2020 年 11 月 12 日

宏观研究团队

货币金融数据，透露的两大关键变化

——宏观经济点评

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **10 月社融增速抬升、信贷增速回落，中长期资金来源的增长已出现放缓迹象**

10 月社融与信贷增速的“背离”，或与政府行为、非银融资收缩等有关。10 月，社融存量增速较上月提高 0.2 个百分点至 13.7%，而贷款余额增速 7 月以来首次回落、较上月回落 0.1 个百分点。其中，政府债券为社融主要贡献项、同比多增 3060 亿元；相较之下，财政支出偏慢可能拖累信贷增长，但非银贷款减少，使得社融口径人民币贷款同比多增 1193 亿元，高于全口径贷款同比增量的 285 亿元。**随着政策重心向防风险倾斜，中长期资金来源的增长已出现放缓迹象。**企业中长期贷款连续 8 个月同比多增，但 10 月同比增幅回落至 2000 亿元以内，余额增速斜率也在“变浅”；而居民中长期贷款增速，出现小幅回落、10 月下降约 0.1 个百分点。企业债券融资增长，7 月以来逐步放缓，10 月新增 2522 亿元、仅同比多增 490 亿元。此外，委托和信托贷款持续收缩，信托贷款收缩幅度同比扩大。

● **社融与 M2 增速亦有“背离”，除财政支出偏慢外，也可能与同业收缩等有关**

10 月社融与 M2 增速也出现“背离”，或与财政支出进度偏慢、居民存款流出等因素有关。10 月，M2 增速大幅回落 0.4 个百分点至 10.5%，而社融和 M1 增速均明显抬升。分部门存款变化来看，财政存款同比多增 3499 亿元，一定程度反映财政支出偏慢；而居民和企业存款同比分别多减 3557 亿元和 1649 亿元，或与国庆过节、“双 11”提前预售等因素有关。此外，非银存款同比少增 5947 亿元。**同业派生收缩，可能对 M2 增速形成一定拖累。**纳入广义货币的非银存款增速，5 月以来震荡回落，10 月较 4 月高点回落近 11 个百分点至 6.4%；同时，货币基金份额 5 月以来持续下降，非银贷款增量大多数时候低于 2019 年同期。非银金融机构与银行同业往来的收缩，或与防风险重视度提升下，打击资金空转等有关。

● **重申观点：信用修复最快阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道**

信用修复最快阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道。影响信用“收缩”的三条逻辑：（1）“后疫情”时代，政府杠杆行为对信用派生的拉动，可能趋于减弱；（2）随着资管新规过渡期临近到期，通道产品的收缩，或加速非标融资收缩；（3）地产调控收紧、部分城市销售回归常态，对地产融资影响或逐步显现。**信用“收缩”或成为 2021 年主逻辑。**伴随经济逐步修复、防风险加强，杠杆行为减弱、非标收缩和地产调控等，或使导致政府债券、企业债券和非标融资等，成为 2021 年社融重要拖累项。中性情景下，2021 年社融和 M2 增速或双双在 10%左右，与转型逻辑相匹配。在总量指标没弹性、结构特征凸显的阶段，不宜再套用传统周期框架进行经济分析（详情参见《2021 年，或为信用“收缩”之年》）。

● **风险提示：**防风险措施升级，信用“收缩”加速。

相关研究报告

《宏观经济专题-2021 年，或为信用“收缩”之年》-2020.11.11

《宏观深度报告-美国通胀或将归来》-2020.11.10

《宏观经济专题-同业存单利率上行的原因》-2020.11.8

目　录

1、 中长期资金来源增长，已出现放缓迹象 3
2、 M2 增速回落，或与财政支出偏慢、同业收缩等有关 4
3、 重申观点：年底欠货或逐步进入信用“收缩”通道 4
4、 风险提示 5

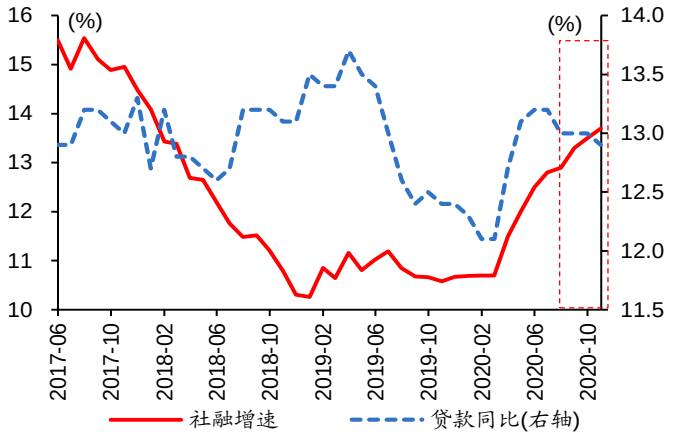
图表目录

图 1: 社融增速持续抬升，贷款增速回落 3
图 2: 人民币贷款、政府债券放量，非标明显收缩 3
图 3: 企业中长贷增速的斜率“变浅” 3
图 4: 企业债券融资存量增速回落 3
图 5: 10 月，社融与 M2 增速背离 4
图 6: 财政存款同比多增，企业和居民存款同比多减 4
图 7: 4 月以来，非银贷款多数时候低于 2019 年同期 4
图 8: 5 月以来，非银存款增长放缓、货基规模回落 4
图 9: 地方债务率的大幅抬升或掣肘地方政府举债空间 5
图 10: 土地成交的回落，或拖累土地财政 5
图 11: 券商定向资管、单一资金信托等规模收缩 5
图 12: 通道业务非标占比较高、面临较大的收缩压力 5

1、 中长期资金来源增长，已出现放缓迹象

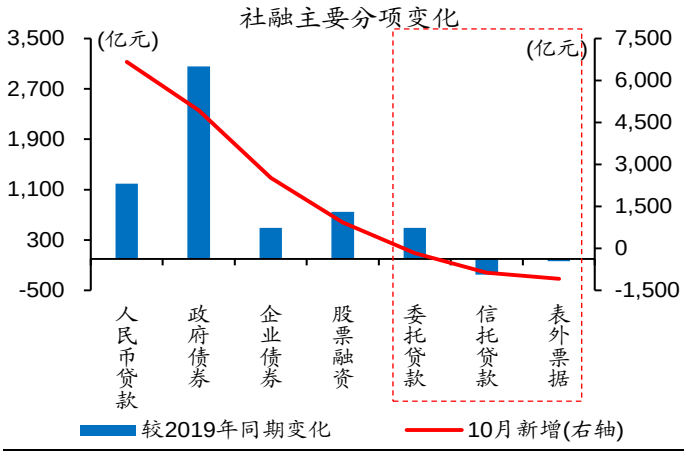
10 月社融与信贷增速反向变化，或与政府行为、非银融资收缩等有关。10 月，社融存量增速较上月提高 0.2 个百分点至 13.7%，而贷款余额增速 7 月以来首次回落、较上月回落 0.1 个百分点。其中，政府债券为社融主要贡献项、同比多增 3060 亿元；相较之下，财政支出偏慢可能拖累信贷增长，但非银贷款减少，使得社融口径人民币贷款同比多增 1193 亿元，高于全口径贷款同比增量的 285 亿元。

图1：社融增速持续抬升，贷款增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

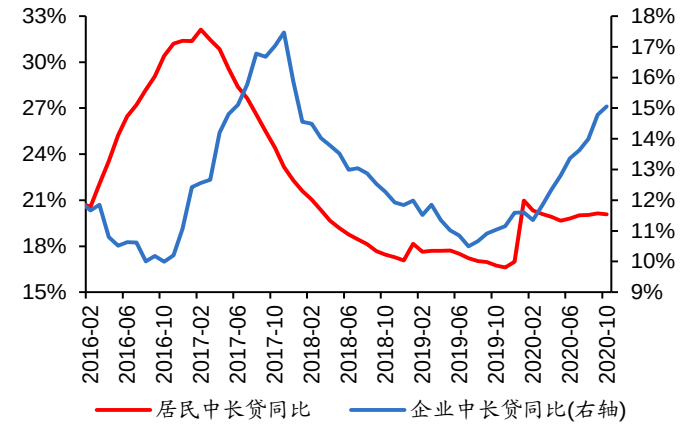
图2：人民币贷款、政府债券放量，非标明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

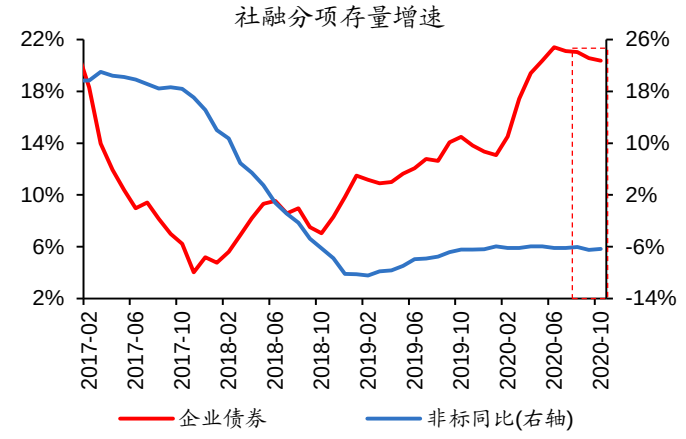
随着政策重心向防风险倾斜，中长期资金来源的增长已出现放缓迹象。企业中长期贷款连续 8 个月同比多增，但 10 月同比增幅回落至 2000 亿元以内，余额增速斜率也在“变浅”；而居民中长期贷款增速，出现小幅回落、10 月下降约 0.1 个百分点。企业债券融资增长，7 月以来逐步放缓，10 月新增 2522 亿元、仅同比多增 490 亿元。此外，委托和信托贷款持续收缩，信托贷款收缩幅度同比扩大。

图3：企业中长贷增速的斜率“变浅”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：企业债券融资存量增速回落

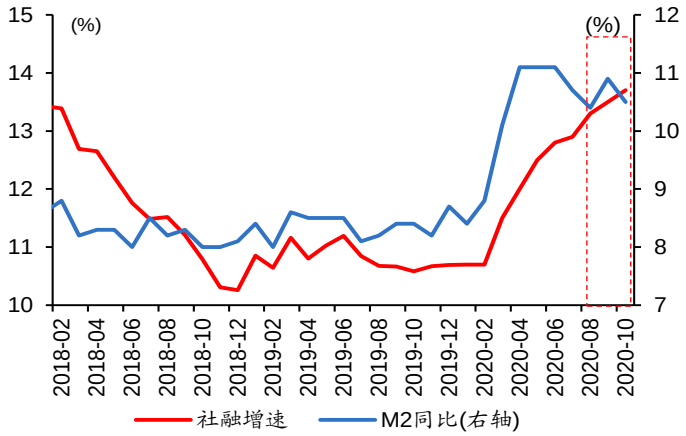


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 M2 增速回落，或与财政支出偏慢、同业收缩等有关

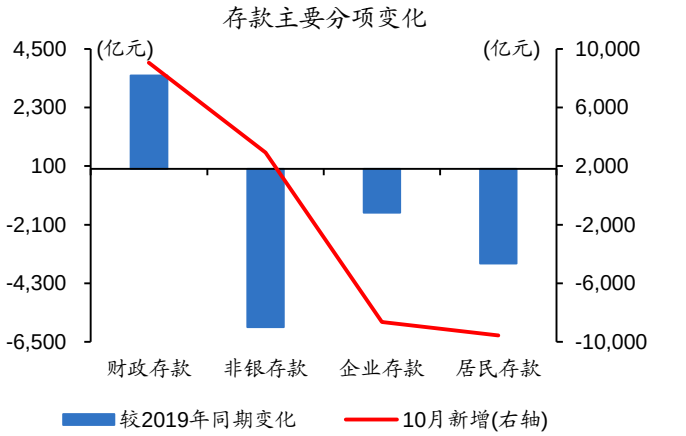
10 月社融与 M2 增速也出现“背离”，或与财政支出进度偏慢、居民存款流出等因素有关。10 月，M2 增速大幅回落 0.4 个百分点至 10.5%，而社融和 M1 增速均明显抬升。分部门存款变化来看，财政存款同比多增 3499 亿元，一定程度反映财政支出偏慢；而居民和企业存款同比分别多减 3557 亿元和 1649 亿元，或与国庆过节、“双 11”提前预售等因素有关。此外，非银存款同比少增 5947 亿元。

图5：10 月，社融与 M2 增速背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

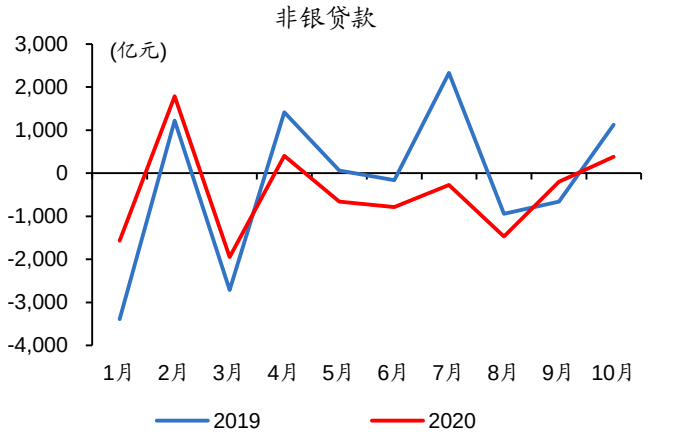
图6：财政存款同比多增，企业和居民存款同比多减



数据来源：Wind、开源证券研究所

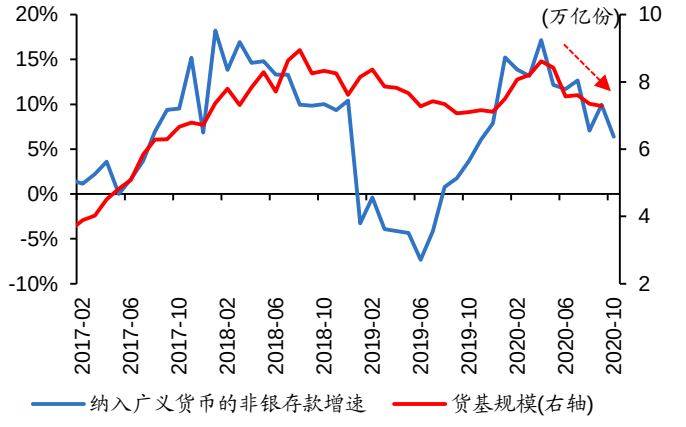
同业派生收缩，可能对 M2 增速形成一定拖累。纳入广义货币的非银存款增速，5 月以来震荡回落，10 月较 4 月高点回落近 11 个百分点至 6.4%；同时，货币基金份额 5 月以来持续下降，非银贷款增量大多数时候低于 2019 年同期。非银金融机构与银行同业往来的收缩，或与防风险重视度提升下，打击资金空转等有关。

图7：4 月以来，非银贷款多数时候低于 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：5 月以来，非银存款增长放缓、货基规模回落



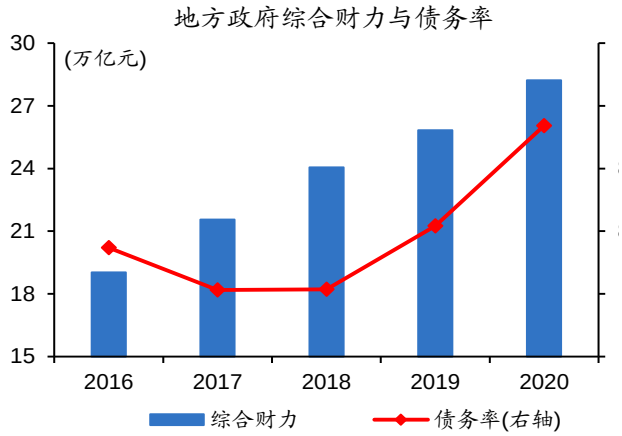
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 重申观点：年底欠货或逐步进入信用“收缩”通道

信用修复最快阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道。影响信用

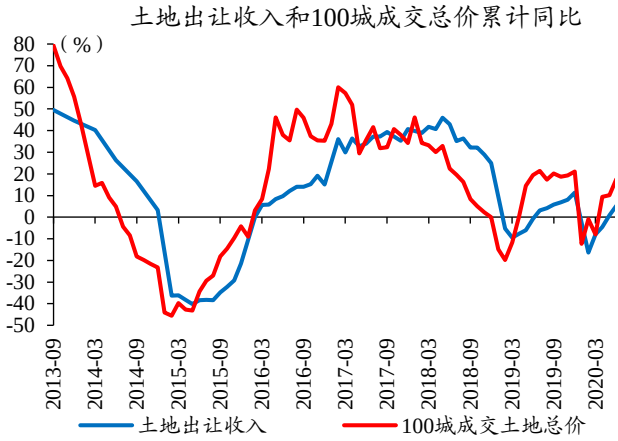
“收缩”的三条逻辑：（1）“后疫情”时代，政府杠杆行为对信用派生的拉动，可能趋于减弱；（2）随着资管新规过渡期临近到期，通道产品的收缩，或加速非标融资收缩；（3）地产调控收紧、部分城市销售回归常态，对地产融资影响或逐步显现。

图9：地方债务率的大幅抬升或掣肘地方政府举债空间



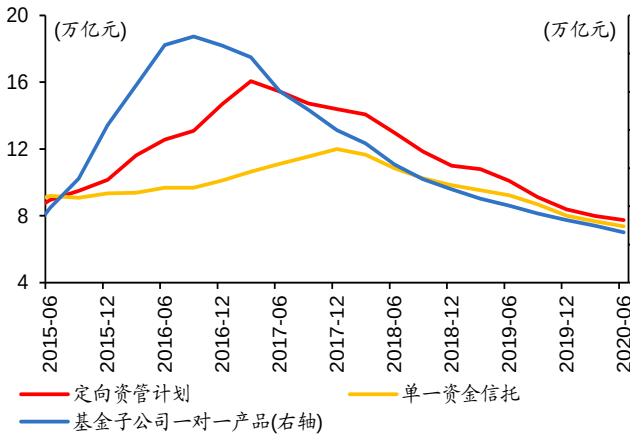
数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

图10：土地成交的回落，或拖累土地财政



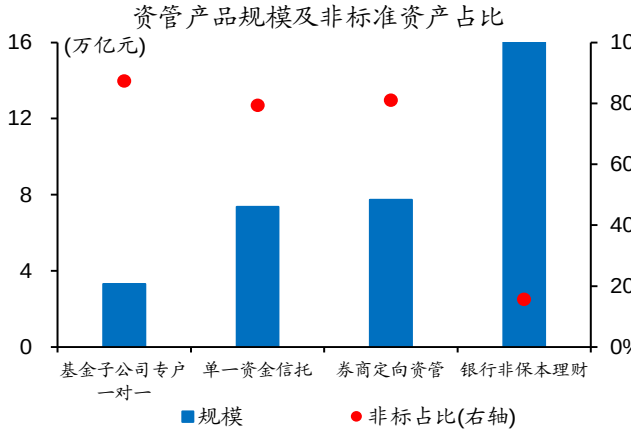
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：券商定向资管、单一资金信托等规模收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：通道业务非标占比较高、面临较大的收缩压力



数据来源：Wind、资管行业统计年鉴、开源证券研究所

信用“收缩”或成为 2021 年主逻辑。伴随经济逐步修复、防风险加强，杠杆行为减弱、非标收缩和地产调控等，或使导致政府债券、企业债券和非标融资等，成为 2021 年社融重要拖累项。中性情景下，2021 年社融和 M2 增速或双双在 10%左右，与转型逻辑相匹配。在总量指标没弹性、结构特征凸显的阶段，不宜再套用传统周期框架进行经济分析（详情参见《2021 年，或为信用“收缩”之年》）

4、 风险提示

防风险措施升级，信用“收缩”加速。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn