信用仍在扩张区间，关注央行政策节奏

——中国 11 月金融数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

事件

央行公布了 11 月金融数据，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。11 月末社会融资规模存量为 283.25 万亿元，同比增长 13.6%。11 月人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元。11 月 M2 余额 217.2 万亿元，同比增长 10.7%。

点评

趋势：信用扩张温和增长，出现寻顶迹象。11 月人民币贷款继续多增，同比增速与前值基本持平，高于市场同比减少预期。目前扩信用仍在延续主要有两方面原因：首先 11 月为季节性信贷大月，银行为了来年年初的信贷开门红通常会在前一年 11 月或 12 月开始进行贷款项目，因此刺激信用扩张。其次，由于经济持续复苏势头不减，实体经济盈利修复导致贷款结构方面改善，企业和居民中长期贷款是主要支撑。我们认为信用在年底即将寻顶，而 2021 年一季度可能是紧信用的开始，随着经济复苏企稳，央行更加关注金融稳定性以及宏观杠杆的稳定，因此实体部门负债端将受到一定压降。

结构：实体部门维持乐观预期，顺周期修复进行中。11 月信贷投放结构仍以中长期信贷为主，继续呈现出实体经济融资需求旺盛的局面。其中，中长期贷款同比多增 2041 亿，是拉动 11 月信贷同比多增的主要原因，延续了下半年以来的信贷结构优化。居民端中长期贷款同比仅多增 360 亿，而企业端中长期贷款同比多增 1681 亿，在临近年底额度紧张的背景下，信贷额度依然像企业倾斜反映出实体部门对未来经济前景的乐观预期。同时，11 月 M2 增速反弹，M2-M1 剪刀差继续收敛均符合预期。当前财政资金支出的节奏仍是影响 M2 增速的核心。随着实体经济活力提高，政策脱虚向实，M2-M1 剪刀差从年初 8.4%回落至 0.7%，预计明年将继续收敛甚至一度转负。

节奏：关注政策上从紧货币逐渐转向紧信用。当前货币政策逐渐退出走向正常化，而在保持宏观杠杆率稳定的基调下，随着一系列信用风险事件对实体的冲击，当前宽信用的力度已经开始边际减弱。未来需关注政策退出的节奏与经济走势之间的角力。

相关研究：

关注服务业领域就业——上半年财政政策执行情况报告点评
2020-08-07

以“稳”理解“灵活适度，精准导向”——二季度中国货币政策执行报告点评
2020-08-07

从逆周期转向跨周期，流动性边际趋紧
——7 月 30 日政治局会议点评
2020-07-31

市场开放的一次宣言，关注短期市场风险——习近平企业家座谈会讲话点评
2020-07-22

传导效率加强，衍生品定价需求将上升——银行间与交易所债券市场互联互通点评
2020-07-20

从货币到信用，焦点转向节奏
——中国 6 月金融数据点评
2020-07-11

附 1：2020 年 11 月金融统计数据报告

来源：人民银行[1]

一、广义货币增长 10.7%，狭义货币增长 10%

点评：货币负债端的增速在 7 月份见底后持续小幅回升，M1 与 M2 同时呈现上涨状态，剪刀差继续收敛。

11 月末，广义货币(M2)余额 217.2 万亿元，**同比增长 10.7%**，增速分别比上月末和上年同期**高 0.2 个和 2.5 个百分点**；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**；流通中货币(M0)余额 8.16 万亿元，**同比增长 10.3%**。当月净投放现金 557 亿元。

二、11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，外币贷款减少 183 亿美元

点评：货币资产端的增速在 11 月份同样为小幅回升状态，人民币信贷增速环比本月持续回落 0.1 个百分点（控节奏），但是方向不变（比去年同期+0.4 个百分点）。

11 月末，本外币贷款余额 177.44 万亿元，**同比增长 12.6%**。月末人民币贷款余额 171.49 万亿元，**同比增长 12.8%**，增速比上月末**低 0.1 个百分点**，比上年同期**高 0.4 个百分点**。

11 月份人民币贷款增加 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，短期贷款**增加 2486 亿元**，中长期贷款**增加 5049 亿元**；企（事）业单位贷款**增加 7812 亿元**，其中，短期贷款**增加 734 亿元**，中长期贷款**增加 5887 亿元**，票据融资**增加 804 亿元**；非银行业金融机构贷款**减少 1042 亿元**。

点评：资产端结构上，居民与企业中长期信贷持续增长，支撑了 11 月信贷增量，同时企业短贷和票据结束负增长主要由于经济修复以及企业债融资受限。

11 月末，外币贷款余额 9048 亿美元，**同比增长 13.9%**。当月外币贷款**减少 183 亿美元**，**同比多减 144 亿美元**。

三、11 月份人民币存款增加 2.1 万亿元，外币存款增加 133 亿美元

点评：负债端来看，人民币存款出现上升（同比多增 7933 亿元），且同贷款比强于贷款增量。体现出私人部门对储蓄的增加有所上升。

11 月末，本外币存款余额 218.64 万亿元，**同比增长 10.7%**。月末人民币存款余额 212.78 万亿元，**同比增长 10.7%**，增速分别比上月末和上年同期**高 0.4 个和 2.3 个百分点**。

11 月份人民币存款增加 2.1 万亿元，同比**多增 7933 亿元**。其中，住户存款**增加 6334 亿元**，非金融企业存款**增加 8483 亿元**，财政性存款**减少 1857 亿元**，非银行业金融机构存款**增加 8516 亿元**。

11 月末，外币存款余额 8909 亿美元，**同比增长 18.8%**。当月外币存款**增加 133 亿美元**，**同比多增 132 亿美元**。

四、11 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.98%，质押式债券回购月加权平均利率为 2.05%

[1] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4141411/index.html

点评：11 月银行间市场缩量降价运行，资金面紧平衡状态持续。

11 月份，银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 97.23 万亿元，日均成交 4.63 万亿元，日均成交**同比下降 6.8%**。其中，同业拆借日均成交**同比下降 12.2%**，现券日均成交**同比下降 33.7%**，质押式回购日均成交**同比增长 3%**。

11 月份同业拆借加权平均利率为 1.98%，分别比上月和上年**同期低 0.15 个和 0.31 个百分点**；质押式回购加权平均利率为 2.05%，分别比上月和上年**同期低 0.17 个和 0.24 个百分点**。

五、11 月份跨境贸易人民币结算业务发生 6338 亿元，直接投资人民币结算业务发生 3131 亿元

11 月份，以人民币进行结算的跨境货物贸易、服务贸易及其他经常项目、对外直接投资、外商直接投资分别发生 4458 亿元、1880 亿元、880 亿元、2251 亿元。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：自 2015 年起，人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项，人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注 3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

附 2：2020 年 11 月社会融资规模增量统计数据报告

来源：人民银行[2]

点评：社融继续表现为对于影子金融体系的压降（委托、信托）。

初步统计，2020 年 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**。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 1676 亿元**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币**减少 447 亿元**，同比**多减 198 亿元**；委托贷款**减少 31 亿元**，同比**少减 928 亿元**；信托贷款**减少 1387 亿元**，同比**多减 714 亿元**；未贴现的银行承兑汇票**减少 626 亿元**，同比**多减 1196 亿元**；企业债券净融资 862 亿元，**同比少 2468 亿元**；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 247 亿元**。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 8 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

[2] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4141405/index.html

附 3：2020 年 11 月社会融资规模存量统计数据报告

来源：人民银行[3]

点评： 社融相比较 10 月继续扩张，从 13.7%微降至 13.6%。结构来看，委托贷款和信托贷款的压降（表外到表内），企业债和政府债的高增（间接到直接），释放的转变的信号。

初步统计，11 月末社会融资规模存量为 283.25 万亿元，**同比增长 13.6%**。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 170.45 万亿元，**同比增长 13.3%**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.21 万亿元，**同比增长 3.1%**；委托贷款余额为 11.11 万亿元，**同比下降 4%**；信托贷款余额为 6.81 万亿元，**同比下降 9.9%**；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.73 万亿元，**同比增长 15.2%**；企业债券余额为 27.6 万亿元，**同比增长 19.3%**；政府债券余额为 45.35 万亿元，**同比增长 21.4%**；非金融企业境内股票余额为 8.14 万亿元，**同比增长 11.3%**。

从结构看，11 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.2%，**同比低 0.2 个百分点**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.8%，**同比低 0.1 个百分点**；委托贷款余额占比 3.9%，**同比低 0.7 个百分点**；信托贷款余额占比 2.4%，**同比低 0.6 个百分点**；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.3%，与上年**同期持平**；企业债券余额占比 9.7%，**同比高 0.4 个百分点**；政府债券余额占比 16%，**同比高 1 个百分点**；非金融企业境内股票余额占比 2.9%，与上年**同期持平**。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 8 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

[3] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4141408/index.html

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com