社融增速或逐步见顶

数据：11 月 M1 同比 10%（前值 9.1%）；M2 同比 10.7%（前值 10.5%）；新增人民币贷款 14300 亿元（前值 6898 亿元）；新增社会融资规模 21300 亿元（前值 14200 亿元）。

1、信贷：信贷总量季节性扩张；结构上，居民贷款中长期贷款相对稳定，企业中长期贷款保持高增。11 月新增信贷 14300 亿元，同比多增 7402 亿元，环比多增 3100 亿元。具体来看，居民贷款方面，新增居民贷款 7534 亿元，同比多增 1329 亿元；其中，新增居民中长期贷款 5049 亿元。非金融企业贷款方面，新增企业贷款 7812 亿元，同比多增 2586 亿元，环比多增 2586 亿元，其中，新增企业短期贷款 734 亿元，同比多增 537 亿元；新增票据融资 834 亿元，同比多增 419 亿元；新增企业中长期贷款 5887 亿元，同比多增 1612 亿元，环比多增 1612 亿元。

2、社融：信贷季节性回升。受信用事件冲击影响，企业债融资明显回落；由于监管治理市场乱象，融资类信托压降，表外融资中委托贷款和信托贷款继续减少；政府债券有所减少。11 月新增社会融资 21300 亿元，同比少增 1656 亿元，环比多增 7127 亿元。社融余额同比继续回落至 13.6%，较上月回落 0.1 个百分点。具体来看，新增人民币贷款 15300 亿元，同比多增 3872 亿元；新增表外融资-2044 亿元，其中新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别为-31、-1387、-626 亿元。新增直接融资 1633 亿元，同比少增 670 亿元，环比少增 1816 亿元，其中新增企业债券 862 亿元，环比少增 1660 亿元；新增股票融资 771 亿元；新增政府债券 4000 亿元，同比多增 2284 亿元，环比少增 931 亿元。

3、M2：居民、企业存款季节性回升；M1 增速继续回升，企业资金状况相对较好，M2 增速回升。11 月新增人民币存款 21000 亿元，同比多增 5300 亿元，环比多增 24971 亿元。具体看，新增居民存款 6334 亿元，同比多增 4879 亿元；新增非金融企业存款 8483 亿元，同比多增 1302 亿元；新增财政存款-1857 亿元，同比减少 1479 亿元。

4、11 月金融数据有三点值得关注：（1）经济延续复苏，信贷季节性扩张，信用事件冲击企业债融资，社融增速有所回落。11 月社融规模增量为 2.13 万亿元，相对上月明显增加，主要是受季节性因素影响。从社融增速来看，社融余额同比有所回落至 13.6%，较上月回落 0.1 个百分点。从结构来看，与去年同期相比，信贷相对稳定，其中，居民贷款中长期贷款相对稳定，与房地产销售相吻合，是经济复苏在居民层面的反映。受信用事件冲击影响，企业债发行规模明显下降，但企业中长期贷款保持高增，结合其他企业层面高频数据来看，经济复苏在企业层面表现仍然相对较好，信用事件冲击对企业债融资不会构成持续性影响。监管部门监察趋严的带动下，表外融资明显收缩。此外，政府债券融资主要受到国债支持，受地方政府专项债发行节奏明显提前影响，地方专项债发行明显下降。**（2）M1 增速继续上升，企业资金状况相对较好。**M1 同比继续上升，企业存款活期化程度逐步上升，企业资金状况相对较好，经济活力有所提高，经济修复动能较好；股市相对较好的环境下，新增股票融资保持高位，也有力支撑了实体经济融资。**（3）货币政策逐步回归常态化，信用扩张增速将逐步放缓。**前十一个月新增社融 33 万亿元，年初我们预计全年新增社融 35 万亿元，可以看到今年货币量的宽松非常明显。往前看，随着经济复苏继续延续，货币政策正逐步回归正常化，信用扩张增速将逐步放缓。明年社融存量增速或将回落至 11%左右，新增社融预计在 30-33 万亿元（今年预计为 35 万亿元）；M2 增速或将降至 10%；信贷增速将放缓至 10-11%，新增人民币贷款预计为 18-20 万亿元（今年预计为 20 万亿元）。信用环境存在局部的市场风险，如弱资质主体、民企主体、尾部城投及部分地产主体可能存在一定的压力和风险，但不会造成系统性金融风险。

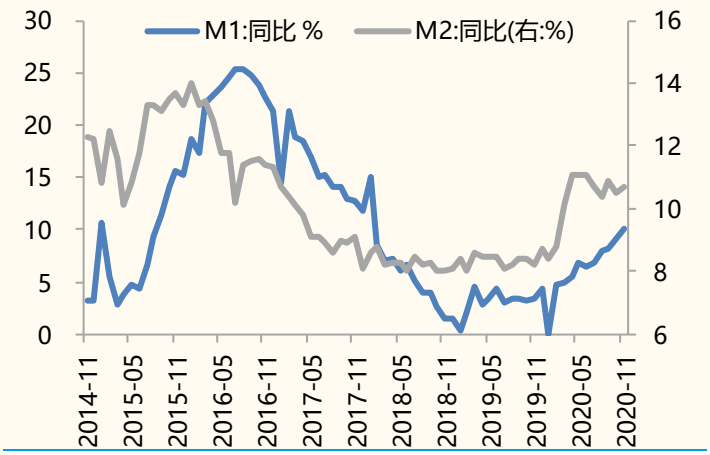
风险提示：货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

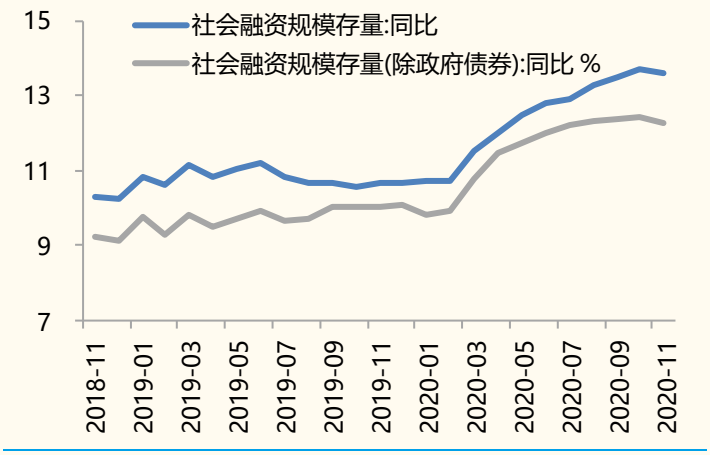
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1：M1、M2 增速上升



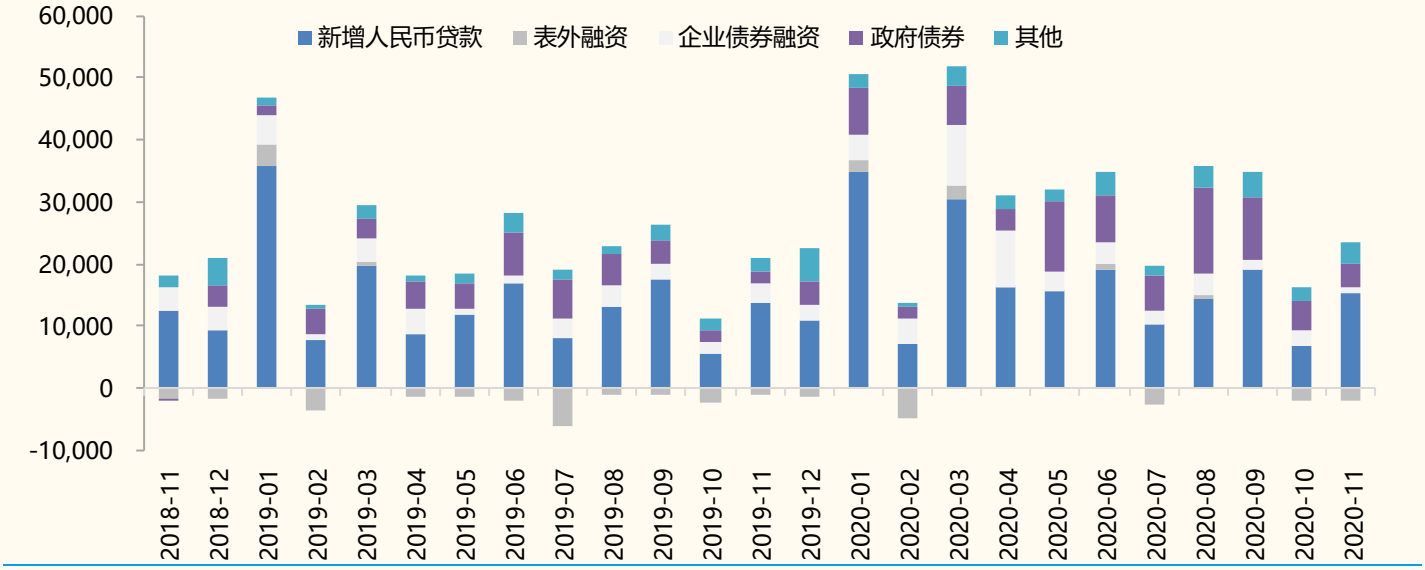
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：社融增速小幅回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 3：新增社融构成（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示：

1. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；

2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；

3. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH