财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

实体信用扩张周期拐点已现

——2020 年 11 月货币数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **核心观点：**随着货币政策逐步回归常态，11 月份社融、信贷等增速均有所回落，实体流动性拐点大概率已经出现；但信贷结构数据依然向好，M1 增速继续大幅攀升，反映出经济活动持续改善，四季度 GDP 回归至潜在增速水平概率较大。预计未来国内经济“爬坡”与政策“退坡”格局延续，流动性维持紧平衡或成货币政策主基调，但近期国内通缩压力有所加大，货币政策短期亦不存在大幅收紧的基础，以防出现“政策断崖”。具体看：
- **企业债与表外票据收缩，拖累社融增速年内首度回落。**11 月国内社融增量同比多增 1406 亿元，但存量增速为 13.6%，较上月回落 0.1 个百分点。从分项看，受益政策持续发力和实体融资需求回升，政府债券和人民币贷款分别同比多增 2284 和 1667 亿元，是社融保持多增的主要贡献力量；但永煤等信用违约引发利率上行，企业债券融资同比减少 2468 亿元，对本月社融形成重大拖累；此外央行加大金融防风险力度，表外票据和信托贷款亦分别同比多减少 1196 和 714 亿元。往后看，政府债券和信贷对社融仍有支撑，但表外融资和企业债收缩压力犹存，预计 12 月份社融增速将小幅回落至 13.5%左右。
- **政策退潮下信贷增速持续放缓，但经济修复推动信贷结构依然向好。**11 月新增人民币贷款 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元，存量增速为 12.8%，较上月继续回落 0.1 个百分点。受金融防风险力度加大影响，非银金融机构贷款同比减少 1316 亿元，是拖累信贷增速放缓的主因；同期流向实体的信贷则继续保持较快增长，反映实体经济持续修复。具体看，企业端，经济修复支撑中长贷连续 9 个月同比多增 1500 亿元以上，但货币退潮对企业短贷的拖累显现，本月同比减少 909 亿元；居民端，受益消费回暖和房地产销售保持韧性，居民短贷和中长贷分别同比多增 344 和 360 亿元，后者已连续 6 个月保持多增。
- **财政支出提速是 M2 回升主因，企业盈利改善推动 M1 继续攀升。**11 月 M2 增速为 10.7%，较上月提高 0.2 个百分点，主要源于临近年关，淤积的财政资金投放速度明显加快，如本月新增财政存款较上月大幅减少 10907 亿元，有利于派生出可以计入 M2 的居民与企业存款；同时，实体经济持续修复贷款创造存款的信用货币创造或相对维持稳定，也对 M2 形成支撑。11 月 M1 增速较上月继续大幅提高 0.9 个百分点至 10%，主要源于企业盈利持续改善，同时财政资金下拨后，变成机关团体活期存款，也有利于 M1 回升。预计 12 月份 M2 增长 10.6%左右。
- **货币政策展望：“紧平衡”已成未来主基调，降息降准均难现。**11 月金融数据尤其是结构数据向好，显示四季度 GDP 回归至潜在增速水平概率较大。预计未来国内经济“爬坡”与政策“退坡”格局延续，流动性维持紧平衡或成货币政策主基调。量的方面，降准的概率极低，预计 2021 年 M2 和社融增速或分别降至 9%和 11%左右；价的方面，预计 2021 年上半年之前降息基本没有可能，降成本需向改革要空间，如继续金融让利、提高直接融资比重等；结构方面，央行将继续强调定向发力实现精准滴管作用，结构性政策工具仍将担当重任。

财信研究院
宏观团队

胡文艳
宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwenyan21@126.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、企业债券与表外票据收缩，拖累社融增速年内首度回落.....3
二、政策退潮下信贷增速持续放缓，但受益经济修复结构依然向好.....4
三、财政支出提速是 M2 回升主因，企业盈利改善推动 M1 继续攀升.....5
四、“紧平衡”已成货币政策主基调，降息降准均难现.....6

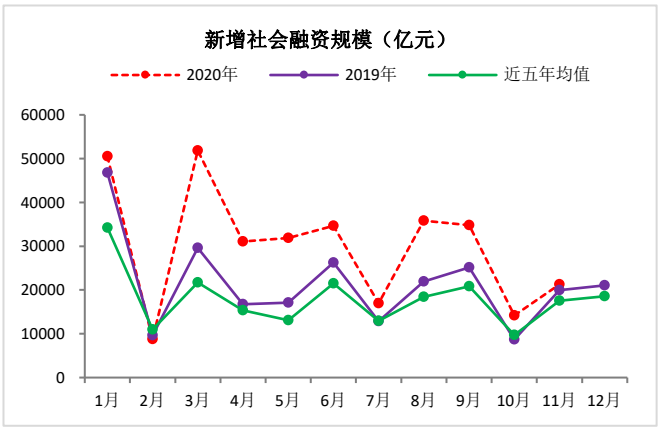
正文：

事件：2020 年 11 月份，社融增量为 2.13 万亿元，较上年同期多增 1406 亿元；新增人民币贷款 1.43 万亿元，较上年同期多增 456 亿元；货币供应量 M1、M2 分别同比增长 10.0%、10.7%，增速较上月末分别提高 0.9 和 0.2 个百分点，比上年同期分别提高 6.5 和 2.5 个百分点。

一、企业债券与表外票据收缩，拖累社融增速年内首度回落

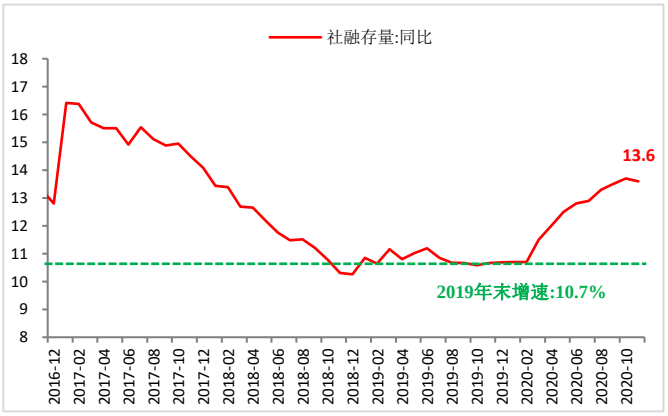
11 月份国内社会融资（简称社融，下同）增量为 2.13 万亿元，同比多增 1406 亿元（见图 1）；存量增速为 13.6%，较上月回落 0.1 个百分点（见图 2），年内首次出现回落，验证了上月我们对社融增速拐点已现的判断。

图 1：社融增量扩张幅度明显放缓



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：社融存量增速年内首次出现回落

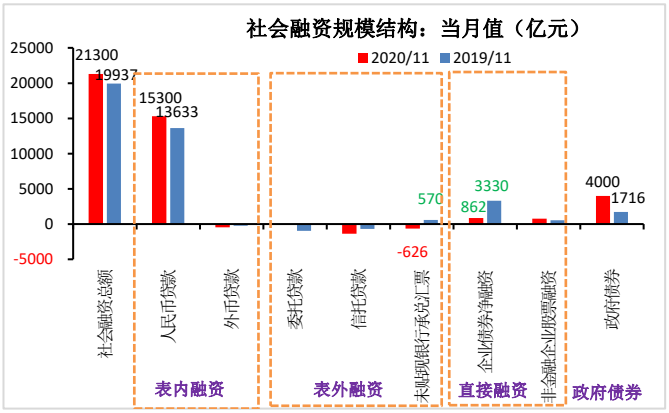


资料来源：WIND，财信研究院

从分项看（见图 3），受益国债发行维持高位，政府债券同比多增 2284 亿元，依旧是本月社融保持多增的最大贡献因素；此外实体经济持续修复带动融资需求回升，加上惠企金融扶持政策显效，人民币贷款（社融口径）同比多增 1667 亿元，对社融的支撑作用持续增强。但其他社融分项中，受永煤等信用违约事件爆发影响，国内市场利率与风险溢价明显抬升，企业债券融资同比减少 2468 亿元，对本月社融形成重大拖累；同时央行继续加大金融防风险力度，本月表外未贴现银行承兑汇票、信托贷款分别同比多减少 1196 和 714 亿元，两者收缩幅度均较上月明显扩大，对社融的贡献持续下降。

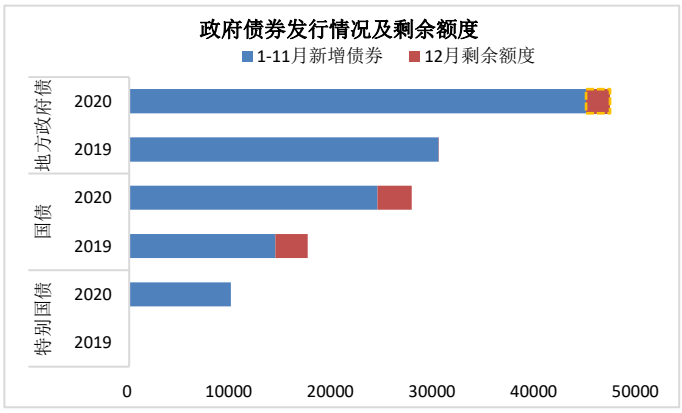
往后看，预计 12 月份社融增速将小幅回落至 13.5%左右。一是受 12 月用于补充中小银行资本金的地方政府专项债集中发行影响（根据国务院安排，预计规模在 2000 亿左右），政府债券对社融增速仍有支撑（见图 4）。二是实体融资需求回暖，叠加已出台惠企政策持续发力，信贷对社融的支撑仍偏强。三是央行金融防风险力度不减，表外融资收缩压力犹存；四是货币政策回归正常趋势下，信用违约风险暴露短期难以消退，或对企业债发行持续形成压制。

图 3：11 月新增社会融资规模结构



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：政府债券发行情况及剩余额度(亿元)

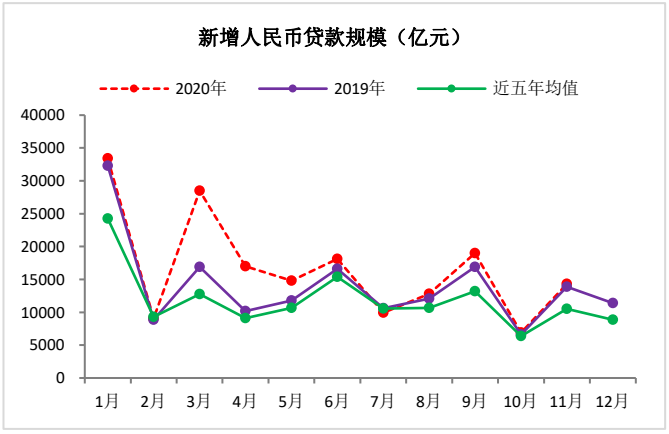


资料来源：WIND，财信研究院

二、政策退潮下信贷增速持续放缓，但受益经济修复结构依然向好

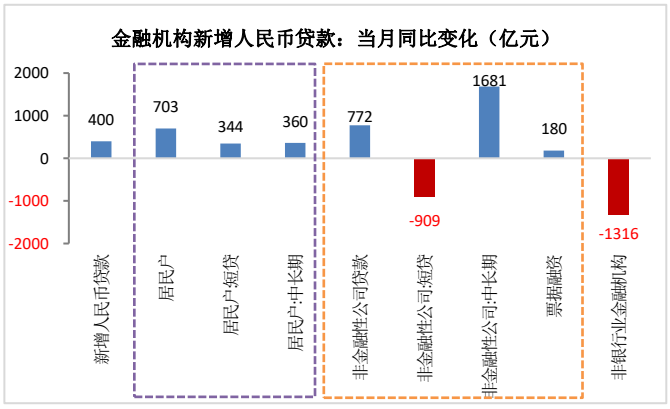
11 月金融机构新增人民币贷款 1.43 万亿元，较上年同期多增 456 亿元（见图 5）；存量增速为 12.8%，较上月继续回落 0.1 个百分点。其中，受货币政策逐步回归正常，央行加大金融防风险力度影响，非银金融机构贷款同比减少 1316 亿元，是拖累信贷增速放缓的主因；同期流向实体经济领域的信贷资金，则继续保持较快增长（同比多增 1872 亿元），尤其是企业中长贷延续高增势头，表明实体融资需求仍在继续修复（见图 6）。具体看：

图 5：金融机构新增人民币贷款增幅持续收窄



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：金融机构新增人民币贷款：当月同比增幅



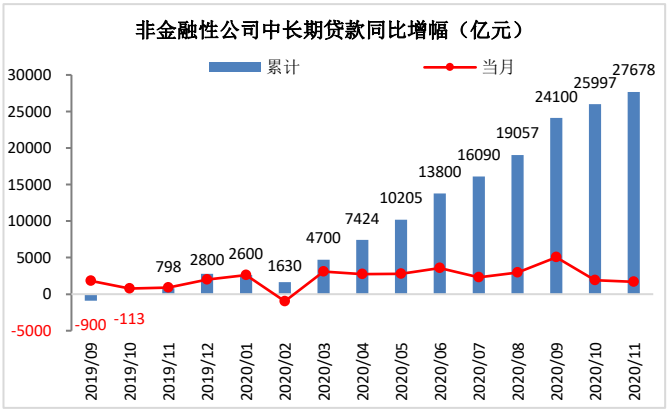
资料来源：WIND，财信研究院

企业端，经济修复支撑中长贷延续高增，但货币退潮对企业短贷的拖累显现。11 月企业部门贷款同比多增 772 亿元（见图 6），增幅较上月明显放缓。其中，受宽货币放缓影响，非金融企业短贷同比减少 909 亿元，是主要拖累因素；同期受益工业企业利润连续 5 个月保持双位数增长、国内服务业加快恢复，叠加央行信贷政策持续向实体经济倾斜，非金融企业中长贷同比继续多增 1681 亿元，连续 9 个月同比多增 1500 亿元以上（见图 7）；此外本月票据融资规模由负转正，结束连续 5 个月大幅收缩态势，但后续改

善幅度预计依旧有限。

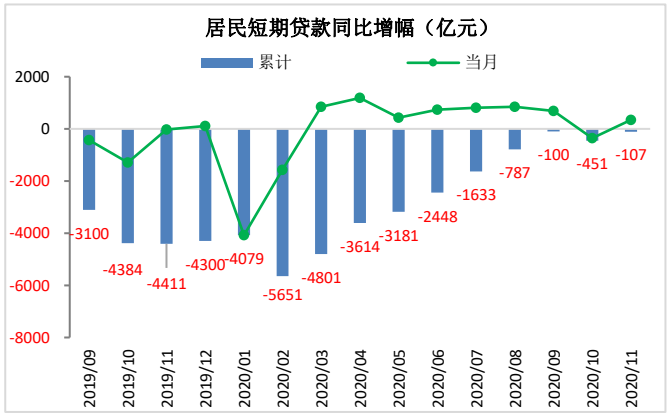
居民端，受益消费回暖和房地产销售保持韧性，居民短贷和中长贷均改善。11 月居民部门贷款新增 7534 亿元，同比多增 703 亿（见图 6），改善幅度较上月有所扩大。其中，受益促消费政策力度加大，叠加服务消费、线下消费持续回暖，居民短贷同比多增 344 亿元，重回漫漫修复路（见图 8）；同期居民中长贷同比多增 360 亿元，连续 6 个月保持多增，或主要源于房地产销售维持韧性，居民还在继续加杠杆买房，如 11 月份 30 大中城市房地产成交面积与成交套数增速分别达到 6.8%和 8.0%，且后者增速较上月还提高 1.4 个百分点。

图 7：非金融性公司中长期贷款同比增幅（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：居民短期贷款同比增幅（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

三、财政支出提速是 M2 回升主因，企业盈利改善推动 M1 继续攀升

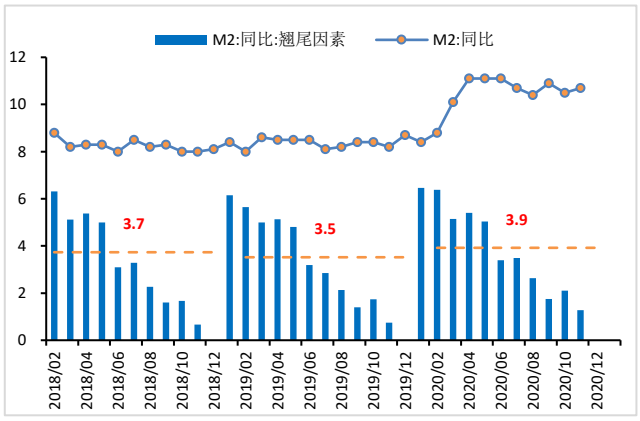
11 月末 M2 同比增长 10.7%，较上月提高 0.2 个百分点（见图 9），主要源于临近年关，淤积的财政资金投放速度明显加快，如本月新增财政存款为-1857 亿元，较上月大幅减少 10907 亿元，有利于派生出可以计入 M2 的居民与企业存款；同时，本月信贷增速虽有所放缓，但实体经济持续修复，信贷结构持续改善，贷款创造存款的信用货币创造或相对维持稳定，对 M2 形成支撑。

11 月末 M1 同比增长 10%，较上月继续大幅提高 0.9 个百分点（见图 10），再创新高。其中，单位活期存款占 M1 的比重超过 80%，其增速由 10 月的 9.0%提高至 11 月的 9.9%，是 M1 大幅回升的主因。单位活期存款增速持续回升，一方面与企业盈利持续改善密切相关，因为根据历史经验，企业经营活动越好，现金和资金流越多，活期存款也就越多，反之则相反；另一方面，财政资金下拨后，变成机关团体活期存款，带动包括机关团体在内的其他单位活期存款增速提高较快（见图 11），也对 M1 回升提供重要支撑。此外，本月 M1 与 M2 的剪刀差较上月继续大幅收窄 0.7 个百分点至-0.7%（见图 10），也反映出实体经济活动持续改善，企业盈利向好态势有望延续。

预计 12 月份 M2 增长 10.6%左右。一是 12 月翘尾因素较上月要大幅降低 1.8 个百分点，不利于 M2 增速提高；二是年内已出台的惠企金融政策继续显效，叠加实体需求

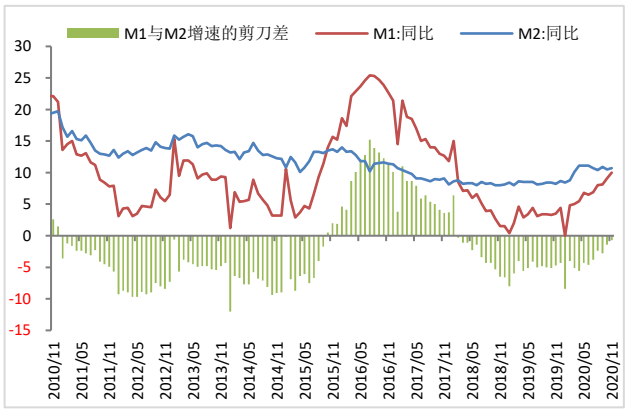
回升，国内信用货币创造有望继续保持稳定，对 M2 形成支撑；三是根据历史经验，12 月财政存款将继续环比回落，有利于 M2 提升。

图 9：12 月 M2 翘尾因素降低 1.8 个百分点



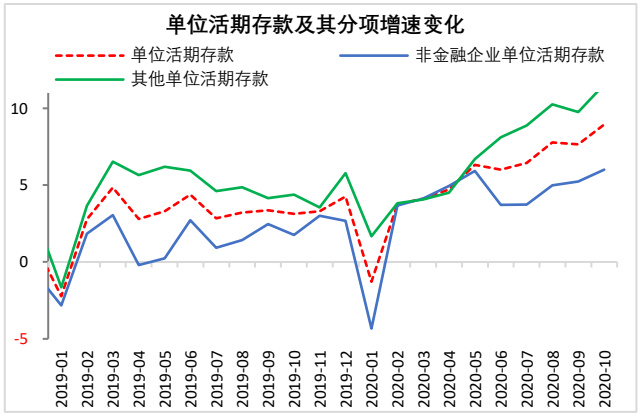
资料来源：WIND，财信研究院

图 10：M1 与 M2 增速剪刀差降幅继续收窄



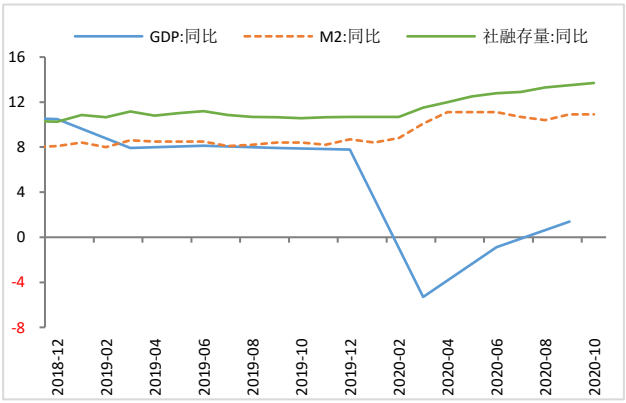
资料来源：WIND，财信研究院

图 11：其他单位活期存款增速提高最快



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：M2 和社融增速明显高于名义 GDP 增速



资料来源：WIND，财信研究院

四、“紧平衡”已成货币政策主基调，降息降准均难现

随着货币政策逐步回归常态，11 月份社融、信贷等增速均有所回落，但信贷结构依然向好，M1 增速继续大幅攀升，反映出经济活动持续改善，四季度 GDP 回归至潜在增速水平概率较大。预计未来国内经济“爬坡”与政策“退坡”格局延续，流动性维持紧平衡或成货币政策主基调。具体看：

一是量的方面，降准的概率极低，M2 和社融增速继续回落已成定局。如根据《2020 年第三季度货币政策执行报告》，“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”的提法，预计 2021 年隐含的 M2 和社融增速或分别在 9%和 11%左右，较今年均下降约 2 个百分点（详见报告《2020 年三季度货币政策执行报告解读：流动性紧平衡或成货币政策主基调》），流动性整体偏紧已成定局。未来货币政策将继续强调结构性定向发力，增强结构性工具对实体经济的精准滴灌作用，预计实体与金融流动性或继续分层，金融“紧”实体“松”特征强化，同时金融服务实

体经济的质效有望持续提升，地产“紧”制造业“松”趋势延续。

二是价格方面，预计 2021 年上半年之前降息基本没有可能，降成本需向改革要空间。随着经济持续修复，明年上半年国内名义 GDP 增速大概率在 15%以上，货币政策在“稳增长”与“防风险”的平衡中，对后者的关注明显增多，如三季度货币政策执行报告提出“保持宏观杠杆率基本稳定”。今年前三季度国内宏观杠杆率大幅提高约 24.7 个百分点，预计至少在明年上半年以前，在“降杠杆”和经济持续修复的双重背景下，央行动用利率工具的必要性明显下降。未来降低企业融资成本的抓手，仍主要在于继续实施金融让利、增加优惠再贷款再贴现规模、提高股票等直接融资占比等。

三是货币政策不存在大幅收紧的基础。核心在于，经济形势仍然复杂严峻，外部不稳定不确定因素较多，国内提高内生增长动能、保证就业大局稳定仍面临一定压力。如 11 月份国内 CPI 与 PPI 已同时转负，预计未来数月该格局仍将延续，国内通缩压力有所增加，货币政策需延长向正常化回归的观察期，保证灵活适度，绝对不能出现“政策断崖”。

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。