东兴证券 DONGXING SECURITIES

社融见顶

——2020年11月金融数据点评

2020 年 12 月 10 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

央行公布11月金融数据，新增社融2.13万亿，前值 1.42万亿，同比多增1363亿，社融存量同比增长13.6%，较上月回落1个百分点；新增人民币贷款1.43万亿，同比多增400亿，新增委托贷款减少31亿，新增信托贷款减少1387亿，债券净融资862亿，同比少增2467亿，政府债券净融资4000亿，同比多增2283亿。10月M2同比增长10.7%，较上月回升0.2个百分点；M1同比增长10%，较上月回升0.9个百分点；M0同比增长10.3%，较上月下降0.1个百分点。

主要观点：

11月社融增速如期回落，回落幅度较小；新增社融依然由表内信贷支撑，企业贷款结构继续优化，居民信贷持续扩张，票据融资在持续收缩5个月后首次转正，或意味着结构性存款压降对票据融资的压力有所缓解；11月表外融资继续收缩，新增信托贷款缩小幅度超千亿，新增未贴现银行承兑汇票减少约600亿；11月受永煤违约事件影响，企业债券融资减少幅度较大，政府债券也如期回落。

今年宽松货币政策下信用加速扩张基本见顶，随着国内疫情防控得当，国内经济持续复苏，货币政策逐渐回归常态化，结构性货币政策工具逐渐退出，紧货币逐渐传导至信用端，信贷供给扩张幅度减弱；而在经济复苏强劲，信贷需求不弱的背景下，贷款利率上升压力较大；预计2021年上半年社融将呈现量紧价收的局势，社融增速或稳定小幅回落。

1. 新增贷款不弱

11月新增贷款略高于去年同期，信贷扩张力度继续减弱；居民端，短贷、中长贷较去年同期扩张的幅度与前三季度相比明显减少，短贷、中长贷较去年11月同比多增约百亿；企业贷款结构进一步优化，11月中长期贷款较去年同期多增1681亿，短期贷款则较去年同期少增900亿；从11月数据来看企业端信贷扩张更快，同比多增幅度更大，居民端中长期贷款扩张幅度明显减弱，这或许与房地产行业严监管下，房地产销售额增速回归理性有关；综合来看，当前货币政策逐渐回归常态化叠加经济复苏态势延续，信贷扩张更多由企业端信贷需求拉动，信贷扩张的力度边际减弱，但依然不弱。

票据融资在连续5个月的缩减之后再次回正，11月票据融资为804亿元；11月同业存单利率上行压力并未明显减弱，商业银行结构性存款压降任务还未完成，负债压力依然较大，我们认为新增票据融资回正或意味着前期结构性存款压降导致“票据融资-结构性存款”套利难以持续、票据融资收缩压力逐渐减缓，票据融资或逐渐回归企业生产融资本质。未来票据融资持续为正或缩减幅度大幅减少。

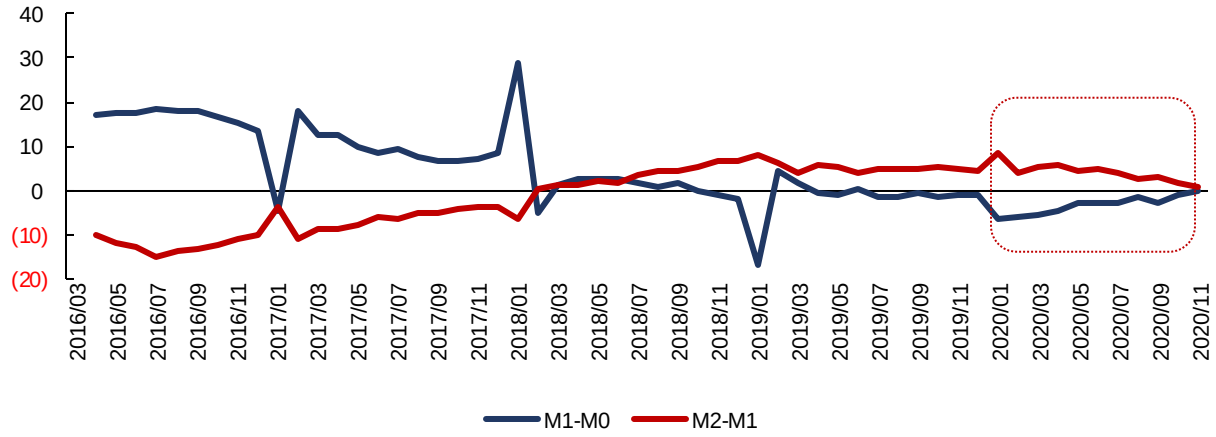
2. 表外融资收缩，社融增速小幅回落

11 月社融存量增速预期内回落，新增社融 2.13 万亿，同比多增 1363 亿，11 月社融扩张主要由信贷支撑，表外融资方面，信托贷款、委托贷款继续收缩，其中前者收缩约 1387 亿，未贴现银行承兑汇票也继续收缩，11 月减少 626 亿；此外企业债券融资降至年内低点，永煤事件引发信用危机，多家企业债券发行纷纷取消；11 月政府债券供给亦回归常态，政府债券融资 4000 亿；11 月新增社融延续扩张趋势，但主要依靠表内信贷支撑，表外融资持续收缩，信用事件导致企业债券融资大额减少，违约事件或将继续影响后续企业债券融资，但影响将逐渐减弱。

3. 存款活化显示经济复苏势头不弱

11 月 M2 增速再次回升；从新增存款来看，年末财政加快支出，表现在每年 11 月、12 月央行财政存款账户季节性降低；股市带动下非银行金融机构存款回升，较去年同期增加约 1 千亿；此外，从 1 季度开始，M2-M1 逐渐向 0 收敛、M1-M0 增速不断回升，说明随着经济复苏加快，定期存款逐渐活化，11 月 M1 增速继续回升也显示经济复苏动力仍未减弱，企业存款活化，生产经营活动活跃。

图1：定期存款活化



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 货币政策回归常态化，社融增速见顶回落

11 月存量社融增速小幅回落，今年宽松货币政策下信用加速扩张基本见顶，随着国内疫情防控得当，国内经济持续复苏，货币政策逐渐回归常态化，结构性货币政策工具逐渐退出，紧货币逐渐传导至信用端，信贷供给扩张幅度减弱；而在经济复苏强劲，信贷需求不弱的背景下，贷款利率上升压力较大。2021 年上半年社融将呈现量紧价收的局势。

5. 风险提示

货币政策不及预期，经济恢复不及预期

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
深度	东兴宏观：流动性波动加大——2020 年 12 月货币市场流动性前瞻	2020-12-02
点评	东兴宏观：信用增速或将迎来拐点——2020 年 10 月金融数据点评	2020-11-12
深度	东兴宏观：资金面压力边际缓解——2020 年 11 月货币市场流动性前瞻	2020-10-30
点评	实体融资需求仍强——2020 年 9 月金融数据点评	2020-10-14
深度	东兴宏观：资金面仍将延续“紧平衡”——2020 年 10 月货币市场流动性前瞻	2020-09-30
点评	政府信用支撑下社融高增长——2020 年 8 月金融数据点评	2020-09-14
点评	东兴宏观：宽松信用环境呵护经济复苏—2020 年 7 月金融数据点评	2020-07-13
点评	东兴宏观：信用环境持续宽松，政府债券支撑社融—2020 年 5 月金融数据点评	2020-06-11
点评	东兴宏观：货币政策效果渐显，信用环境将持续宽松—2020 年 3 月金融数据点评	2020-04-12
点评	疫情导致短期信贷结构分化，降准降息仍可期——2020 年 2 月金融数据点评	2020-03-12
点评	稳总量，调结构与降成本——2019 年 4 季度货币政策报告点评	2020-02-20
点评	货币宽松效果初现，降息降准仍在路上——2019 年 12 月中国金融数据点评	2020-01-17
专题	政策回归稳增长，信用环境继续修复——2020 年货币及信用展望	2020-01-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526