东兴证券 DONGXING SECURITIES

信用增速或将迎来拐点

——2020年10月金融数据点评

2020 年 11 月 12 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

央行公布10月金融数据，新增社融1.42万亿，前值 3.58万亿，同比多增5519亿，社融存量同比增长13.7%，高于上月13.5%；新增人民币贷款6663亿，同比多增1193亿，新增委托贷款减少174亿，新增信托贷款减少875亿，债券净融资4931亿，同比多增3060亿，政府债券净融资4931亿，同比多增3060亿。10月M2同比增长10.5%，较上月减少0.4个百分点；M1同比增长9.1%，较上月多增1个百分点；M0同比增长10.4%，较上月下降0.7个百分点。

主要观点：

10月金融数据基本符合预期，信贷扩张力度边际减弱；新增信贷略低于预期，但主要源于打击资金空转下票据融资的持续收缩，信贷结构继续优化，中长期贷款表现依然好于去年同期，居民购房热情不弱，企业资本开支意愿较强；居民短贷略低于预期，但仍需观察趋势能否持续，从微观消费数据未找到持续的支撑证据。银行表外融资继续收缩，但压力边际放缓，政府债券融资回落，企业债券融资回升；货币供给增速继续回落，基础货币投放较为克制前提下，银行的货币创造空间亦存在上限；在企业居民新增信贷保持略好于往年同期的假设下，11月社融增速或迎来阶段性拐点，但能否持续仍需观察明年1季度经济复苏和信贷扩张趋势。

近期央行多次释放货币政策或边际收紧信号；我们认为在疫情影响逐渐褪去、经济持续复苏的背景下，货币政策出现边际调整符合货币调控保持灵活适度的基本要求；**但也无需对政策收紧过于担忧**，2021年宏观杠杆率的极速攀升与前几年有所不同，虽然居民端在加速加杠杆购房，但从企业信贷数据来看，企业债务的增长更多源于短期经济停摆对流动性需求的扩大，而非加速资本开支生产扩张，前3季度企业新增经营贷款高于固定资产投资贷款，而往年前者远小于后者；这也意味着债务扩张并未带来库存的主动扩张、产能的积累和过剩，也不会带来价格下跌和供需失衡的风险，仅增加企业和居民的利息支出压力；因此随着明年经济继续复苏、企业营收利润增长、居民收入回升，这部分宏观杠杆率可被逐渐消化吸收并趋于稳定。从稳杠杆的角度出发，2021年随着结构性的货币政策工具将逐渐退出，货币政策回归常态，**明年全年社融增速预计维持在11%-12.5%左右。**

1. 信贷扩张势边际减弱

票据融资缩减拖累信贷扩张；从信贷分项数据看，除票据融资外其他均延续了同比多增或正增长，10月票据融资收缩1124亿元，今年6月之后票据融资持续收缩，监管压降结构性存款，打击票据融资-结构性存款套利行为，票据融资及银行表外未贴现承兑汇票均有所收缩，从9月末最新数据看，4季度结构性存款仍然有2.5万亿的压降规模，因此年内票据融资收缩压力并未明显改善，或成为后续继续拖累信贷的主要因素。

居民新增短贷不及预期；除票据融资外，信贷分项中居民短贷明显低于历史同期，10月居民新增短贷为272亿，环比同比均有所减弱，不同于前几个月持续超季节性高增，但从可观察到的消费高频数据来看，消费复苏的趋势依然较为强劲，居民新增短贷的收缩或难以持续。

企业居民贷款结构继续优化；不论是企业端还是居民端，贷款结构继续优化，居民中长期贷款新增额为 4059 亿元，同比多增接近 500 亿，；10 月房地产销售数据虽然环比增长出现趋弱的迹象，但同比依然强劲；企业端中长期贷款新增额为 4113 亿，同比多增约 2 千亿，在经济复苏前景较为明朗、贷款利率相对优惠背景下，企业亦有动力通过中长期贷款锁定优惠利率，增加资本开支，扩大生产经营。

居民企业信用扩张力度延续边际减弱的趋势；今年 3 月以来新增信贷同比多增的幅度越来越小，实体经济信用扩张的力度在边际减弱，随着疫情防控回归常态化，实体经济运行逐渐复苏，央行部分结构性货币政策工具逐渐退出，带来信用扩张环比走弱；但和去年同期相比，信用依然处在边际扩张阶段，受疫情反复影响，年内新增信贷的扩张将持续。

2. 11 月社融或迎来拐点

10 月新增社融额基本符合预期；表外融资持续收缩，企业债券融资实现 2522 亿，好于去年同期，政府债券融资约 4931 亿，其中地方政府债发行量约 1800 亿，政府信用扩张预期内放缓，但新增社融额依然好于去年同期，表外融资收缩幅度和压力弱于去年同期，企业债券融资亦有所贡献。在政府债券发行放缓，信贷扩张力度减弱的前提下，**11 月社融存量增速大概率确认下行拐点**，能否趋势下行或仍需观察明年 1 季度信用扩张情况。

3. M2 增速回落

10 月广义货币供给 M2 增速回落；由 10.9%回落至 10.5%；，从新增存款结构来看，居民企业新增存款收缩，新增财政存款 9050 亿，10 月为传统缴税月，财税资金从居民企业存款转换为银行和央行账户的财政存款，往年 10 月央行财政存款均出现季节性高点，这也导致 M2 增速再次回到下行趋势。在央行投放基础货币更为克制的前提下，银行系统货币创造也越来越接近上限。

此外，流通中现金增速回落，M1 增速也超预期回升，疫情后流通中现金缓慢回流至银行系统的趋势基本不变，M1 同比回升，定期存款活期化，也基本与经济持续复苏、企业生产经营活动回暖、居民消费活动回温保持一致。

4. 政策或将边际收紧，但不必过于担忧杠杆率

近期央行多次释放货币政策或边际收紧信号；我们认为在疫情影响逐渐褪去、经济持续复苏的背景下，货币政策出现边际调整符合货币调控保持灵活适度的基本要求；**但也无需对政策收紧过于担忧**，2021 年宏观杠杆率的极速攀升与前几年有所不同，虽然居民端在加速加杠杆购房，但从企业信贷数据来看，企业债务的增长更多源于短期经济停摆对流动性需求的扩大，而非加速资本开支生产扩张，前 3 季度企业新增经营贷款高于固定资产投资贷款，而往年前者远小于后者；这也意味着债务扩张并未带来库存的主动扩张、产能的积累和过剩，也不会带来价格下跌和供需失衡的风险，仅增加企业和居民的利息支出压力；因此随着明年经济继续复苏、企业营收利润增长、居民收入回升，这部分宏观杠杆率可被逐渐消化吸收并趋于稳定。从稳杠杆的角度出发，2021 年随着结构性的货币政策工具将逐渐退出，货币政策回归常态，**明年全年社融增速预计维持在 11%-12.5%左右。**

5. 风险提示

货币政策不及预期，经济恢复不及预期

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
深度	东兴宏观：资金面压力边际缓解——2020 年 11 月货币市场流动性前瞻	2020-10-30
点评	实体融资需求仍强——2020 年 9 月金融数据点评	2020-10-14
深度	东兴宏观：资金面仍将延续“紧平衡”——2020 年 10 月货币市场流动性前瞻	2020-09-30
点评	政府信用支撑下社融高增长——2020 年 8 月金融数据点评	2020-09-14
点评	东兴宏观：宽松信用环境呵护经济复苏—2020 年 7 月金融数据点评	2020-07-13
点评	东兴宏观：信用环境持续宽松，政府债券支撑社融—2020 年 5 月金融数据点评	2020-06-11
点评	东兴宏观：货币政策效果渐显，信用环境将持续宽松—2020 年 3 月金融数据点评	2020-04-12
点评	疫情导致短期信贷结构分化，降准降息仍可期——2020 年 2 月金融数据点评	2020-03-12
点评	稳总量，调结构与降成本——2019 年 4 季度货币政策报告点评	2020-02-20
点评	货币宽松效果初现，降息降准仍在路上——2019 年 12 月中国金融数据点评	2020-01-17
专题	政策回归稳增长，信用环境继续修复——2020 年货币及信用展望	2020-01-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526