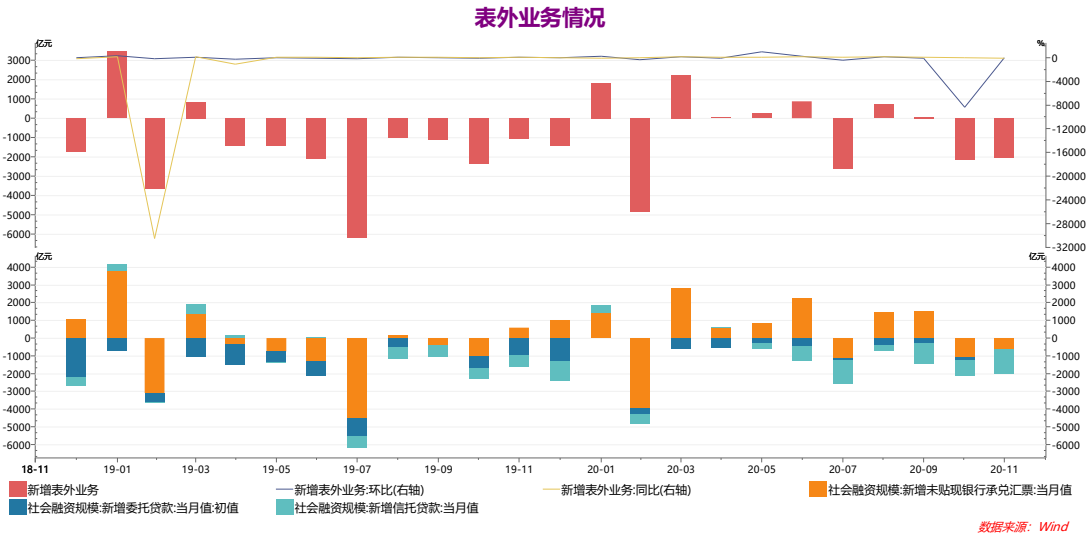
图 1：贷款期限结构（中长期贷款占比）



新增外币贷款-447 亿元，前值为-175 亿元。11 月人民币出现明显升值，理论上，企业借外币的意愿增强，但外币贷款却出现了明显的萎缩。

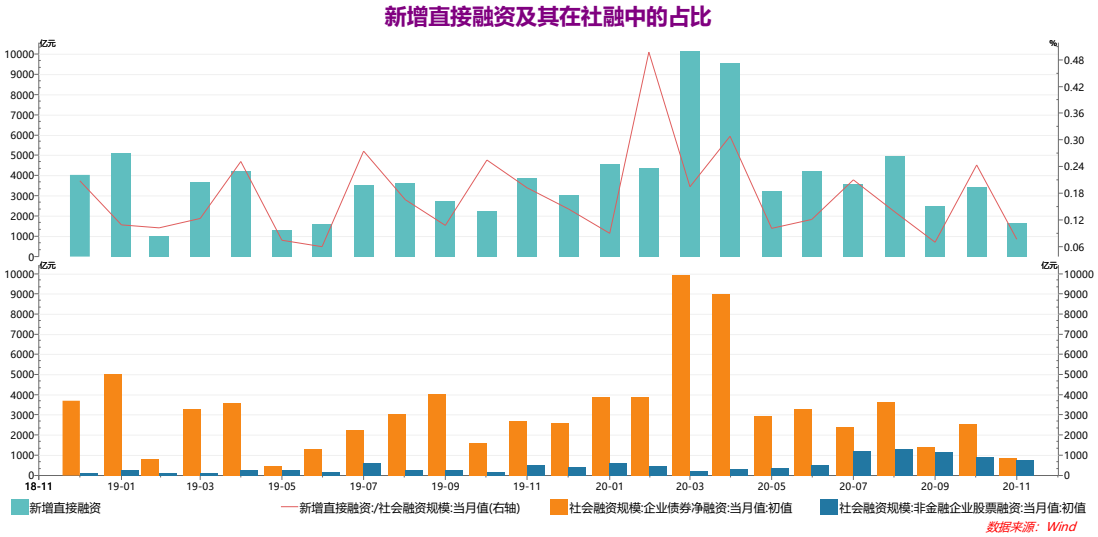
在表外业务方面，继续萎缩，新增表外业务为-2044 亿元，前值为-2138 亿元。同比报-92.65%。受信托资金整顿的影响，新增信托贷款下跌最为明显，报-1387 亿元。新增未承兑贴现票据-626 亿元，新增委托贷款为-31 忆元。

图 2：表外业务情况



在企业直接融资方面， 11 月新增企业直接融资占新增社会融资规模的比例从 20%回升到 31%。但从绝对值看，新增 9567 亿元，低于前值的 10128 亿元，受到债券违约事件对债市的打击,企业债券融资较前值大幅减少,仅仅为 862 亿元，大大低于于前值的 2522 亿元。而新增股票融资 771 亿元，也低于前值为 927 亿元。

图 3：新增直接融资及其在社融中的占比



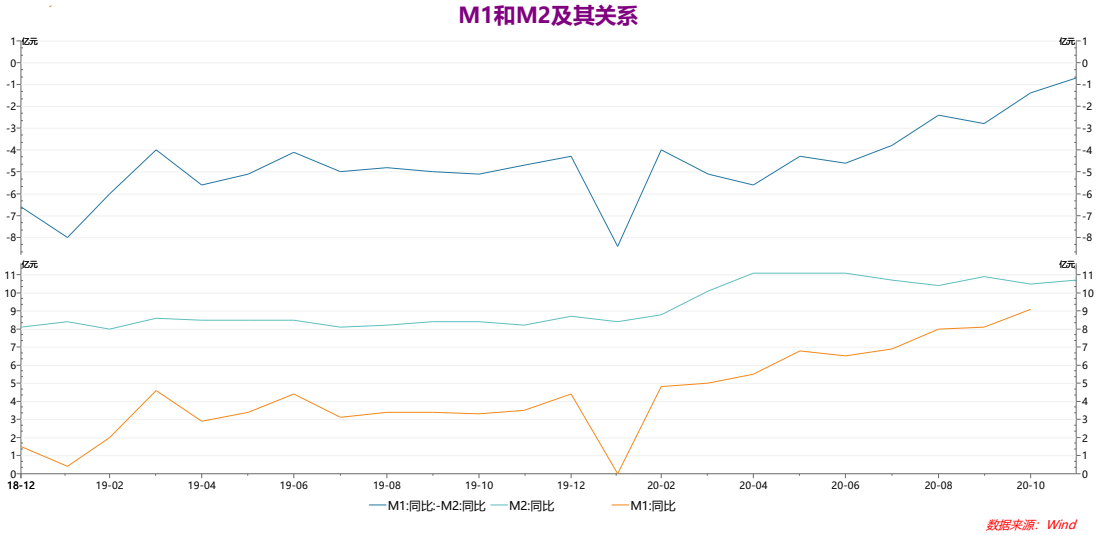
包括地方专项债在内的政府债券新增 4000 亿元，低于前值的 4931 亿元，但高于去年同期的 5058 亿元。1 月到 11 月新增政府债券合计以达到 76244 亿元，去年同期为 43465.49 亿元。新增政府债券占新增社融之比从最高的 38%降低到 19%。

中债数据显示，11 月，共发行了政府债券 8453.54 亿元，其中，国债发行了 7069.9 亿元，地方政府债发行了 1383.64 亿元，11 月地方政府债发行同比增加了 202.18%。数据还显示，1 到 11 月，共发行地方政府债 62602 亿元，同比增加了 44.76%。而记账式国债发行了 61319.6 亿元，同比增加了 80.98%。同时，还发行了电子国债 1088.35 亿元。

二． M1 与 M2 分析

11 月 M2 同比报 10.7%，高于前值的 10.5%。M1 报 10%，前值为 9.1%。M1 和 M2 的倒挂幅度从-1.4%收窄到-0.7%。显示出货币活化程度进一步提升。但这里也要考虑到 11 月的 M1 的翘尾因素比 M2 更为明显的因素。

图 4：M1 和 M2 及其关系



从 M1 的结构看，在 618600 亿元的 M1 中，单位活期存款为 53700 亿元，同比多增了 48487.3 亿元，环比多增了 8854.03 亿元；流通中货币为 81600 亿元，同比多增 7626.18 亿元。

在 M2 的结构中，对 11 月 M2 同比构成了正向效应的有居民存款多增了 3868 亿元，非银金融机构存款多增了 1537 亿元，财政存款少减了 1857 亿元。而对 8 月 M2 同比构成了负面向效应的是非金融企业存款少增了 173 亿元.

综上分析，11 月社融尽管出现了同比回升，但是，同比放缓，结构出现了一定的变化，主要得益于人民币贷款的推动。期限结构随着年底的临近出现短期化特征。表外业务和直接融资业务受到市场整顿和市场本身的影响出现明显回落。

1 到 11 月新增社融规模和人民币贷款规模分别为 33.1 万亿元和 18.8 万亿元,而今年的社融规模和人民币贷款规模新增目标分别 30 万亿和 20 万亿的目标，新增人民币贷款可能在 12 月依旧会发力。

M2 和 M1 同时回升，倒挂缺口有所收窄，货币活化程度提高，显示经济出现一定活力。这为货币政策回归常态创造了条件。货币政策回归常态后，权益等资本市场的震荡可能加剧，波段性和结构性特征将更加明显。对此，我们已在《2021 年权益市场宏观环境研究》一文中进行了细致的分析。

（银河期货研究所 20201210）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn