# 政府债券拉动社融，信贷结构持续改善

——宏观点评

**报告要点：**

- **M2 增速保持高位，M1 增速达年内峰值**

10 月 M2 当月同比增速 10.5%，增速较上月回落 0.4 个百分点；M1 当月同比增速 9.1%，增速较上月回升 1 个百分点。可以看到随着经济基本面的持续修复叠加节假日居民消费以及企业备货的增长，M1 同比增速上升到年内峰值；同时伴随信贷保持相对强劲，M2 增速仍维持高位。

- **中长期贷款超季节性增长，信贷结构持续改善**

10 月份新增人民币贷款 6898 亿元，相比去年同期多增加 285 亿元，略低于预期。（1）居民层面，新增居民中长期贷款 4059 亿元，维持在较高景气度区间，或由于房地产销售热度较高。（2）企业融资层面，新增企业贷款 2335 亿元，其中企业中长期贷款新增 4113 亿元，企业中长期贷款的超季节性增长体现基本面修复下企业生产活动的进一步改善；同时企业短期贷款减少 837 亿元，打击资金空转及商业银行信贷偏好转移至中长期贷款的趋势仍将延续。

- **社融维持高增，表外融资出现回落**

社融余额同比增速 13.7%，比上月高出 0.2 个百分点。从细分项来看，政府债券对社融的拉动作用仍然较大，考虑到政府专项债 10 月底前已发行完毕，后续政府债券对社融的影响或将减小。表外融资方面，当月未贴现银行承兑汇票融资减少 1089 亿元，或与打击票据套利与实体经济活动改善有关。委托贷款及信托贷款融资规模继续下滑，伴随房地产融资监管趋紧，房地产及相关企业表外融资或将进一步萎缩。直接融资方面，企业债券融资与股票融资均表现良好，直接融资已逐渐成为社融增长的重要增长点。

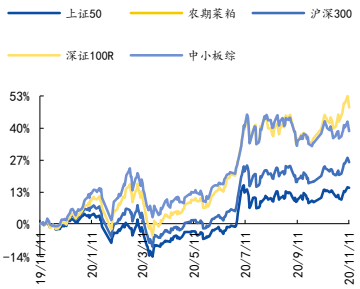
整体上看，10 月份社融与信贷数据仍处于较高景气区间。伴随经济修复，信贷保持相对强劲，M2 增速仍维持高位。企业及居民中长期贷款超季节性增长，信贷结构持续改善。社融维持高增，政府债券对社融的拉动作用仍然较大，表外融资出现回落。虽然四季度政府债券发行趋于回落，表外融资也或将进一步边际下滑，但在基本面延续修复的大背景下，社融增速可能尚未达到拐点。

风险提示：新冠疫情超预期发展，政策调控不及预期

**主要数据：**

| | |
|---|---|
| 上证综指： | |
| 深圳成指： | 13720.17 |
| 沪深 300： | 4904.90 |
| 中小盘指： | 4374.15 |
| 创业板指： | 2681.52 |

**主要市场走势图**




资料来源：Wind

**相关研究报告**

《国元宏观-猪价回落拉低 CPI，PPI 修复趋势不改-10 月通胀数据点评》2020.11.11

《国元宏观-美大选扰动市场，央行政策表态未转暖-宏观流动性双周报(第 8 期)-20201106》2020.11.09

**报告作者**

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyzq.com.cn
电话 021-68880637-2174

## 内容目录

1. M2 增速保持高位，M1 增速达年内峰值 ..... 3
2.中长期贷款超季节性增长，信贷结构持续改善 ..... 3
3.社融维持高增，表外融资出现回落 ..... 4

## 图表目录

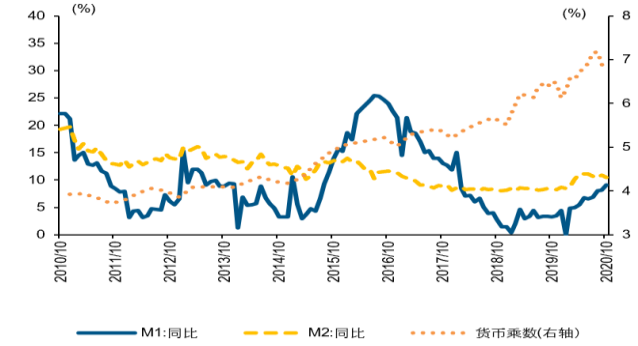
图 1：M1 与 M2 剪刀差边际收缩 ..... 3
图 2：新增人民币存款情况 ..... 3
图 3：居民中长期贷款仍维持高景气度 ..... 3
图 4：企业中长期贷款超季节性增长 ..... 3
图 5：10 月社融维持高增 ..... 4
图 6：政府债券对社融拉动作用仍较大 ..... 4

## 1. M2 增速保持高位，M1 增速达年内峰值

10 月 M2 当月同比增速 10.5%，增速较上月回落 0.4 个百分点，比去年同期高 2.1 个百分点；M1 当月同比增速 9.1%，增速较上月回升 1 个百分点，比去年同期高 5.8 个百分点。可以看到随着经济基本面的持续修复叠加节假日居民消费以及企业备货的增长，M1 同比增速上升到年内峰值；同时伴随信贷保持相对强劲，M2 增速仍维持高位。

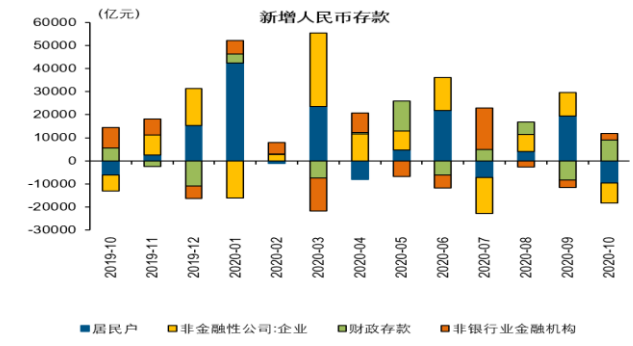
10 月人民币存款减少 3971 亿元，其中居民存款减少 9569 亿元，同比减少 3557 亿元，企业部门存款减少 8642 亿元，同比减少 1649 亿元；同时 10 月财政存款增加 9050 亿元，非银金融机构存款增加 2918 亿元。

**图 1：M1 与 M2 剪刀差边际收缩**




资料来源：Wind，国元证券研究中心

**图 2：新增人民币存款情况**



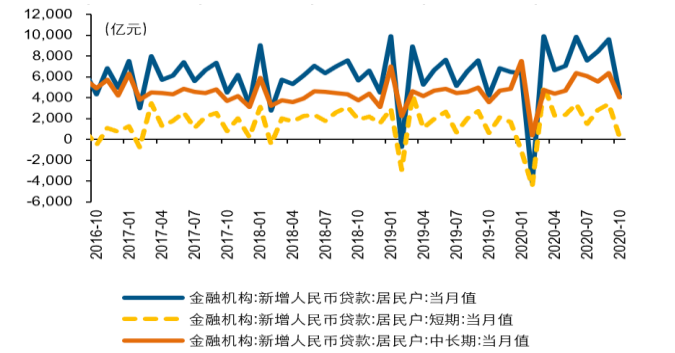

资料来源：Wind，国元证券研究中心

## 2.中长期贷款超季节性增长，信贷结构持续改善

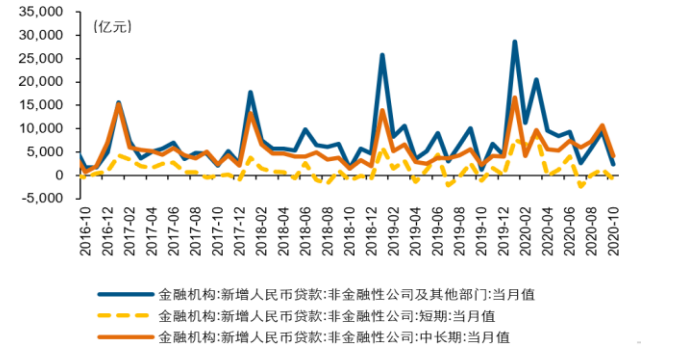
10 月份新增人民币贷款 6898 亿元，相比去年同期多增加 285 亿元，略低于预期。（1）居民层面，新增居民贷款 4331 亿元，比去年同期多增 121 亿元。新增居民中长期贷款 4059 亿元，比去年同期多增 472 亿元，仍维持在较高景气度区间，房地产销售热度持续。(2) 企业融资层面，新增企业贷款 2335 亿元，比去年同期多增 1073 亿元，其中企业中长期贷款新增 4113 亿元，较去年同期多增 1897 亿元，企业中长期贷款的超季节性增长体现基本面修复下企业生产活动的进一步改善；同时企业短期贷款减少 837 亿元，打击资金空转及商业银行信贷偏好转移至中长期贷款的趋势仍将延续。

**图 3：居民中长期贷款仍维持高景气度**

**图 4：企业中长期贷款超季节性增长**




资料来源：Wind，国元证券研究中心




资料来源：Wind，国元证券研究中心

## 3.社融维持高增，表外融资出现回落

10 月社融余额同比增速 13.7%，比上月高出 0.2 个百分点。当月社融规模增量为 1.42 万亿，比去年同期多增 5520 亿元。从细分项来看，政府债券当月融资 4931 亿元，比去年同期多增 3060 亿元，对社融的拉动作用仍然较大，考虑到政府专项债 10 月底前已发行完毕，后续政府债券对社融的影响或将减小。

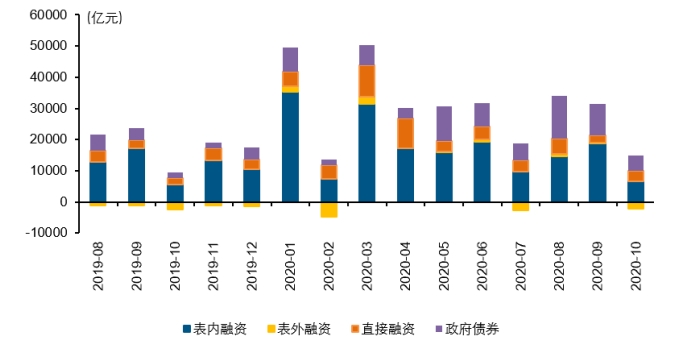
当月表外融资减少 2138 亿元，同比多增 206 亿元，其中当月未贴现银行承兑汇票融资减少 1089 亿元，同比减少 36 亿元，或与打击票据套利与实体经济活动改善有关。委托贷款及信托贷款融资规模继续下滑，伴随房地产融资监管趋紧，房地产及相关企业表外融资或将进一步萎缩。直接融资方面，企业债券融资 2522 亿元，股票融资 927 亿元，分别同比多增 490 亿元与 747 亿元，直接融资已逐渐成为社融增长的重要增长点。

**图 5：10 月社融维持高增**




资料来源：Wind，国元证券研究中心

**图 6：政府债券对社融拉动作用仍较大**




资料来源：Wind，国元证券研究中心

整体上看，10 月份社融与信贷数据仍处于较高景气区间。伴随信贷保持相对强劲以及财政资金的进一步投放，M2 增速仍维持高位。企业及居民中长期贷款超季节性增长，信贷结构持续改善。社融维持高增，政府债券对社融的拉动作用仍然较大，表外融资出现回落。虽然四季度政府债券发行趋于回落，表外融资也或将进一步边际下滑，但在基本面延续修复的大背景下，社融增速可能尚未达到拐点。

风险提示：新冠疫情超预期发展，政策调控不及预期

## 投资评级说明

| （1）公司评级定义 | | （2）行业评级定义 | |
|---|---|---|---|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

**合肥**

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

**上海**

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188