2020 年 12 月 09 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

社融拐点渐进，信贷增长不弱

摘要

- **社融增速如期放缓，信用事件冲击社融结构。**11 月末社会融资规模存量为 283.25 万亿元，同比增长 13.6%。1-11 月，金融机构对实体经济发放的人民币贷款新增量是 18.88 万亿元。11 月新增社会融资规模为 2.13 万亿元，同比多增 1406 亿元。受到监管趋紧的影响，表外融资本月减少 2044 亿元，新增直接融资 5007 亿元，连续三个月减少，其中受永煤违约事件影响，企业债同比少增 2468 亿元。随着纾困政策的逐步退出，年内或见社融增速拐点，预计明年上半年社融增速将下行，同时货币政策不会明显收紧，实体经济持续修复，预计下行幅度将较为缓和。

- **企业长期投资继续改善，购物节提振居民短贷。**11 月新增人民币贷款 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，在“双十一”网购推动下，短期贷款较上月多增 2214 亿元；房地产销量增速普遍回升带动居民中长期贷款同比多增 360 亿元。11 月，企（事）业单位贷款增加 7812 亿元，其中，在银行负债压力持续增加和监管环境趋严影响下，企业短贷和票据融资将保持低增长局面；中长期贷款增加 5887 亿元，同比多增 1681 亿元，在制造业投资和出口持续修复的背景下，企业融资意愿强劲，中长期投资保持较高景气度。

- **M2 增速再拾升势，居民储蓄走高。**11 月末，广义货币(M2)余额 217.2 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末高 0.2 个百分点，在财政支出加快的拉动下，M2 增速保持小幅回升；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，创下 34 个月新高，企业生产积极性继续提升。M2 与 M1 的差值较 10 月收窄 0.7 个百分点。随着经济逐步回暖，财政支出提速，实体经济需求加大，预计 12 月广义货币增速将继续上行。11 月人民币存款增加 2.1 万亿元，同比多增 7933 亿元。其中，住户存款同比多增 3868 亿元，近期国内出现散点疫情，居民避险情绪上升，居民部门向企业部门回流受阻；非金融企业存款增加 8483 亿元，企业预期改善，中长期融资意愿强劲带动存款环比大幅回升；财政性存款减少 1857 亿元，11 月财政支出有所加快；非银行业金融机构存款较上月多增 5598 亿元，资金风险偏好持续上升，利好资本市场。

- **风险提示：**国内需求不及预期，金融监管趋严，疫情反复。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. CPI 转负后，通缩怎么看？(2020-12-09)
2. 加入“群聊”，促出口稳发展 (2020-12-07)
3. 房地产、稳定币，金融风险何处寻？(2020-12-04)
4. PMI 刷新年内高点，复苏信号更加明确 (2020-11-30)
5. 央妈：闸门我看着呢 (2020-11-27)
6. 拥抱全球资本，国债前路坦途 (2020-11-25)
7. 下沉消费开启，物价走势渐稳 (2020-11-20)
8. 地方债解局，2021 会有何不同？(2020-11-18)
9. 经济复苏走稳，哪些领域走强在即？(2020-11-16)
10. 互联网野蛮生长时代落幕 (2020-11-13)

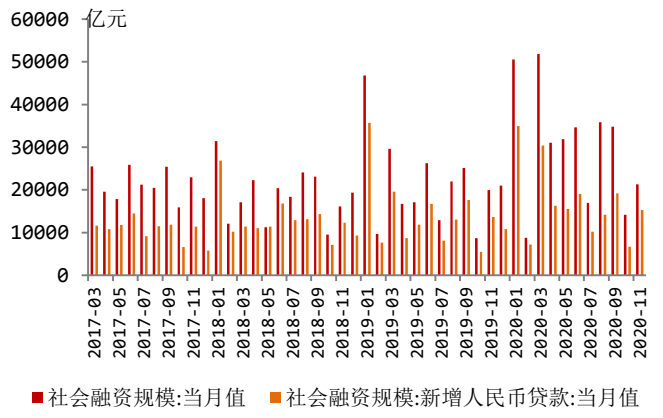
随着纾困政策的逐步退出，年内或见社融增速拐点，预计明年上半年社融增速将下行，同时货币政策不会断崖式收紧，实体经济持续修复，社融增速下行幅度将较为缓和。

1 社融增速如期放缓，信用事件冲击社融结构

11 月末社会融资规模存量 283.25 万亿元，同比增长 13.6%，较 10 月增幅下降 0.1 个百分点。1-11 月，金融机构对实体经济发放的人民币贷款新增量是 18.88 万亿元，较去年同期多增 3.08 万亿元，为实体经济复苏提供强有力的支撑。从社融结构来看，1-11 月新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的 56.9%，同比低 10.4 个百分点；直接融资在社会融资规模增量中的比重 39.90%，较前值占比缩小了 1.13 个百分点，较去年同期占比增加 9.8 个百分点，其中非金融企业的境内股票融资 7798 亿元，比去年同期增加了 155.97%，未贴现银行承兑汇票增加了 3962 亿元，较去年同期增加了 9670 亿元，国债和地方政府专项债的融资达 7.62 万亿元，较去年同期增加了 75%（约 3.28 万亿元），占直接融资增量中最大份额，企业债券融资 4.44 万亿元，同比增加了 48.88%（约 1.46 万亿元）。截至 11 月底，地方政府债券累计发行 62602 亿元，新增债券 44945 亿元，其中专项债券发行 35466 亿元，完成全年计划（37500 亿元）的 94.6%。央行《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》提出“把好货币供应的总闸门，保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”，目前经济复苏局面稳定，货币政策逐步回归正常化，年内或见本轮社融拐点。

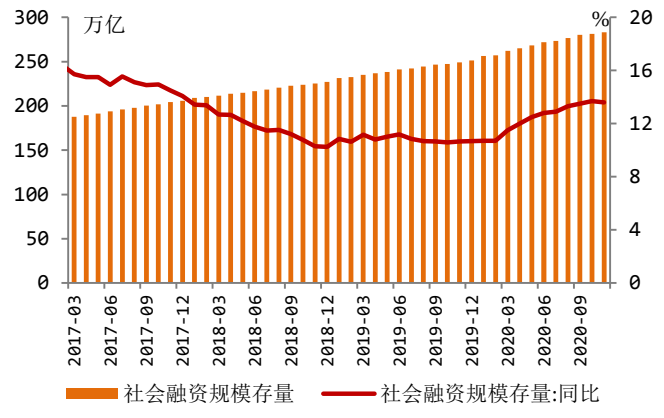
11 月新增社会融资规模为 2.13 万亿元，同比多增 1406 亿元，较 10 月份增量边际收窄 4087 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.53 万亿元，同比多增 1666.8 亿元。11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元，较 10 月增量边际收窄 737 亿元，受监管趋紧影响，表外融资减少 2044 亿元，信托贷款降幅扩大，减少 1387 亿元，此外新增未贴现银行承兑汇票和委托贷款分别减少 626 亿元和 31 亿元。近期，监管层高度关注房地产金融“灰犀牛”，信贷资金违规进入房地产市场可能是未来监控重点方向，表外融资将持续受到影响。11 月，新增直接融资 5007 亿元，连续三个月减少，其中企业债券净融资 862 亿元，同比少增 2468 亿元，受永煤违约事件影响，一级市场信用债取消/推迟发行数量和规模骤增；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，同比多增 247.1 亿元。

图 1：11 月新增社会融资规模缩小



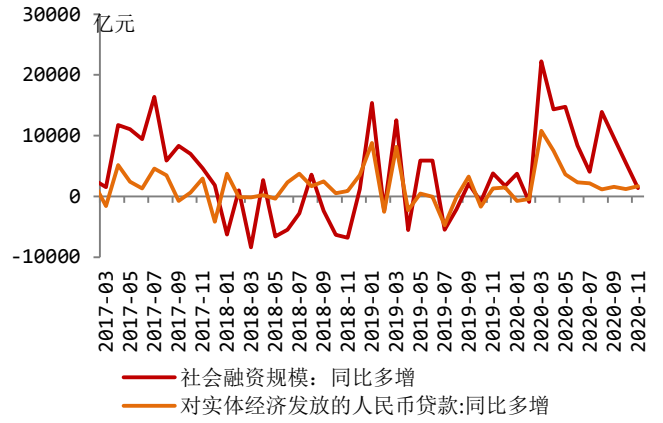
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：社会融资存量持续走高



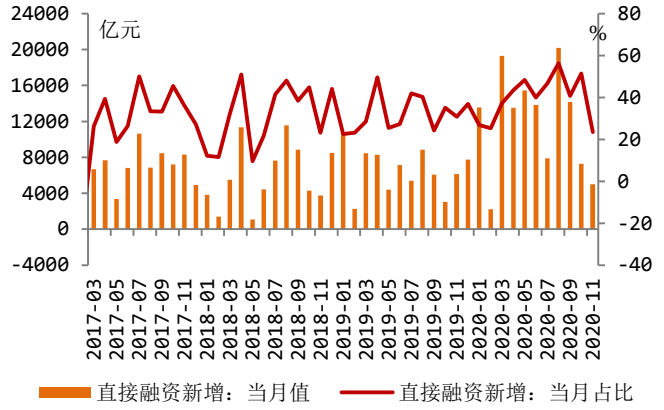
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：11 月社融增量继续走低



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：11 月新增直接融资减少

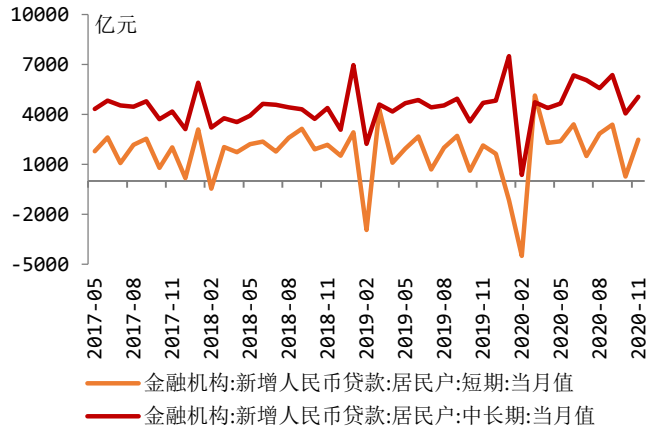


数据来源：wind、西南证券整理

2 企业长期投资继续改善，购物节提振居民短贷

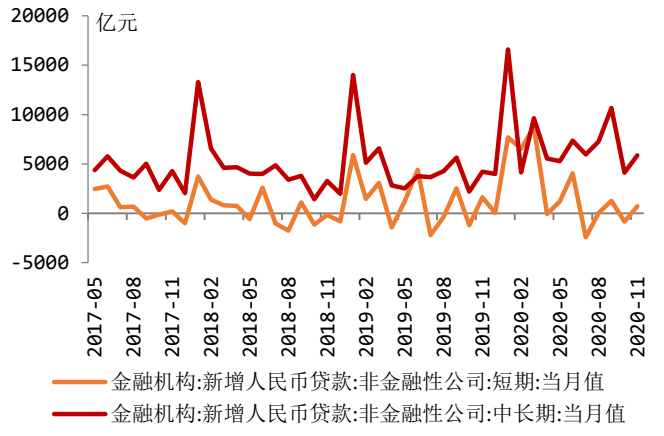
11 月新增人民币贷款 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元，较 10 月份多增 0.74 万亿元，受季节性因素影响，通常 11 月份信贷投放较为旺盛。分部门看，随着劳动力市场景气度修复，居民收入持续改善，住户部门贷款增加 7534 亿元，其中，短期贷款增加 2486 亿元，较 10 月份多增 2214 亿元，在“双十一”购物节推动下，消费升温促使居民短期贷款环比明显增长；临近年末房地产企业加大促销力度，销量增速普遍回升，带动居民中长期贷款增加 5049 亿元，同比多增 360 亿元，较 10 月多增 990 亿元；11 月，企（事）业单位贷款增加 7812 亿元，其中，短期贷款增加 734 亿元，票据融资增加 804 亿元，在银行负债压力持续增加和监管环境趋严影响下，企业短贷和票据融资将保持低增长局面；中长期贷款增加 5887 亿元，同比多增 1681 亿元，较 10 月多增 1774 亿元，在制造业投资和出口持续修复的背景下，企业融资意愿强劲，中长期投资保持较高景气度；非银行业金融机构贷款减少 1042 亿元。

图 5：11 月居民部门短期与中长期贷款双回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：11 月企（事）业单位贷款规模上升



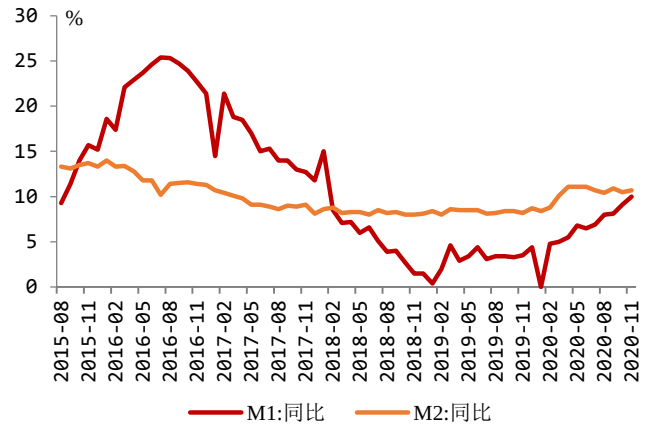
数据来源：wind、西南证券整理

3 M2 增速再拾升势，居民储蓄走高

11 月末，广义货币(M2)余额 217.2 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末高 0.2 个百分点，比上年同期高 2.5 个百分点，在财政支出加快的拉动下，M2 增速保持小幅回升；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，创下 34 个月新高，企业生产积极性继续提升。M2 与 M1 的差值较 10 月收窄 0.7 个百分点，反映出投资项目加快落地和社会经济需求端的进一步恢复，货币活性继续提升。近期央行多次强调金融稳定问题，后续货币政策将更加灵活适度、精准导向。随着经济逐步回暖，财政支出提速，实体经济需求加大，预计 12 月广义货币增速将继续上行。

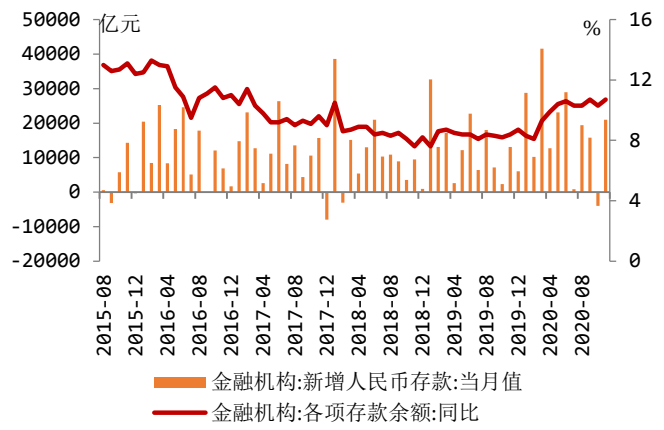
11 月人民币存款增加 2.1 万亿元，同比多增 7933 亿元。其中，住户存款增加 6334 亿元，同比多增 3868 亿元，近期国内出现散点疫情，居民避险情绪上升，居民储蓄走高，居民部门向企业部门回流受阻；非金融企业存款增加 8483 亿元，10 月为减少 8642 亿元，企业预期改善，中长期融资意愿强劲带动存款环比大幅回升；财政性存款减少 1857 亿元，10 月受政府债券大量发行影响，财政资金沉淀较多影响，为增加 9050 亿元，11 月财政支出有所加快；非银行业金融机构存款增加 8516 亿元，较上月多增 5598 亿元，连续两个月多增，资金风险偏好持续上升，利好资本市场。

图 7：M2 和 M1 增速差值持续收窄



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：11 月新增存款大幅回升



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn