宏观研究

流动性收紧对大类资产有什么影响？

——10 月金融数据点评

宏观事件点评　　2020 年 11 月 12 日

报告摘要：

- **信贷数据为何低于预期？**

10月新增人民币贷款6898亿元，同比去年多增285亿元，但低于市场预期的7943亿元。分结构看，企业中长期贷款新增4113亿元，相比去年同期多增1897亿元，主要系基建配套贷款和制造业中长期贷款发力所致。居民中长期贷款新增4059亿元，相比去年同期多增472亿元，表现中规中矩，由于楼市销售有“金九银十”的规律，往年10月居民中长期贷款表现均较好。拖累因素主要是居民短期贷款和票据融资，分别新增272亿元和-1124亿元，相比去年同期各减少351亿元和736亿元。居民短期贷款同比下降的原因可能与消费贷利率提升有关，随着货币政策逐渐正常化，各家银行消费贷利率均有一定程度提升。票据融资通常是信贷增速领先指标，领先时间半年左右，新增票据融资下降反映出在超储率和资本金偏紧的情况下，银行信贷额度较为紧张，银行将信贷额度更多批给了利率更高的中长期贷款。从这个角度来说，社融拐点已然不远。

- **社融数据为何符合预期？**

10月社融增量为14200亿元，与市场预期的14055亿元基本接近。分结构来看，非标融资同比多增206亿元，成为社融拉动项，主要系新增委托贷款同比少减493亿元所致。但银行承兑汇票减少1089亿元，今年疫情以来大多数月份银行承兑汇票对社融保持正的贡献，但10月成为社融拖累项。10月新增政府债券4931亿元，同比多增3060亿元，继续成为社融拉动项。但随着今年地方专项债基本发行完毕，预计未来两个月新增政府债券规模将环比下降。表现比较亮眼的是股票融资，10月新增927亿元，同比多增747亿元，随着注册制改革推进，股票融资占比逐渐提升，未来对社融贡献可能逐步上升，这将改善我国融资结构。

- **流动性收紧、经济复苏对应于结构性行情**

随着新冠疫苗取得一定进展，根据高盛预测，明年全球经济可能逐步复苏，原油中枢或上升至60美元/桶左右。对中国而言，随着经济复苏进入下半场，货币政策恢复正常化，明年社融增速低于今年是合理的。这种宏观环境，意味着结构性行情将持续。在经济走强、流动性收紧的状态下银行净息差通常走阔，银行利润增厚。今年由于疫情原因银行向实体大幅让利，因此盈利削弱，估值压低。但随着让利阶段结束，银行可能会进入估值修复阶段。

- **风险提示**

货币政策超预期收紧、疫苗推广超预期、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：

11 月 11 日，央行公布 10 月金融数据：

新增人民币贷款 6898 亿元，市场预期 7943 亿元，前值 19000 亿元。

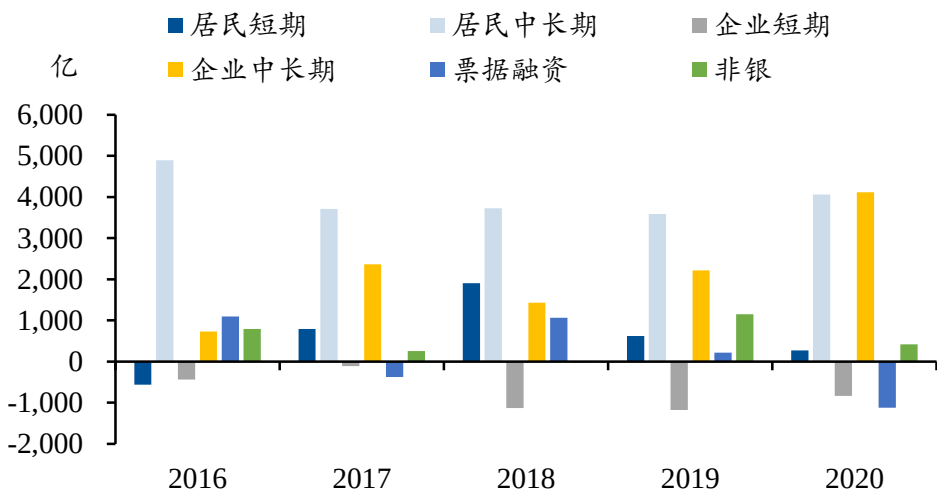
社会融资规模 14200 亿元，市场预期 14055 亿元，前值 34772 亿元。

M2 同比 10.5%，市场预期 10.8%，前值 10.9%；M1 同比 9.1%，前值 8.1%。

一、数据表现：信贷数据不及市场预期

一问，信贷数据为何低于预期？10 月新增人民币贷款 6898 亿元，同比去年多增 285 亿元，但低于市场预期的 7943 亿元。分结构看，企业中长期贷款新增 4113 亿元，相比去年同期多增 1897 亿元，主要系基建配套贷款和制造业中长期贷款发力所致。居民中长期贷款新增 4059 亿元，相比去年同期多增 472 亿元，表现中规中矩，由于楼市销售有“金九银十”的规律，往年 10 月居民中长期贷款表现均较好。拖累因素主要是居民短期贷款和票据融资，分别新增 272 亿元和-1124 亿元，相比去年同期各减少 351 亿元和 736 亿元。居民短期贷款同比下降的原因可能与消费贷利率提升有关，随着货币政策逐渐正常化，各家银行消费贷利率均有一定程度提升。票据融资通常是信贷增速领先指标，领先时间半年左右，新增票据融资下降反映出在超储率和资本金偏紧的情况下，银行信贷额度较为紧张，银行将信贷额度更多批给了利率更高的中长期贷款。从这个角度来说，社融拐点已然不远。

图 1：10 月份企业中长期贷款放量，票据融资收缩

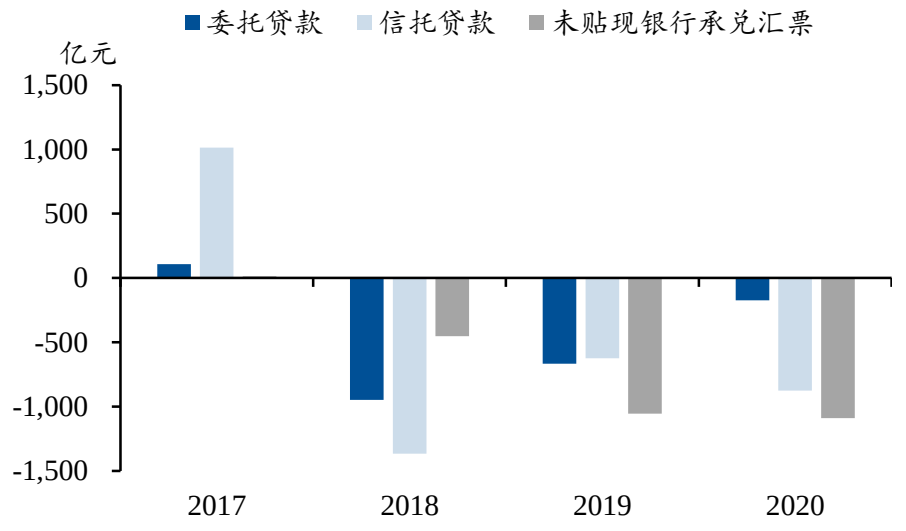


资料来源：Wind，民生证券研究院

二问，社融数据为何符合预期？10 月社融增量为 14200 亿元，与市场预期的 14055 亿元基本接近。分结构来看，非标融资同比多增 206 亿元，成为社融拉动项，主要系新增委托贷款同比少减 493 亿元所致。但银行承兑汇票减少 1089 亿元，今年疫情以来大多数月份银行承兑汇票对社融保持正的贡献，但 10 月成为社融拖累项。10 月新增政府债券 4931 亿元，同比多增 3060 亿元，继续成为社融拉动项。但随着今年地方专项债基本发行

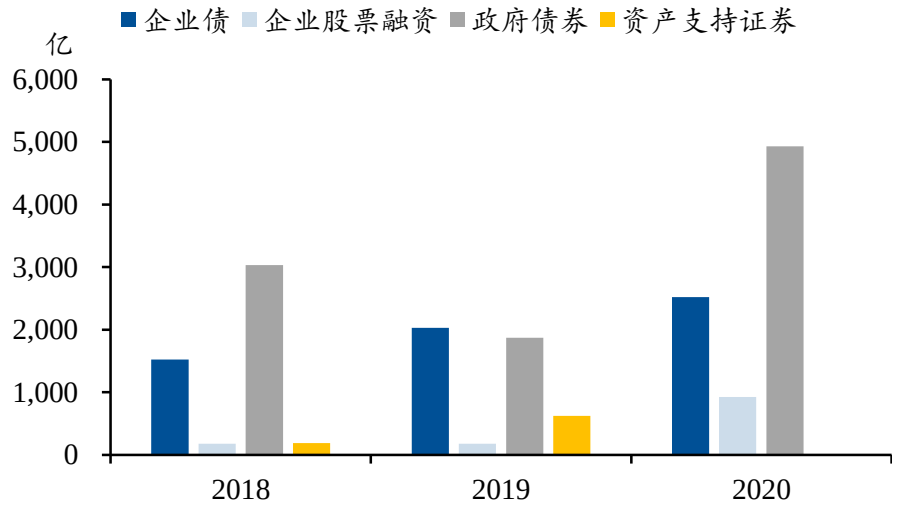
完毕，预计未来两个月新增政府债券规模将环比下降。表现比较亮眼的是股票融资，10 月新增 927 亿元，同比多增 747 亿元，随着注册制改革推进，股票融资占比逐渐提升，未来对社融贡献可能逐步上升，这将改善我国融资结构。

图 2：10 月份委托贷款压降幅度下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

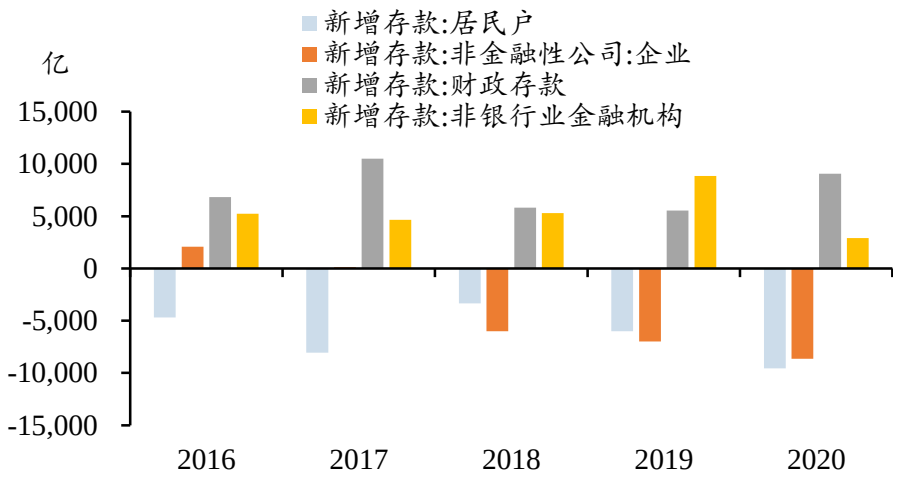
图 3：10 月份政府债券融资继续拉动社融增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

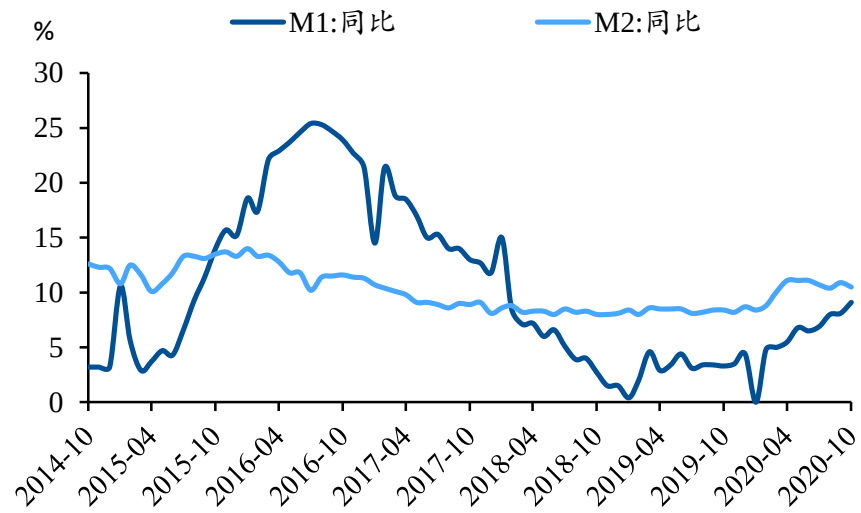
三问，M2 为何不及预期？9 月 M2 同比 10.5%，市场预期 10.8%，与社融增速裂口进一步走阔。从存款来看，10 月居民和企业新增存款降幅均超过往年同期，其中居民存款下降 9569 亿元，企业存款下降 8642 亿元。居民存款大幅下降的原因主要受“双节”旅游消费影响，由于今年“双节”放假 8 天，居民旅游和消费意愿较强，导致居民有存款体现需求。10 月财政存款新增 9050 亿元，高于去年同期，这是导致 10 月 M2 增速不及预期重要原因，因为大量资金亢余在财政系统，并未流入银行体系。预计 11 月和 12 月随着财政开支逐渐增加，为银行体系注入流动性，M2 增速或有所回升。

图 4：10 月居民存款和企业存款有所下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：10 月 M2 增速有所下降



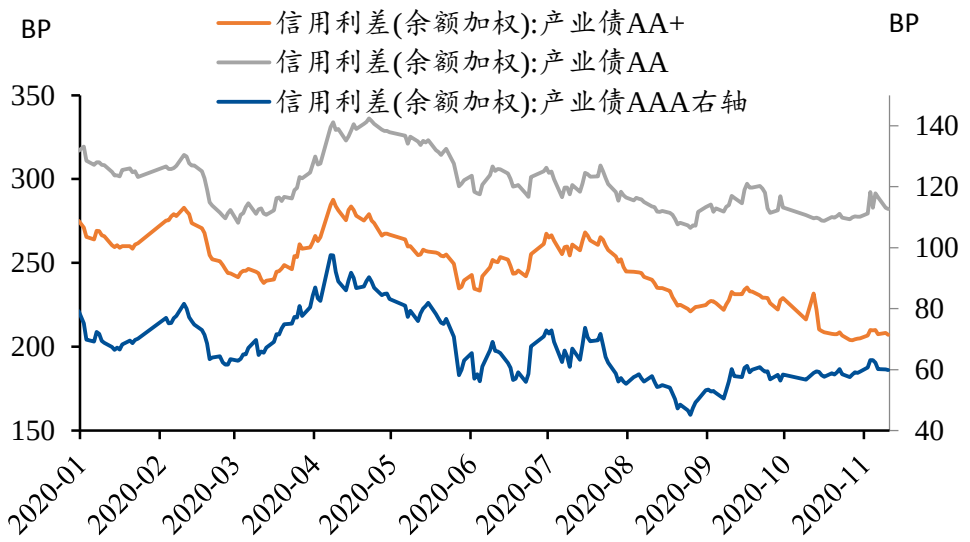
资料来源：wind，民生证券研究院

二、数据背后：信用拐点要来了吗？

三大原因导致明年社融收紧。第一个原因是《资管新规》的约束，按规定 2021 年年底之前存量理财产品要整改完毕，今年由于疫情的原因整改速度有所放缓，这意味着明显整改进度会加快，包括券商资管、信托和基金子公司通道相关产品收缩规模或达 10 万亿元左右。第二个原因房地产融资政策的收缩，受“房住不炒”政策影响，监管部门收紧了对房地产企业融资，特别是“三道红线”的设置或有效约束房地产融资。第三个由于在于政府债券发行规模下降，在今年 10 月底地方政府专项债基本完毕后，年底政府债券发行余额所剩不多。明年政府财政赤字规模可能小于今年，政府债券可能会拖社融增速。

信用拐点已在路上。今年疫情以来由于宽信用政策，信用利差大幅下降，龙头民企和科技企业信用利差下降尤为明显。但随着宽松政策逐步退出，在社融拐点之后信用利差可能逐步回升。对于当前信用债市场而言，流动性和信心同为重要，但“永煤”的违约或对信用债市场造成一定冲击，因为持有“永煤”的机构中有很多是非银机构。明年来看，随着信用利差回升，信用债发行难度可能有所提升，融资规模或有所下降。

图 6：当前信用利差处于较低位置



资料来源：Wind，民生证券研究院

新冠疫苗或加速流动性收紧进程。11 月 9 日，美国疫苗研制取得新进展，受此影响欧美股市有所上涨，特别是交运、旅游、周期等板块。假如明年疫苗能得到普及，这将有利于经济快速修复，届时欧美宽松政策或加速退出进程。对于中国来说，全球流动性如果收缩可能也会对央行货币政策造成一定影响，包括今年通过再贷款、再贴现投放的流动性可能会部分被央行收回。

三、未来展望：流动性边际收紧对大类资产有什么影响？

流动性收紧、经济复苏对应于结构性行情。随着新冠疫苗取得一定进展，根据高盛预测，明年全球经济可能逐步复苏，原油中枢或上升至 60 美元/桶左右。对中国而言，随着经济复苏进入下半场，货币政策恢复正常化，明年社融增速低于今年是合理的。这种宏观环境，意味着结构性行情将持续。在经济走强、流动性收紧的状态下银行净息差通常走阔，银行利润增厚。今年由于疫情原因银行向实体大幅让利，因此盈利削弱，估值压低。但随着让利阶段结束，银行可能会进入估值修复阶段。

风险提示

货币政策超预期收紧、疫苗推广超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

插图目录

图 1：10 月份企业中长期贷款放量，票据融资收缩 2
图 2：10 月份委托贷款压降幅度下降 3
图 3：10 月份政府债券融资继续拉动社融增长 3
图 4：10 月居民存款和企业存款有所下降 4
图 5：10 月 M2 增速有所下降 4
图 6：当前信用利差处于较低位置 5

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。