宏观研究

社融拐点怎么看？

——11 月金融数据点评

宏观事件点评　　2020 年 12 月 10 日

报告摘要：

- **一问，信贷数据为何略超预期？**

11月新增人民币贷款14300亿元，相比去年同期多增401亿元，略超市场预期的13600亿元。分结构看，企业中长期贷款新增5887亿元，相比去年同期多增1681亿元，反映出企业投资需求改善，贷款质量有所提高。居民中长期贷款新增5049亿元，同比多增360亿元，反映出尽管在楼市调控有所趋严的情况下，居民购买热情依然较高，另一方面个人房贷加权利率的下降也有助于提振购房需求。企业短期贷款新增734亿元，同比少增909亿元，随着货币政策走向正常化，央行预计会逐渐收回疫情期间向小微企业投放的流动性，企业短期贷款可能会有所收缩。居民短期贷款新增2486亿元，同比多增344亿元，反映出消费反弹的趋势，票据融资新增804亿元，同比多增180亿元。拖累项是非银贷款，11月非银贷款减少660亿元，同比多减1256亿元，非银贷款减少与非标压降加快相对应，在货币政策正常化背景下《资管新规》有望循序推进，非标压降速度可能加快。总体来看，11月信贷数据表现不错，不仅量在提升，质也有所改善，中长期贷款占比提升或预示固定资产投资增速有进一步回升可能。

- **二问，社融数据为啥略超预期？**

11月社融新增21300亿元，略超市场预期的19800亿元。分结构来看，非标融资同比多减981亿元，成为社融拖累项，疫情期间非标压降一度放缓，但在货币政策正常化的背景下，非标压降预计有所提速。值得一提的是，非标中银行承兑汇票新减31亿元，同比少减928亿元，继续成为非标中表现亮眼的项目。11月企业债新增862亿元，同比少增2468亿元，成为社融最大拖累项，这有两方面原因，一方面是近几月企业债发行利率有所上升，企业发债成本下降；另一方面系永煤事件导致一部分信用债取消发行计划。但随着永煤事件有所淡化，预计12月信用债发行将环比回升。11月股权融资新增771亿元，同比多增247亿元，表现继续亮眼。政府债券新增4000亿元，同比多增2284亿元，继续成为社融最大拉动项。由于还有一部分剩余发行额度，预计12月政府债券发行规模仍会保持较高水平。总体来看11月社融增量略超预期的原因系信贷和政府债券拉动。

- **M1上升代表什么？**

M1反映企业活期存款和流通中的现金，当M1同比增速上升时说明企业对未来经营前景较为乐观，更愿意将资金用于生产投资。今年疫情以来M2同比增速持续回升，11月M1同比增长10.0%，M2同比增长10.7%，二者剪刀差进一步收窄。从历史经验来看，当M1增速减M2增速扩大时，经济势头通常较好，PPI通常上行。结合11月PMI数据来看，当前经济处于强劲扩张阶段，预计四季度GDP增速将明显高于潜在产出。另一方面，11月财政存款降幅低于往年平均水平，反映当前财政开支与政府债券发行仍处于错位的状态，预计12月财政开支有望明显增加。

- **风险提示**

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001
电话：010-85127665
邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016
电话：010-85127665
邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

事件：

12 月 9 日，央行公布 11 月金融数据：

新增人民币贷款 14300 亿元，市场预期 13600 亿元，前值 6898 亿元。

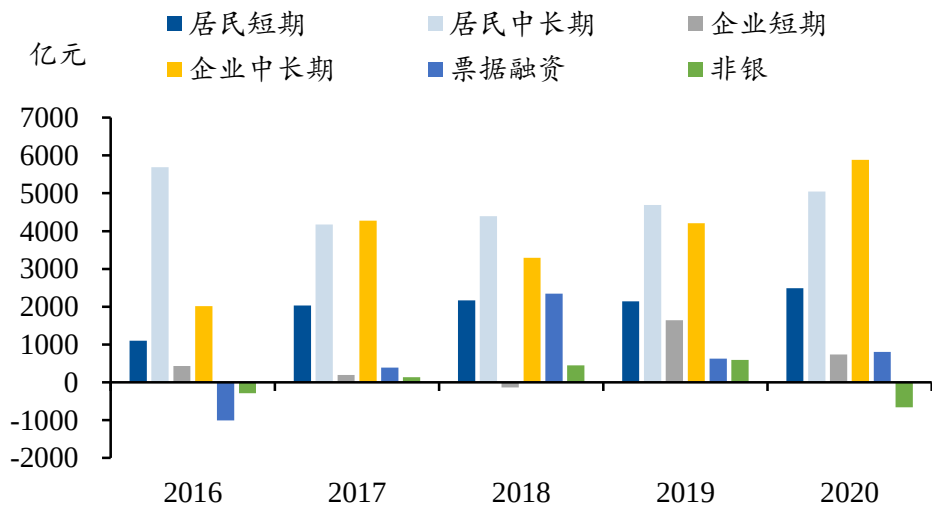
新增社会融资规模 21300 亿元，市场预期 19800 亿元，前值 14173 亿元。

M2 同比 10.7%，市场预期 10.6%，前值 10.5%；M1 同比 10.0%，前值 9.1%。

一、数据表现：信贷数据略超市场预期

一问，信贷数据为何略超预期？ 11 月新增人民币贷款 14300 亿元，相比去年同期多增 401 亿元，略超市场预期的 13600 亿元。分结构看，企业中长期贷款新增 5887 亿元，相比去年同期多增 1681 亿元，反映出企业投资需求改善，贷款质量有所提高。居民中长期贷款新增 5049 亿元，同比多增 360 亿元，反映出尽管在楼市调控有所趋严的情况下，居民购买热情依然较高，另一方面个人房贷加权利率的下降也有助于提振购房需求。企业短期贷款新增 734 亿元，同比少增 909 亿元，随着货币政策走向正常化，央行预计会逐渐收回疫情期间向小微企业投放的流动性，企业短期贷款可能会有所收缩。居民短期贷款新增 2486 亿元，同比多增 344 亿元，反映出消费反弹的趋势，票据融资新增 804 亿元，同比多增 180 亿元。拖累项是非银贷款，11 月非银贷款减少 660 亿元，同比多减 1256 亿元，非银贷款减少与非标压降加快相对应，在货币政策正常化背景下《资管新规》有望循序推进，非标压降速度可能加快。总体来看，11 月信贷数据表现不错，不仅量在提升，质也有所改善，中长期贷款占比提升或预示固定资产投资增速有进一步回升可能。

图 1：11 月份企业中长期贷款和居民中长期贷款放量

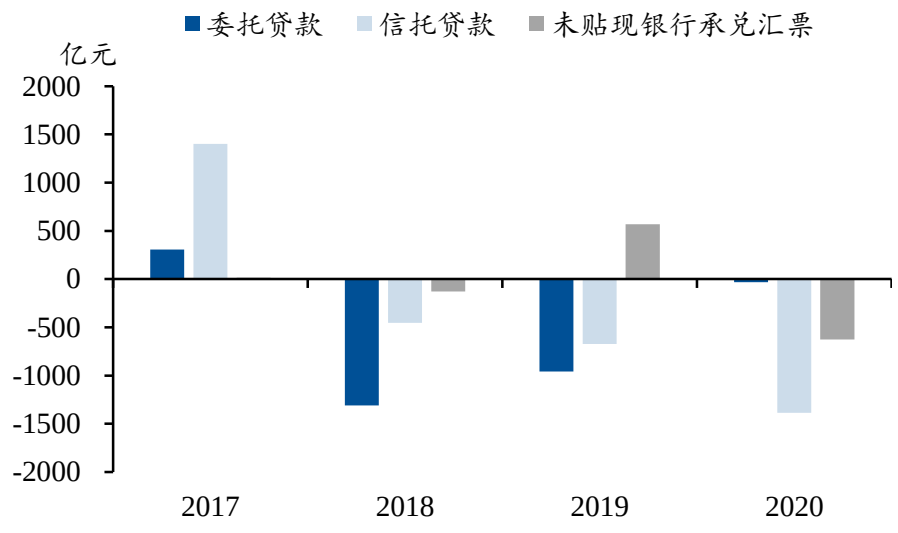


资料来源：Wind，民生证券研究院

二问，社融数据为啥略超预期？ 11 月社融新增 21300 亿元，略超市场预期的 19800 亿元。分结构来看，非标融资同比多减 981 亿元，成为社融拖累项，疫情期间非标压降一度放缓，但在货币政策正常化的背景下，非标压降预计有所提速。值得一提的是，非标中银行承兑汇票新减 31 亿元，同比少减 928 亿元，继续成为非标中表现亮眼的项目。11 月

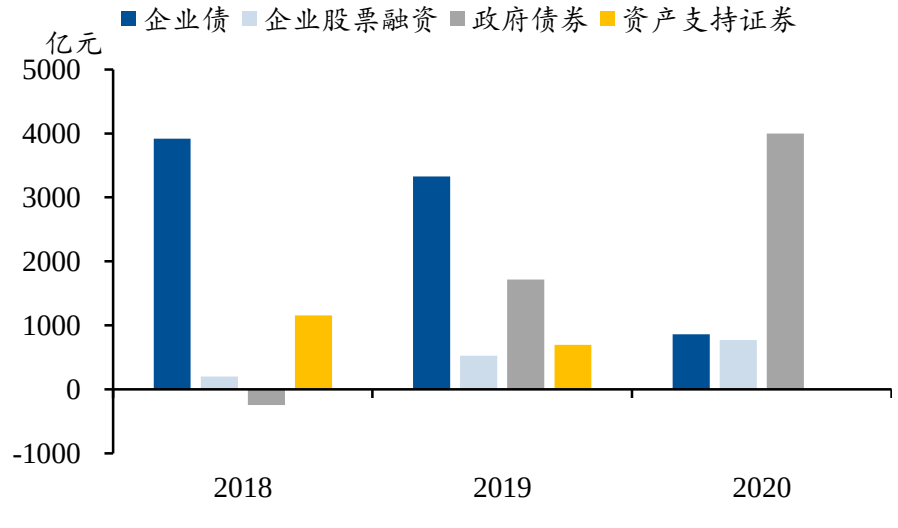
企业债新增 862 亿元，同比少增 2468 亿元，成为社融最大拖累项，这有两方面原因，一方面是近几月企业债发行利率有所上升，企业发债成本下降；另一方面系永煤事件导致一部分信用债取消发行计划。但随着永煤事件有所淡化，预计 12 月信用债发行将环比回升。11 月股权融资新增 771 亿元，同比多增 247 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 4000 亿元，同比多增 2284 亿元，继续成为社融最大拉动项。由于还有一部分剩余发行额度，预计 12 月政府债券发行规模仍会保持较高水平。总体来看 11 月社融增量略超预期的原因系信贷和政府债券拉动。

图 2：11 月份非标压降速度加快



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：11 月份政府债券融资继续拉动社融增长

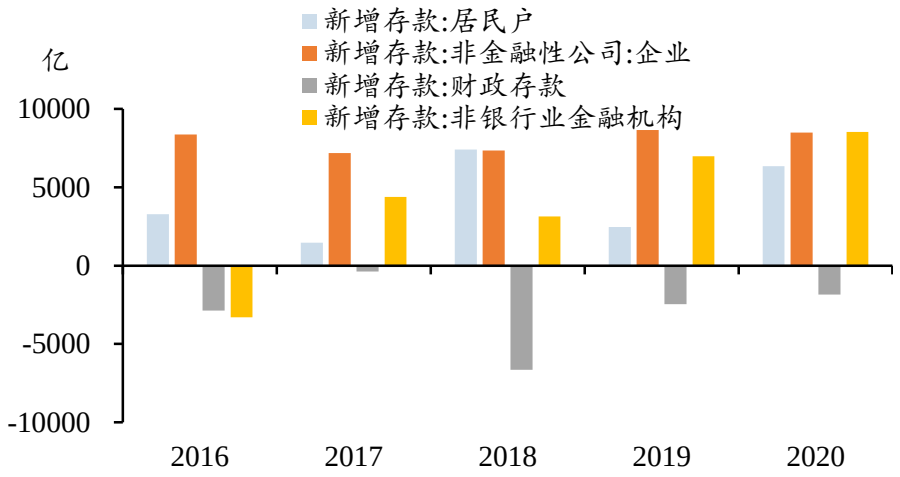


资料来源：Wind，民生证券研究院

三问，M1 上升意味着什么？M1 反映企业活期存款和流通中的现金，当 M1 同比增速上升时说明企业对未来经营前景较为乐观，更愿意将资金用于生产投资。今年疫情以来 M2 同比增速持续回升，11 月 M1 同比增长 10.0%，M2 同比增长 10.7%，二者剪刀差进一步收窄。从历史经验来看，当 M1 增速减 M2 增速扩大时，经济势头通常较好，PPI 通常上行。

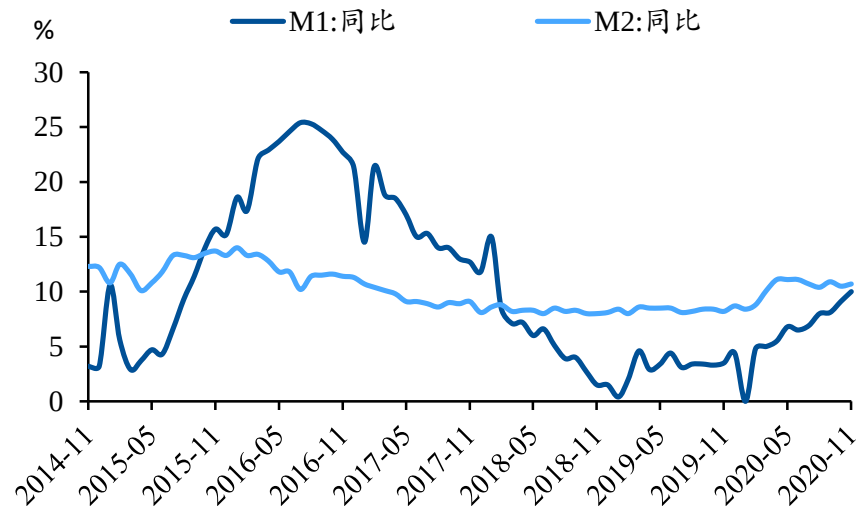
结合 11 月 PMI 数据来看，当前经济处于强劲扩张阶段，预计四季度 GDP 增速将明显高于潜在产出。另一方面，11 月财政存款降幅低于往年平均水平，反映当前财政开支与政府债券发行仍处于错位的状态，预计 12 月财政开支有望明显增加。

图 4：11 月财政存款下降幅度较小



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：11 月 M1 增速继续回升



资料来源：wind，民生证券研究院

二、数据背后：社融拐点来临的三个原因

2021 年信贷增速预计有所放缓。今年由于疫情的原因，央行通过再贷款和再贴现向小微企业大量投放流动性，上半年企业短期贷款、票据融资均明显放量。明年由于疫情进一步淡化，央行可能会收回这部分流动性，企业短贷和票据融资增速有望下降，对信贷形成拖累。但另一方面，由于出口提振，制造业投融资需求有望提升，2021 年企业中长期贷款有望继续发力，占信贷比重或继续提升，改善信贷质量，投资端可能出现报复性反弹。

2021 年是《资管新规》最后一年，非标压降速度或加快。由于疫情的原因，今年非标压降速度有所放缓，银行承兑汇票甚至持续多月正增长。但随着经济恢复正常，货币政策走向正常化，非标压降可能会提速，以满足 2021 年底压降完毕的要求。由于存在大量要被压缩的非标资产，且房地产融资收紧后信托贷款可能受到冲击，2021 年非标降幅可能明显超过今年，成为社融拖累项。

2021 年政府债券发行预计收缩。今年政府财政赤字在 3.6%左右，明年可能会回到 3%的正常水平，且今年有抗疫特别国债发行，也拉高了政府债券发行规模。明年政府债券发行规模预计同比回落，成为社融拖累项。另外，考虑到今年地方政府宏观杠杆率明显上升的问题，明年地方政府大幅加杠杆难度较大，稳杠杆的可能性比较大，地方政府债券发行规模预计也将有所回落。

三、未来展望：社融拐点不代表社融增速会快速下行

社融拐点对股市冲击有限。社融拐点来临不意味着社融增速会快速下行，未来来看，由于出口持续超预期，且 PMI 显示工业生产仍处于扩张状态，叠加库存周期开启，制造业企业投融资需求或维持高位。未来几个月里新增社融可能不会太低，社融增速仍有保证。由于基数的原因，社融增速或要到 2021 年 3 月才会大幅下降，实体流动性依然充裕，社融拐点对股市冲击有限。

风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

插图目录

图 1：11 月份企业中长期贷款和居民中长期贷款放量 2
图 2：11 月份非标压降速度加快 3
图 3：11 月份政府债券融资继续拉动社融增长 3
图 4：11 月财政存款下降幅度较小 4
图 5：11 月 M1 增速继续回升 4

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。