恒大研究院
EVERGRANDE RESEARCH INSTITUTE

信用扩张放缓

——11 月金融数据解读

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2020/12/9

首席经济学家： 任泽平

研究员： 方思元

fangsiyuan@evergrande.com

研究助理： 王孟嫫

wangmengmo@evergrande.com

事件：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，同比增长 13.6%。11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元。11 月末广义货币(M2)余额同比增长 10.7%，前值为 10.5%。

1、11 月货币政策和金融数据呈以下六大特点和趋势：

1）11 月货币政策操作边际宽松，10 日至 30 日，央行公开市场操作累计净投放 2700 亿元，月中 MLF 超量续作，月末 MLF 再次意外续作 2000 亿元，流动性小幅宽松。从原因来看，一是受永煤信用债事件影响，货币政策边际对冲，稳定信用事件带来的市场流动性紧张。二是由于近期人民币汇率持续升值，11 月美元兑人民币汇率由 6.72 升至 6.58，货币政策重心稍向汇率稳定倾斜。但整体来看，5 月以来央行操作主线仍为“货币政策正常化”，稳健中性是主基调，保持货币总量“不缺不溢”。

2）当前货币政策虽回归正常化，但谈收紧为时尚早。

其一，当前经济正在回到正常的周期轨道，但经济恢复基础不牢，2020 年 3 月以来经济恢复超预期，三驾马车中投资和出口高增，弥补消费不足。但展望 2021 年，就业和收入低迷，投资面临回落压力，出口高增难持续，消费回升难以完全对冲。

其二，受疫情影响，今年 3-11 月政府部门加杠杆，带动宏观杠杆率持续上升，当前随着经济持续恢复，GDP 增速回升，债务增速下降，将带动宏观杠杆率下行，降低货币政策收紧必要性。

其三，目前爆发的金融风险个案，虽有个体主观行为因素，深层次来看是周期性、体制性因素叠加的结果，未来仍需关注微观企业和结构性问题，精准把握好货币政策的力度和节奏，避免经济大起大落。

3）受 5 月以来超宽松货币政策退出影响，叠加货币向信用传导时滞因素，11 月存量社融增速环比回落 0.1 个百分点至 13.6%，信用扩张放缓。年末至明年，考虑政府信用扩张放缓，逆周期政策逐步退出，顺周期部门的融资需求相对逆周期部门较弱，明年社融增速下行压力较大。

4)结构层面，11 月政府债券及信贷仍是社融主要支撑，但边际减弱，信用违约风险冲击下企业债券融资明显回落，非标压降节奏加快，构成主要拖累。

5）11 月 M2 增速环比提升 0.2 个百分点至 10.7%，主因年末财政投放节奏加快。M1 增速环比提升 0.9 个百分点，指向实体经济活跃度继续上升。

6）展望 2021 年：货币政策宜保持观察，尚不具备大幅收紧条件。总量层面，结构性宽松和结构性收紧并存，长期趋于正常化，社融及 M2 增速逐步回落。**结构层面，**流动性精准投向基建和实体经济，尤其受疫情影响严重的行业、中小微、民企、制造业、高新技术等领域。

2、近期央行流动性投放小幅宽松，以稳定信用风险下的流动性冲击，缓解银行负债端压力。但短期维稳不改中期趋势，货币政策确认回归常态，稳健中性仍是主基调。

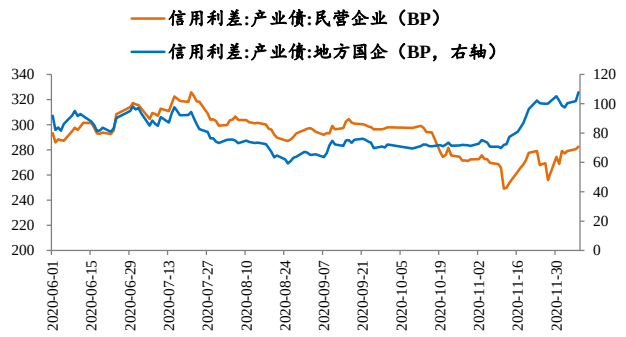
信用风险事件集中爆发，冲击流动性环境。11 月初，以永煤为代表的信用风险事件集中爆发，触发一定程度的信用危机和流动性危机。信用债一级发行大量取消，弱资质地方国企信用利差上行，非银与银资金利差拉大。

银行负债端承压，同业存单利率持续上行。在超储率低位、监管压降结构性存款、同业存单大量到期的背景下，银行负债端持续承压，股份制银行 1 年期存单发行利率持续上行至 3.25%，已高于 MLF 利率 30BP。

在此背景下，近期央行态度边际缓和，流动性小幅宽松，呵护资金面平稳运行。11 月 10 日至 30 日，央行公开市场操作累计净投放 2700 亿元，月中 MLF 超量续作，月末 MLF 再次意外续作 2000 亿元。流动性投放小幅转松，以稳定信用风险带来的流动性冲击，引导同业存单利率向 MLF 利率回归，呵护资金面平稳运行，缓解银行负债端压力。

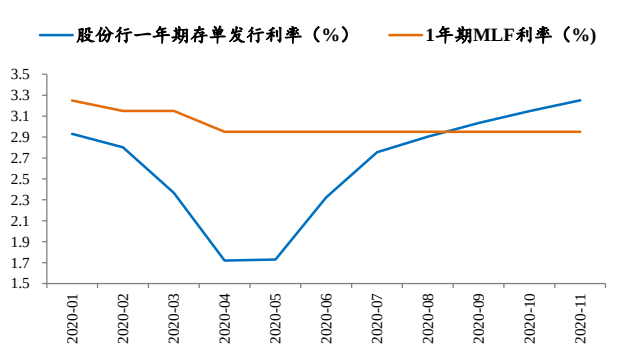
但短期维稳不改中长期趋势，伴随经济恢复，货币政策回归常态，稳健中性的基调不变。伴随经济向潜在增速恢复，三季度货币政策执行报告重提闸门，强调保持流动性“不缺不溢”，稳杠杆、防风险，货币政策已确认回归常态，短期维稳并未改变稳健中性的总基调。

图表：违约事件冲击下信用利差走阔



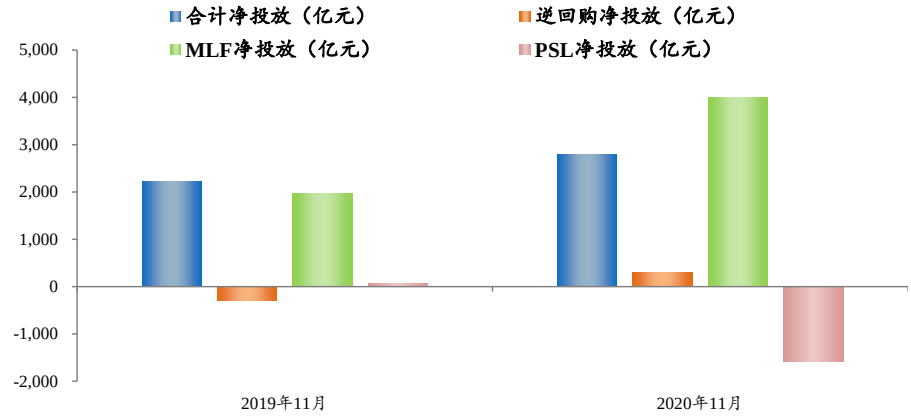
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：同业存单发行利率持续上行



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：流动性小幅宽松，央行维护资金面平稳运行



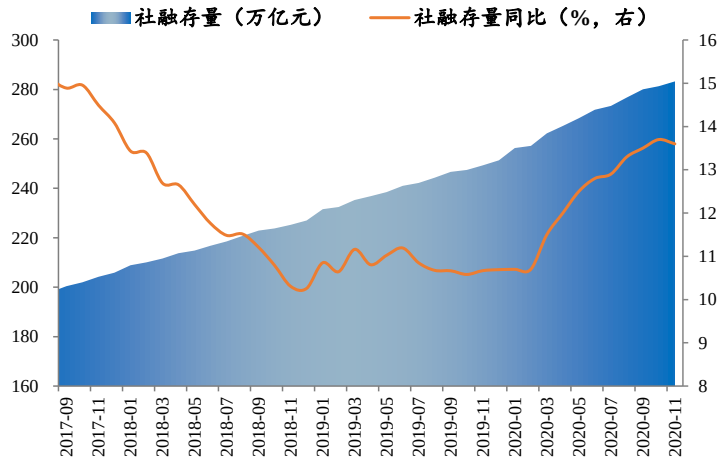
资料来源：Wind，恒大研究院

3、总量层面，11 月存量社融增速 13.6%，信用扩张放缓。

11 月社融增速 13.6%，环比回落 0.1 个百分点，信用扩张周期迎来下行拐点。11 月新增社会融资规模 2.13 万亿元，同比多增 1406 亿元。存量社融规模 283.25 万亿元，同比增速 13.6%，环比回落 0.1 个百分点。

伴随经济恢复主力向顺周期部门切换、货币财政政策回归正常化，社融的主力支撑由财政部门加杠杆向实体部门投融资需求改善切换，拉力将明显减弱。**年末至明年，信用扩张周期进入下行阶段，社融增速将由前期的快速上行转向逐步回落。**

图表：信用扩张周期迎来下行拐点



资料来源：Wind，恒大研究院

4、结构层面，政府债券、信贷延续多增，但边际减弱。信用违约风险冲击下企业债券融资明显回落，监管加强、非标压降节奏加快，构成主要拖累。

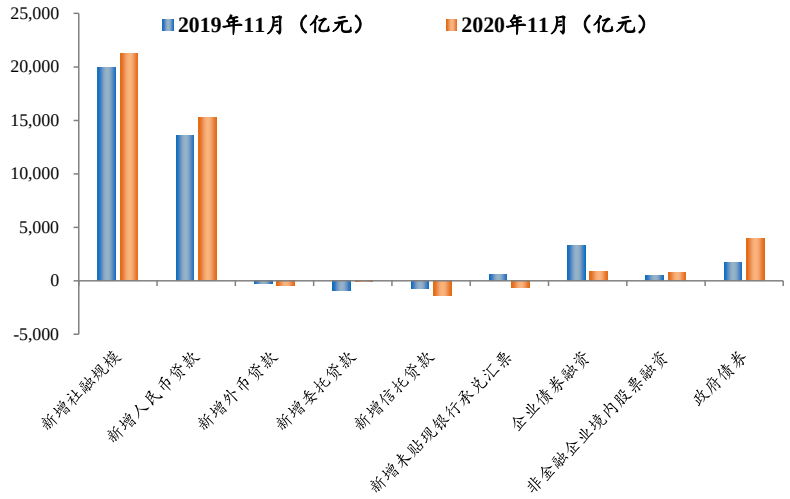
其他融资方面，11 月政府债券同比多增 2284 亿元。11 月新增政府债券融资 4000 亿元，同比多增 2284 亿元，仍是社融主要支撑。

表内融资方面，信贷同比延续小幅多增，实体经济需求继续恢复。11 月新增人民币贷款 1.53 万亿元，同比多增 1676 亿元，企业及居民中长期贷款仍是主要支撑。

表外融资方面，监管强化，信托压降规模创年内新高。11 月表外融资减少 2044 亿元，同比多减 981 亿元。其中，未贴现承兑汇票、信托贷款、委托贷款分别同比多减 1196 亿元、多减 714 亿元、少减 928 亿元。监管规范票据发行、融资类信托监管月内再度强化，非标压降节奏加快。2021 年末资管新规过渡期结束，监管整治金融乱象态度明确，预计后续非标压降仍将构成社融主要拖累。

直接融资方面，信用违约风险冲击下企业债券融资明显回落，股票融资维持高位。11 月新增企业债券融资 862 亿元，同比、环比分别少增 2468 亿元、少增 1660 亿元。受永煤等信用风险事件冲击，信用债一级市场大量取消或推迟发行。11 月新增股票融资 771 亿元，同比多增 247 亿元，前期创业板注册制落地、股市交易热度提升，共同带动股票融资继续维持高位。

图表：2020 年 11 月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

5、信贷扩张节奏持续放缓，信贷增速环比下降

11 月金融机构口径信贷同比增速为 12.8%，环比下降 0.1 个百分点。11 月金融机构口径新增人民币贷款 1.43 万亿元，同比微增 456 亿元，延续 6 月以来的小幅多增态势。

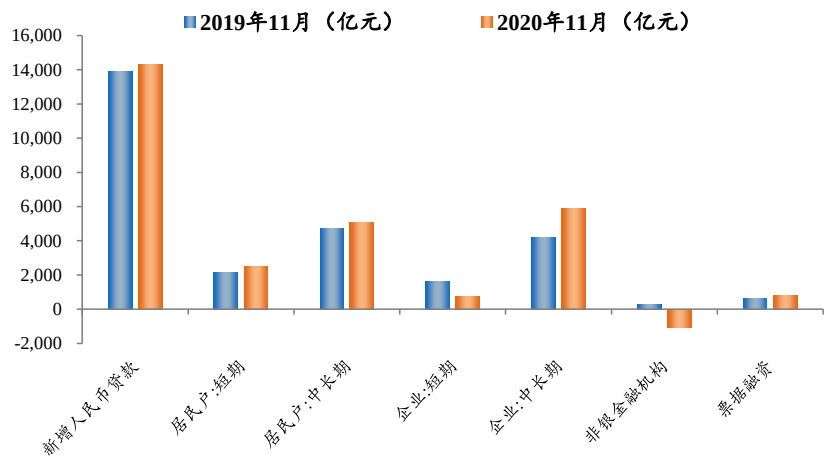
需求端，实体经济持续恢复，投融资需求继续改善。但供给端，货币政策确认回归常态，央行维持资金面紧平衡状态，金融机构在超储率低位、压降结构性存款背景下负债端承压，叠加年末银行为明年初信贷投放储备项目，多重因素制约信用派生节奏。

6、信贷结构层面，企业及居民中长期贷款仍是主要支撑。

企业贷款方面，出口高增、制造业投资继续恢复、地产基建保持韧性，带动实体投融资需求回升，企业中长期贷款仍是主要支撑。11 月新增企业贷款 7812 亿元，同比多增 1018 亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资分别少增 909 亿元、多增 1681 亿元、微增 180 亿元。监管加强、负债端承压背景下，银行主动压缩短端信贷、为中长期信贷腾挪额度，短贷及票据延续 6 月以来的压降态势。企业中长期贷款延续多增，一方面，监管考核制造业中长期贷款占比，另一方面，企业盈利改善，出口高增，制造业投资继续恢复，地产基建韧性仍存，实体投融资需求继续回暖。

居民贷款层面，短期与中长期贷款均延续多增。11 月新增居民贷款 7534 亿元，同比多增 703 亿元。其中，短期贷款新增 2486 亿元，同比多增 344 亿元，双十一购物节拉动，居民消费继续恢复。中长期贷款新增 5049 亿元，同比多增 360 亿元，当前地产调控政策力度不减，房地产销售增速放缓，居民中长期贷款多增量已由 7 月的 1650 亿元逐步回落至 360 亿元。

图表：2020 年 11 月新增信贷结构



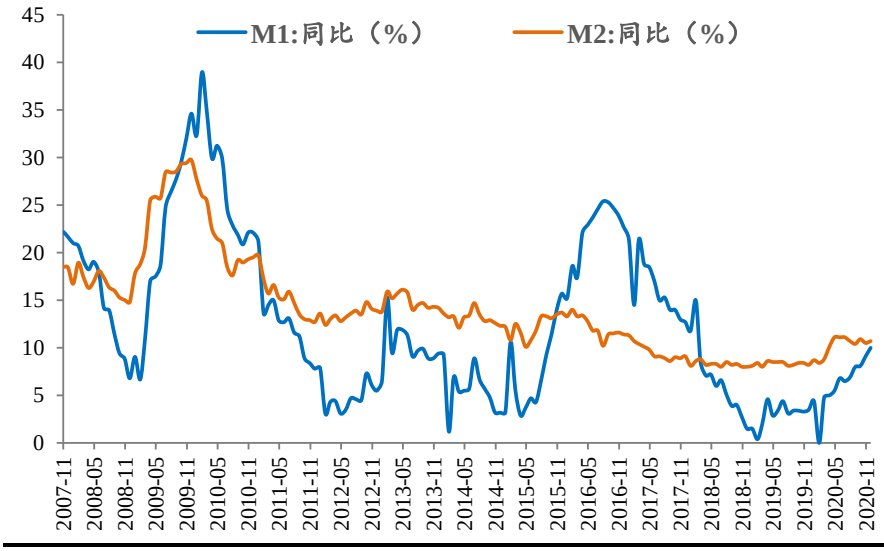
资料来源：Wind，恒大研究院

7、M2 增速环比提升 0.2 个百分点，主因年末财政投放节奏加快。M1 增速环比提升 0.9 个百分点，M2-M1 剪刀差收窄至 2018 年 3 月以来最低，实体经济活跃度继续上升。

11 月 M2 同比增速 10.7%，环比提升 0.2 个百分点。年末财政投放节奏加快，信贷投放节奏平稳，共同支撑 M2 增速小幅提升。**从结构来看，**1）企业存款增加 8483 亿元，同比少增 173 亿元。居民存款增加 6334 亿元，同比多增 3868 亿元。2）财政存款减少 1857 亿元，环比大幅多减 1 万亿元，年末财政投放节奏明显加快。

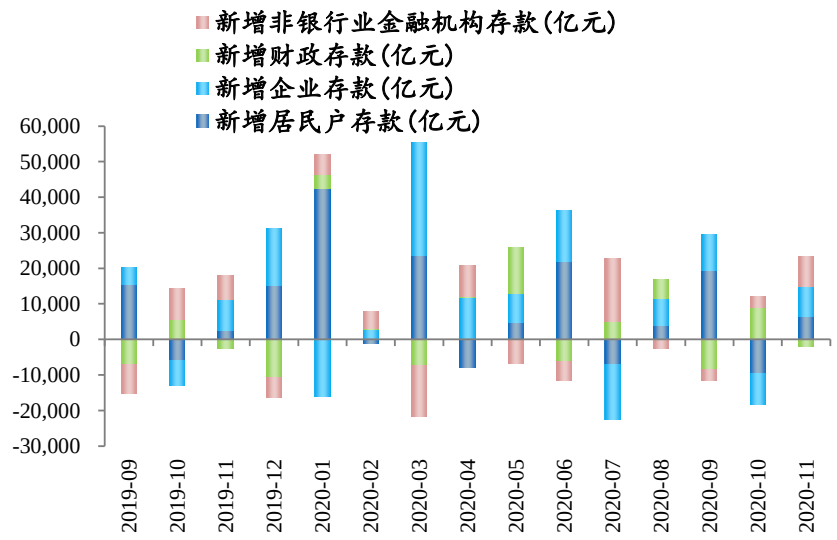
M1 同比增速 10.0%，环比提升 0.9 个百分点，M2-M1 剪刀差收窄至 0.7%，为 2018 年 3 月以来最低。交易性需求持续恢复，实体经济活跃度继续上升。

图表： M2-M1 剪刀差收窄至 2018 年 3 月以来最低



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：财政投放节奏加快提振 M2 增速



资料来源：Wind，恒大研究院

8、展望 2021 年，货币政策大概率继续保持稳健中性，流动性管理工具与金融监管政策相互配合，稳杠杆、防风险。

其一，货币政策回归正常化但尚不具备收紧条件，大概率继续保持稳健中性。

其二，总量层面，预计资金面仍将维持紧平衡状态，社融 M2 增速逐步回落。狭义流动性层面，央行重提把好货币供给总闸门，流动性“不缺不溢”，预计资金面仍将维持紧平衡。广义流动性层面，年末信用扩张周期迎来拐点，明年社融、M2 增速将由今年的大幅高于名义 GDP 增速向“反映潜在产出的名义 GDP 增速+合理加点”回归。

其三，结构层面，流动性精准投向基建和实体经济，尤其受疫情影响严重的行业、中小微、民企、制造业、高新技术等领域。

其四，金融监管或将成为明年重要的政策主线之一，稳杠杆、防风险。货币政策与宏观审慎管理双支柱体系下，流动性管理工具与金融监管政策相互配合，实现宏观杠杆率基本稳定，防范化解重大金融风险。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展　服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

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，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者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损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼 （200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com