日期：2020 年 12 月 14 日

宽信用已来　货币金又将现

——2020 年 11 月份金融数据点评

分析师：　胡月晓
Tel：　021-53686171
E-mail：　huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号：　S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■　主要观点

信贷增长低于预期、货币宽松超出预期

信贷增长在规模和增速上，和市场预期基本一致，虽略超市场预期，但整体上仍保持了平稳态势。在信贷增长保持平稳的同时，货币增长则略超市场预期，说明货币当局维持了货币平稳的态势，但市场活跃程度的提高，使得货币增长在同样的信用创造下，货币增加较多，也说明笔者一直强调的“宽信用”正逐渐呈现。

货币增长、信贷增长的组合将改变

很久以来，笔者一直将信贷增长超过货币增长的两者间组合状态，叫做“宽信贷、紧货币”，而将相反的组合名为“宽货币、紧信贷”。受货币政策临时性宽松边际后撤的影响，信贷增长稳中趋落，但市场经营主体活跃度的提高，使得金融机构同样信用创造带来的货币创造效应上升，使得两者间的差距缩小。由于中国经济持续回暖的态势没有改变，因此预期两者的差距仍会缩小，2021 年两者间将会处于胶着状态，但是否会形成稳定的“宽货币、紧信贷”组合，还有待后续经济和政策运行的变化。

货币金又来临中

从货币层次结构看，2020 年以来狭义货币增速（M1）持续回升，虽然截止目前 M1 增速仍低于 M2 增速，但两者间差距已迅速缩小。2020 年下半年后，M1 和 M2 间增长差距开始缩小，表明货币整体平稳中货币层次结构开始发生变化。疫情虽然延后了中国经济走出“底部徘徊”阶段的时间，但疫情后经济迅速复苏，使得经济持续回暖态势逐渐成形，使得 M1 持续超越 M2 增长，不仅是一种短期现象，而且成了一种趋势性特征。

货币增长平稳中降息将来临

鉴于当期经济和金融形势的变化，货币当局有可能在维持货币增长平稳的同时，引导利率的下移。随着猪肉涨价进程结构，通胀拐点到来，以及核心 CPI 进一步下行，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。未来金融机构中性政策基调回归下，信用创造速度将放缓。由于“宽信用”的发展，相同信用创造带来的货币增加效应提升，故货币增长仍将维持平稳。

事件： 11 月份金融数据公布

广义货币增长 10.7%。2020 年 11 月末，广义货币(M2)余额 217.2 万亿元,同比增长 10.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 2.5 个百分点；狭义货币(M1)余额 61.86 万亿元,同比增长 10%，增速分别比上月末和上年同期高 0.9 个和 6.5 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.16 万亿元,同比增长 10.3%。当月净投放现金 557 亿元。

人民币各项贷款增长 12.8%。2020 年 11 月末，人民币贷款余额 171.49 万亿元，同比增长 12.8%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点。11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7534 亿元，其中，短期贷款增加 2486 亿元，中长期贷款增加 5049 亿元；企（事）业单位贷款增加 7812 亿元，其中，短期贷款增加 734 亿元，中长期贷款增加 5887 亿元，票据融资增加 804 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1042 亿元。

人民币各项存款增长 10.7%。2020 年 11 月末，人民币存款余额 212.78 万亿元，同比增长 10.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 2.3 个百分点。11 月份人民币存款增加 2.1 万亿元，同比多增 7933 亿元。其中，住户存款增加 6334 亿元，非金融企业存款增加 8483 亿元，财政性存款减少 1857 亿元，非银行业金融机构存款增加 8516 亿元。

11 月社会融资规模增量为 2.13 万亿元，比上年同期多 1406 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.53 万亿元，同比多增 1676 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 447 亿元，同比多减 198 亿元；委托贷款减少 31 亿元，同比少减 928 亿元；信托贷款减少 1387 亿元，同比多减 714 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 626 亿元,同比多减 1196 亿元;企业债券净融资 862 亿元，同比少 2468 亿元；政府债券净融资 4000 亿元，同比多 2284 亿元；非金融企业境内股票融资 771 亿元，同比多 247 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1.信贷增长低于预期、货币宽松超出预期

随着中国经济进入后疫情时代，市场对前期偏宽松货币环境逐渐修正成为一致预期，流动性宽松边际回落已基本成市场共识，各机构间已没有多少分歧。2020 年 11 月份，人民币贷款余额 171.49 万亿元，同比增长 12.8%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点，11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元；广义货币(M2)余额 217.2 万亿元,同比增长 10.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 2.5 个百分点。信贷增长在规模和增速上，和市场预期基本一致，虽略超市场预期，但整体上仍保持了平稳态势。在信贷增长保持平稳的同时，货币增长则略超市场预期，说明货币当局维持了货币平稳的态势，但市场活跃程度的提高，使得货币增长在同样的信用创造下，货币增加较多，也说明笔者一直强调的“宽信用”正逐渐呈现。央行前期虽然已明示疫情期间临时性的宽松政策将逐步退出，但发挥资本市场功能是政策架构中一直努力方向，货币政策边际回撤下的货币平稳，将会带来“宽信用”，从而流动性仍能保持偏松状态。11 月份货币实际增长状况，正是如此：虽然信贷增长平稳，但货币回升比较显著。11 月末广义货币(M2)余额 217.2 万亿元,同比增长 10.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 2.5 个百分点，回升程度明显超出市场和我们预期。

表 1　2020 年 11 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	14000	10.5	12.9
Average	14136	10.5	12.9
High	16528	10.9	13.3
Low	10398	10.2	12.7
No of Forecasts	30	33	11
SHSC	14000	10.2	12.9

数据来源：Reuters，上海证券研究所

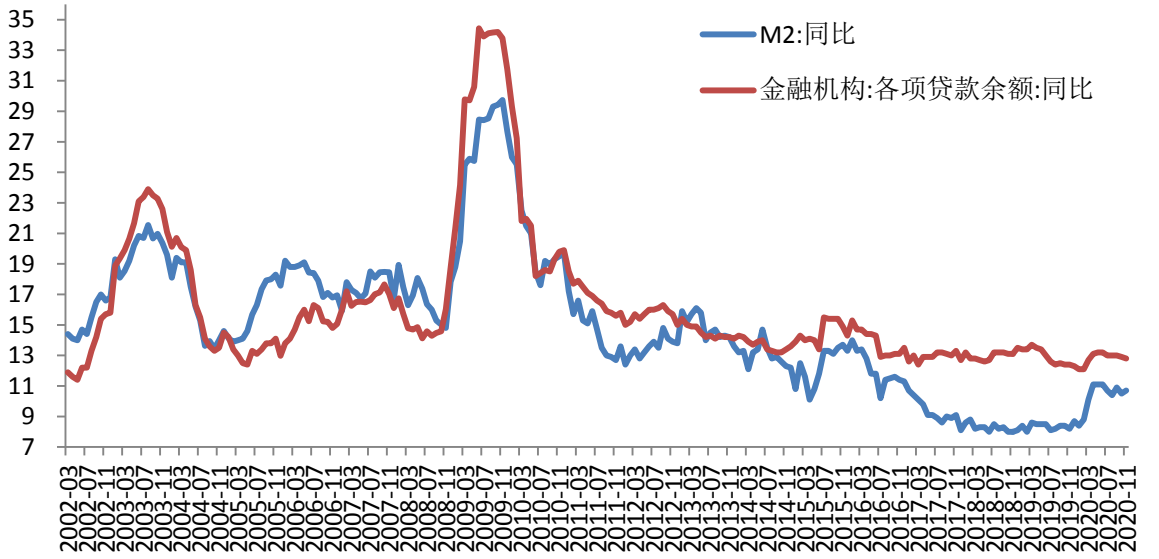
11 月份信贷和货币增长的实际情况表明，中国货币当局在维持货币政策正常化的政策实施进程方面，比较缓慢，尽量最小化前期偏松货币政策边际后撤对流动性环境的影响，因而短期也没有改变流动性宽松局面。不过，央行对维持货币政策正常化的明确取向也没有改变，11 月份的货币增长回升，属于“宽信用”发展下市场信用创造效应放大的结果，并非意味着货币当局回归维持中性稳健的政策基调方向的改变，未来货币政策重心仍立足结构性调整需求，以定向投放为主，在量上或有进一步收缩，以适应“宽信用”发展的变化。

2.货币增长、信贷增长的组合将改变

很久以来，笔者一直将信贷增长超过货币增长的两者间组合状态，叫做“宽信贷、紧货币”，而将相反的组合名为“宽货币、紧信贷”。两种状态实际上反映了经济运行状况和政策的周期性应对变化。在经济低迷时期，在货币当局的逆周期管理政策下，信贷增长将在宽松政策基调下较快增长；同时受非金融机构部门经营放缓的影响，同样信贷和信用创造下，货币创造效应下降，从而货币增长落后于信贷增长。在经济繁荣时期则会体现相反态势。

由于中外疫情控制效果差异，疫情对经济、社会的影响在中外间存在很多差异。中国自 3 季度后已基本步入了后疫情时代，疫情对经济和社会的影响已完全处于可控状态，经济进入全面复苏，社会生活恢复正常。中国经济的良好表现，在货币领域的表现，自然会在货币、信贷增长的组合结构上表现出来：受货币政策临时性宽松边际后撤的影响，信贷增长稳中趋落，但市场经营主体活跃度的提高，使得金融机构同样信用创造带来的货币创造效应上升，使得两者间的差距缩小。

图 1　中国信贷和货币增长的月度变化（%）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

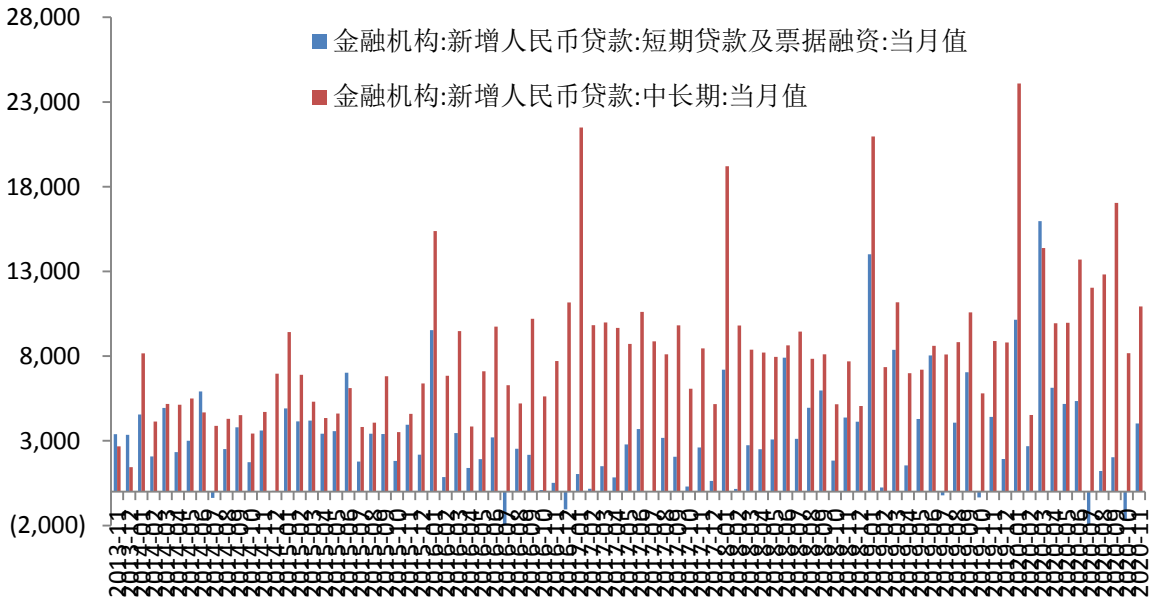
2014年以来，中国经济开始进入“底部徘徊”阶段，信用创造的货币增长效应下降，货币增速持续低于信贷增速；伴随经济低迷程度的上升，两者间的差距也在扩大，2017年下半年后最为明显，2016-2019年间，信贷增长超越货币增长的间距分别为2.2、4.6、5.4、4.6。2020年2季度后，中国经济强劲反弹，信贷增速和货币增速间的差距迅速缩小，2020年上半年（6月份为2.1），随后企稳在2.1-2.6

之间运行，11月份差距为2.1。由于中国经济持续回暖的态势没有改变，因此预期两者的差距仍会缩小，2021年两者间将会处于胶着状态，但是否会形成稳定的“宽货币、紧信贷”组合，还有待后续经济和政策运行的变化。

3.中长期限新增信贷仍担当主流

当前信贷增长更多的还是属于政策放松后金融主动性投放推动的结果；经济活跃后非金融部门需求增长引起的信贷增长，通常会引起短期限的经营性融资比重上升。整体来，中国经济的回升还属于疫情后的反弹回升阶段，经济活力的内在增强还在酝酿中，因而中长期信贷的比重较高是稳定状态。11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元。其中，短期贷款和票据融资增加 4024 亿元，中长期贷款增加 10936 亿元。

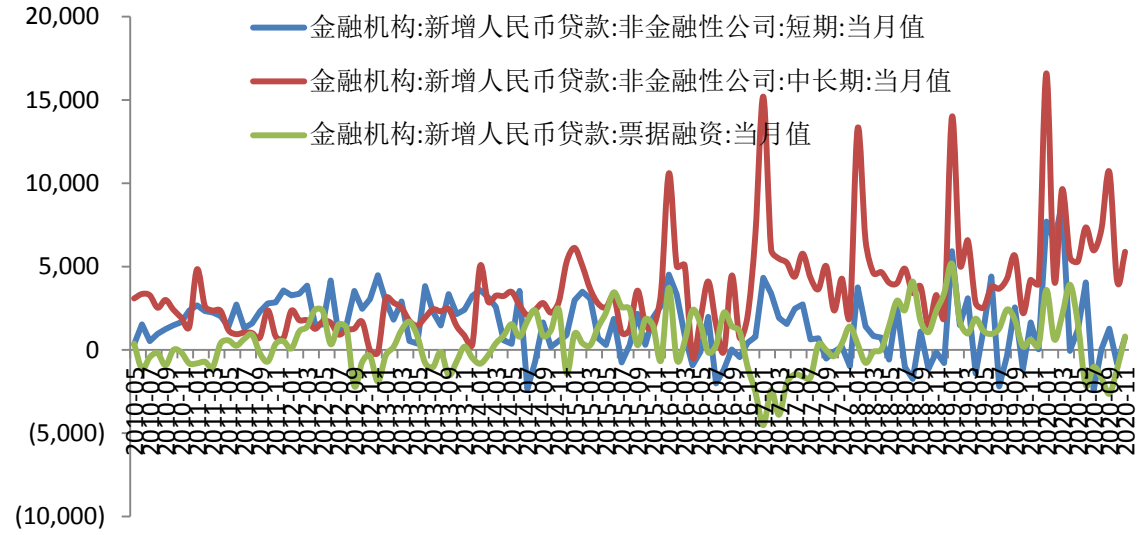
图 2　中国信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

企业部门信贷增长的长期化态势不变，表明政策性增长是企业部门信贷增长的主要原因。从企业部门看，经济进入复苏的 2 季度以来，信贷期限的长期化成为企业部门信贷投放的显著特征，这和疫情期间信贷期限均衡化的特征，构成了显著区别。2020 年 11 月份的企业部门信贷增长，依然呈现了显著的长期化态势。当月企（事）业单位贷款增加 7812 亿元，其中，短期贷款增加 734 亿元，中长期贷款增加 5887 亿元，票据融资增加 804 亿元。企业部门信贷趋于长期化，意味着经济内在活力仍需要增强，亦表明中国当期经济运行仍处于底部阶段。

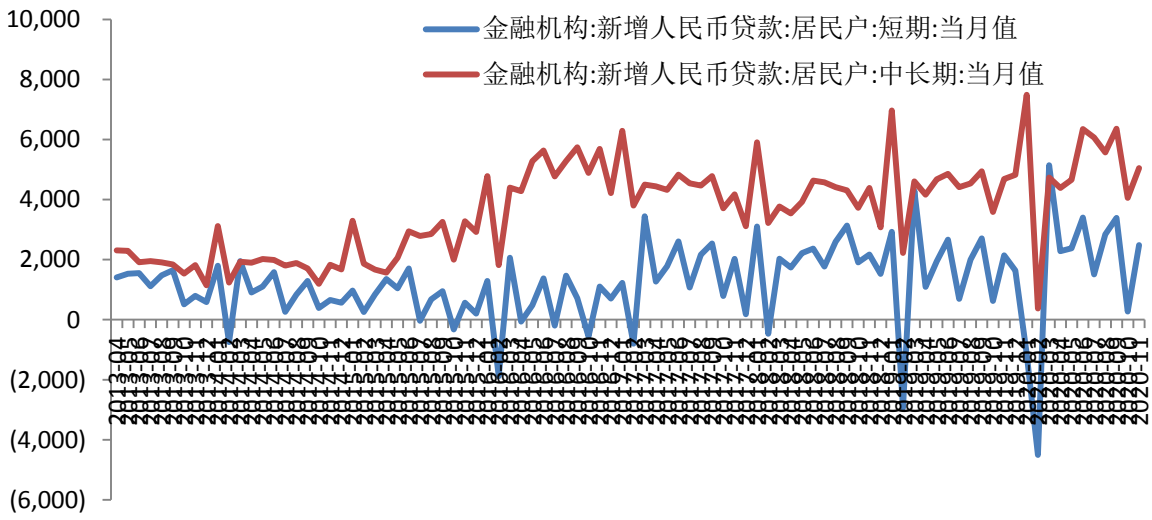
图 2 中国企业部门信贷增长的期限变化（亿元）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

居民部门信贷增长仍然和企业部门不相上下，表明房地产领域仍然是新增信贷的主要流向地，楼市泡沫对金融的“向心”吸引力仍相当强大，楼市“虚火”仍旺。从房地产市场角度看，2 季度以来，中国楼市成交已恢复到一个较高水平，并保持了平稳运行态势，楼市的活跃造就了居民部门信贷融资需求的高增长基础。从居民部门的信贷期限分布看，长期期限仍然是主流，按揭贷款增长仍然决定着居民信贷的增长状况。基于投放比重，金融机构对房地产领域融资的“偏爱”一直存在；由于房地产市场的持续活跃，未来居民部门的信贷增长仍然将维持高位，房地产融资在金融市场中的重要性已会居前列。

图 4 中国居民部门信贷增长的期限分布（亿元）



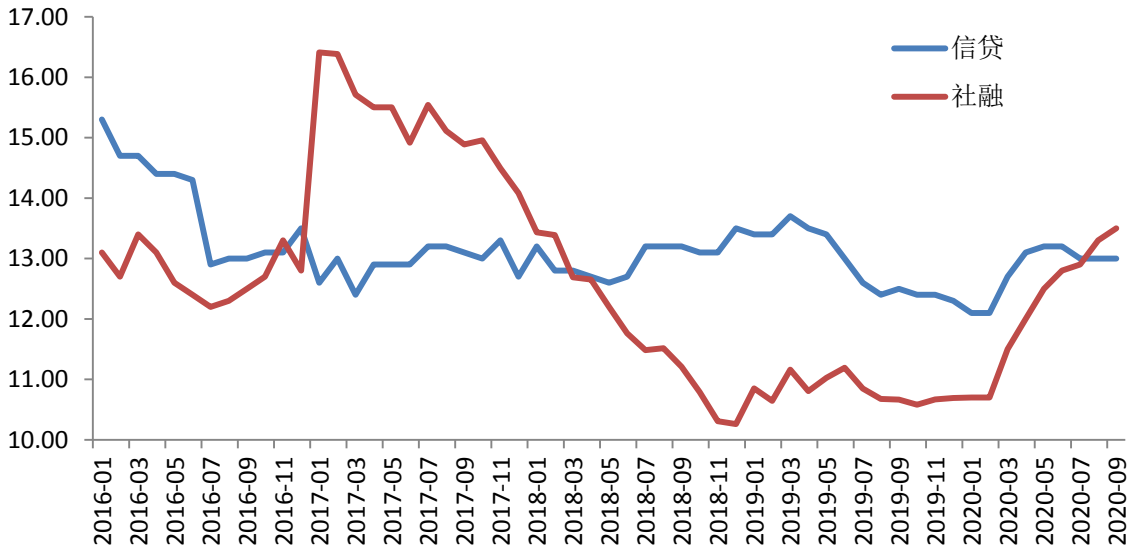
数据来源：Wind， 上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

4.宽信用得到确认

在现代金融体系下，宽信用有两层含义，一是指信贷增速超越货币增速，二是指社融增速超过信贷增速。第一层含义下的“宽信用”，通常体现经济运行状态；第二种含义则更多地体现了当下意义上的“宽信用”，即资本市场功能增强带来的金融发展和流动性宽松。笔者很早指出，随着经济进入后疫情时代，中国货币环境将重新回归中性，从而将带来“紧货币、宽信用”的完美组合状态。因为通过发挥资本市场功能，提高货币积极性；就意味着，未来货币积极性提高，有赖于货币中性下“宽信用”的发展！货币存量过分充裕的状态，使得随着结构性货币政策效力的逐渐发挥，资本市场在实体经济中的融资作用进一步增强，使得中国流动性环境得以实现“紧货币”的同时，“宽信用”得到发展。在发挥资本市场功能的导向下，经济的疫情后强劲反弹，信贷增长的放缓的同时，社融就继续保持了增长回升的态势，就带来了“宽信用”局面的来临。2020年8月，社融增长开始超越信贷增长，11月份货币增长在信贷增长平稳下的回升，实际上就是宽信用发展的进一步印证。

图5　中国信用增长的变化（同比/月，%）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

实际上，自2020年初货币的临时性放松以来，中国“宽信用”的回升趋势就得到了加速。2020年8月份，中国社融增长结束延续2年多（自2018年4月起）的同比增长持续低于信贷增长状态，超越信贷增长，9月这一趋势进一步扩大，信贷余额同比增长受货币政策影响保持平稳的同时，社融增长持续回升态势并没有收到政策

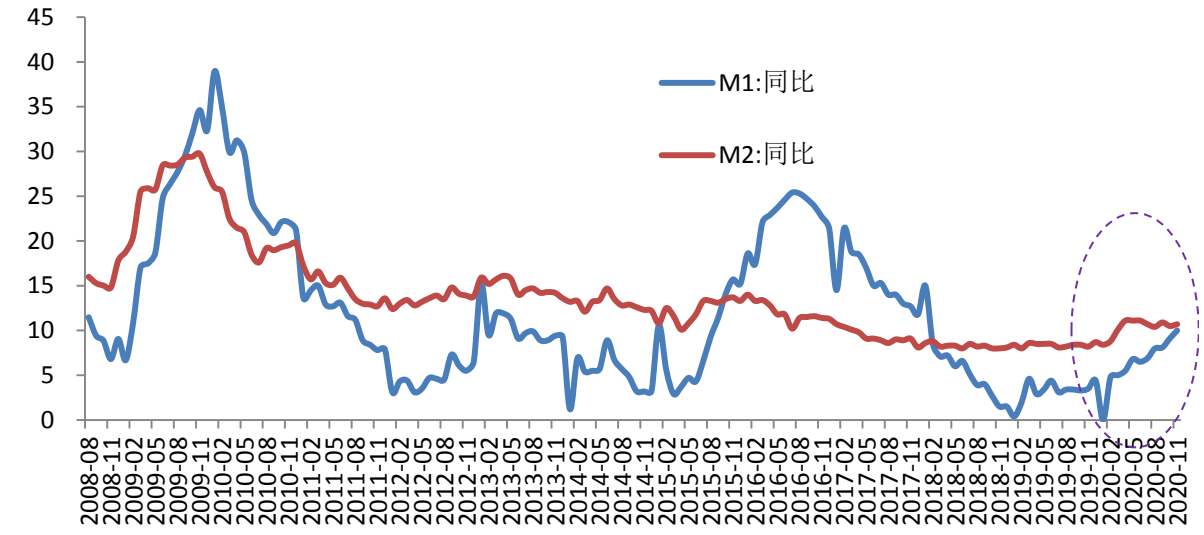
临时性放松政策回撤的影响，表明中国“宽信用”发展已然来临，说明中国结构性政策改善流动性结构的效力正在呈现，中国货币政策正常化也将得到延续。

5.货币金叉来临中

从货币层次结构看，2020 年以来狭义货币增速（M1）持续回升，虽然截止目前 M1 增速仍低于 M2 增速，但两者间差距已迅速缩小。剔除 2020 年 1 月份的异常值，M1 低于 M2 的增速差，已由年初 2 月份的 4.6 缩小到 11 月份的 0.7；2018 年以来，M1 增速低于 M2 增速的程度在持续扩大，最终稳定在 4.0-6.0 之间，并贯穿 2019 年全年。2020 年下半年后，M1 和 M2 间增长差距开始缩小，表明货币整体平稳中货币层次结构开始发生变化。

从进程看，结合经济层面变化，货币层次结构改变的变化趋势，逐渐呈现了“货币金叉”状态——M1 从下方上穿 M2。2020 年以来货币增长最大的变化，不在于 M2 增长跟随因疫情改变政策的变化的，而在于货币层次结构的改变：M2 保持相对平稳的同时 M1 出现了了快速回升的态势。M1 超越 M2 的增长，通常被认为是一种“货币金叉”现象。当经济周期走出底部，处于上升阶段时，企业经营活力上升，货币活性增加，故而 M1 会快于 M2 上升，在统计上就会表现为 M1 上穿 M2 的“货币金叉”现象。显然，疫情虽然延后了中国经济走出“底部徘徊”阶段的时间，但疫情后经济迅速复苏，使得经济持续回暖态势逐渐成形，使得 M1 持续超越 M2 增长，不仅是一种短期现象，而且成了一种趋势性特征。

图 6　中国货币增长层次结构的变化（同比/月，%）

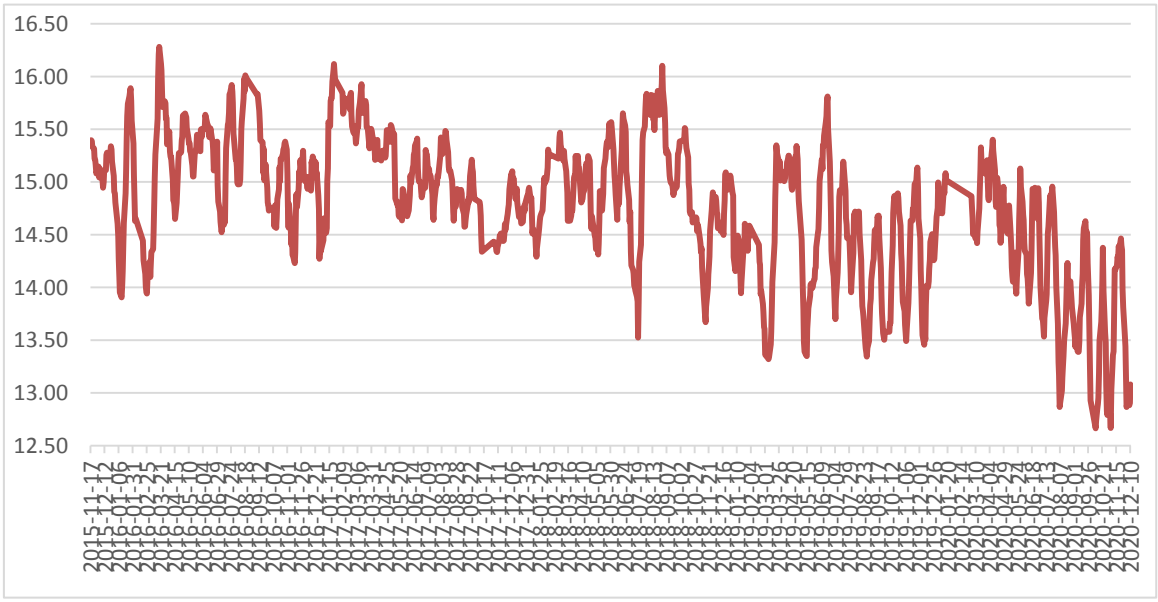


数据来源：Wind，　上海证券研究所

6.中小企业融资利率延续下行

在货币政策临时性放松退出的同时，为应对流动性宽松引起的楼市“虚火”，虽然不少地方也加码了调控措施，但楼市调控房地产市场的持续繁荣局面。正是楼市泡沫造成了中国在较长时期以来的中小企业融资贵问题。实体之所以融资难、融资贵，尤其是中小企业的融资问题，主要是因为存在着房地产融资的竞争，房地产项目融资对金融的吸引力实在太强，金融机构实在无法抗拒！当前中小企业融资利率偏高局面仍没有改变，表明实体企业融资仍然难以有效竞争过房地产融资。在各方利益纠结下，虽然楼市泡沫仍未有得到控制迹象，政府对楼市政策的坚持给了市场比较一致和明确的预期，流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境逐渐得到好转。从中小企业融资利率下降的实践效果看，在市场利率体系普遍回升的场景下，中小企业融资利率延续了趋向下行局面！从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，继续了趋势性下降态势。

图 6 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率，Average-10D）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

在全球货币宽松和低利率，甚至零利率、负利率环境下，中国利率水平下降是一种方向性趋势。中国货币环境“存量过多、增量不足”的格局并没有改变，中国 5 月份以来的利率上升现象，不是货币政策边际后撤过快，而是楼市泡沫持续对利率体系产生扭曲的结果。就中国金融市场上的现有利率体系看，楼市泡沫是整体利率水平在货币过分充裕下保持不降的根基！楼市泡沫使得房地产融资得以有旺盛的融资需求，并一直以比其它行业高的利率对外筹集资金；正是楼市泡沫造就了房地产强大和近乎无穷尽的高息“吸水”能力，

使得其它领域，尤其是中小企业等普惠金融领域的资金利率一直难以有效下降！

事件预测：趋势判断

7.货币增长平稳中降息将来临

按照笔者的货币“二分法”框架，数量工具和价格工具是货币当局可以分开操作的工具，即货币当局对货币数量和货币价格可以单独控制。鉴于当期经济和金融形势的变化，货币当局有可能在维持货币增长平稳的同时，引导利率的下移。

笔者一直强调，在价格管理领域方面“防通缩”应该是重点，11 月份的中国 CPI 同比速降到-0.5，表明中国结束“伪通胀”，正式步入“伪通缩”阶段。之所以是之前的高通胀和当前的通缩都是伪的，是因为中国核心 CPI 一直保持了稳定。中国整体消费价格水平的大波动，主要是食品价格——尤其是猪肉价格，波动的结果。随着猪肉涨价进程结构，通胀拐点到来，以及核心 CPI 进一步下行，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。不过，物价”通缩“态势，还是有利于未来货币政策的结构化调整，使得货币当局降成本、下压利率曲线高度的空间增大。债市将进入较为确定的回升阶段，股市也将得到提振。

未来金融机构中性政策基调回归下，信用创造速度将放缓。由于“宽信用”的发展，相同信用创造带来的货币增加效应提升，故货币增长仍将维持平稳。

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。