

2020年11月12日

货币金融数据，透露的两大关键变化

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@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：年底欠贷或逐步进入信用“收缩”通道	4
4、 风险提示	5

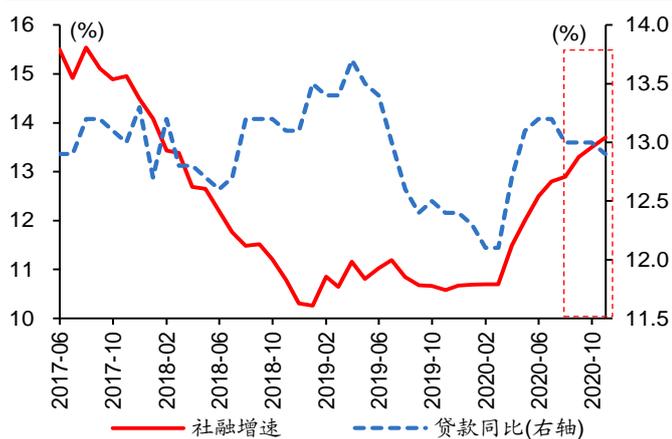
图表目录

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

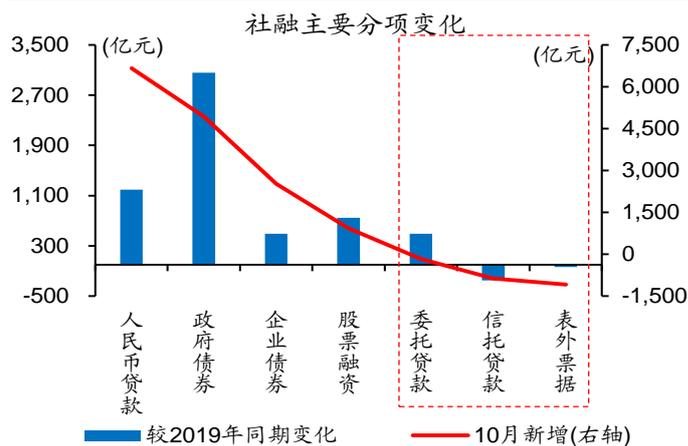
10月社融与信贷增速反向变化，或与政府行为、非银融资收缩等有关。10月，社融存量增速较上月提高0.2个百分点至13.7%，而贷款余额增速7月以来首次回落、较上月回落0.1个百分点。其中，政府债券为社融主要贡献项、同比多增3060亿元；相较之下，财政支出偏慢可能拖累信贷增长，但非银贷款减少，使得社融口径人民币贷款同比多增1193亿元，高于全口径贷款同比增量的285亿元。

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

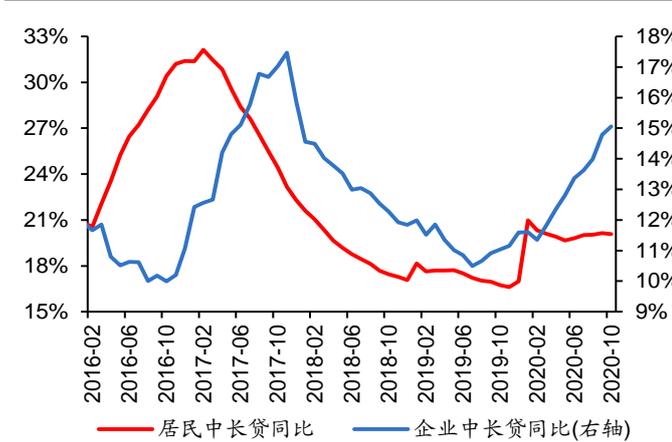
图2：人民币贷款、政府债券放量，非标明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

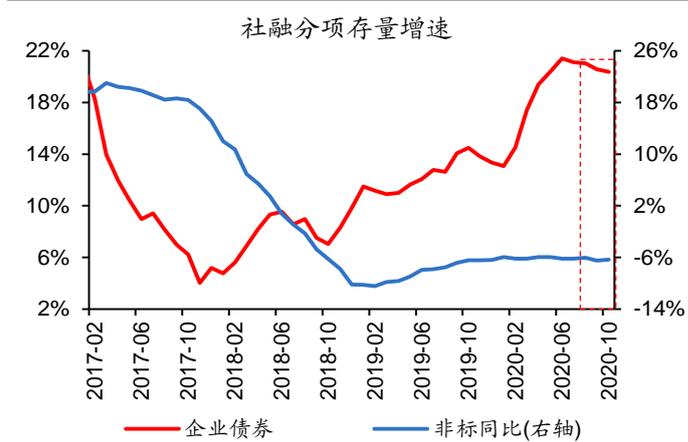
随着政策重心向防风险倾斜，中长期资金来源的增长已出现放缓迹象。企业中长期贷款连续8个月同比多增，但10月同比增幅回落至2000亿元以内，余额增速斜率也在“变浅”；而居民中长期贷款增速，出现小幅回落、10月下降约0.1个百分点。企业债券融资增长，7月以来逐步放缓，10月新增2522亿元、仅同比多增490亿元。此外，委托和信托贷款持续收缩，信托贷款收缩幅度同比扩大。

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

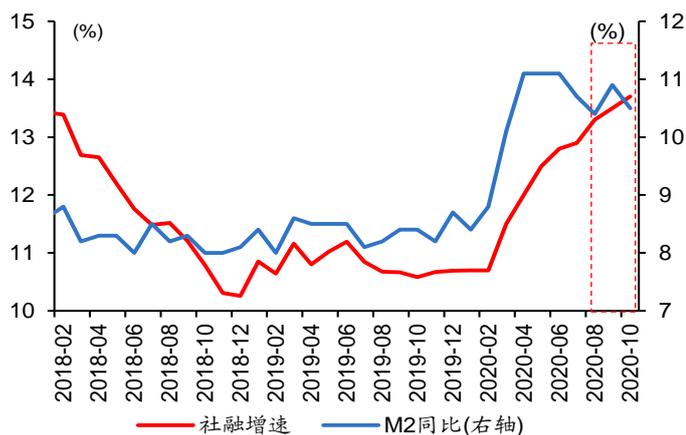


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、M2 增速回落，或与财政支出偏慢、同业收缩等有关

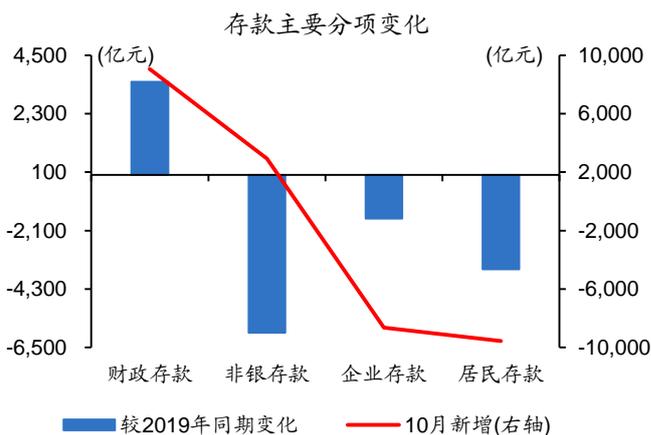
10月社融与M2增速也出现“背离”，或与财政支出进度偏慢、居民存款流出等因素有关。10月，M2增速大幅回落0.4个百分点至10.5%，而社融和M1增速均明显抬升。分部门存款变化来看，财政存款同比多增3499亿元，一定程度反映财政支出偏慢；而居民和企业存款同比分别多减3557亿元和1649亿元，或与国庆过节、“双11”提前预售等因素有关。此外，非银存款同比少增5947亿元。

图5：10月，社融与M2增速背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

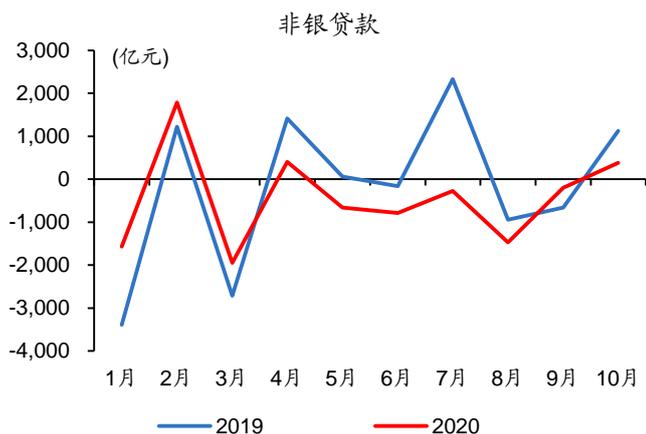
图6：财政存款同比多增，企业和居民存款同比多减



数据来源：Wind、开源证券研究所

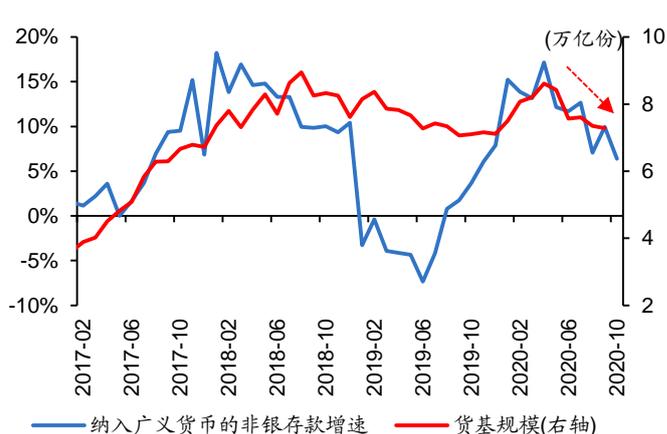
同业派生收缩，可能对M2增速形成一定拖累。纳入广义货币的非银存款增速，5月以来震荡回落，10月较4月高点回落近11个百分点至6.4%；同时，货币基金份额5月以来持续下降，非银贷款增量大多数时候低于2019年同期。非银金融机构与银行同业往来的收缩，或与防风险重视度提升下，打击资金空转等有关。

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



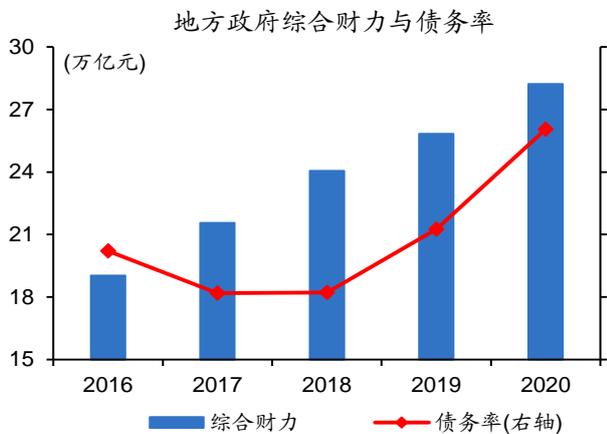
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、重申观点：年底欠贷或逐步进入信用“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



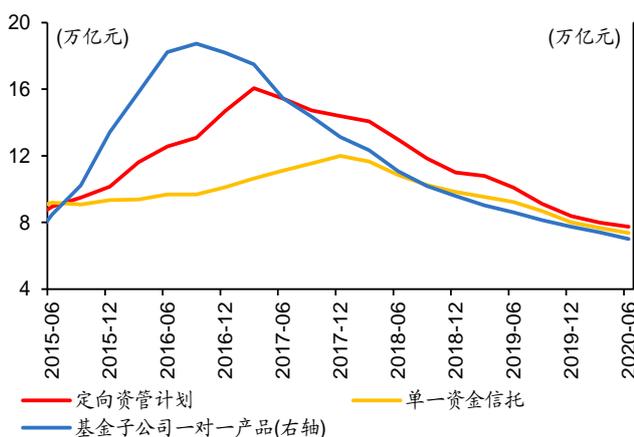
数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

图10：土地成交的回落，或拖累土地财政



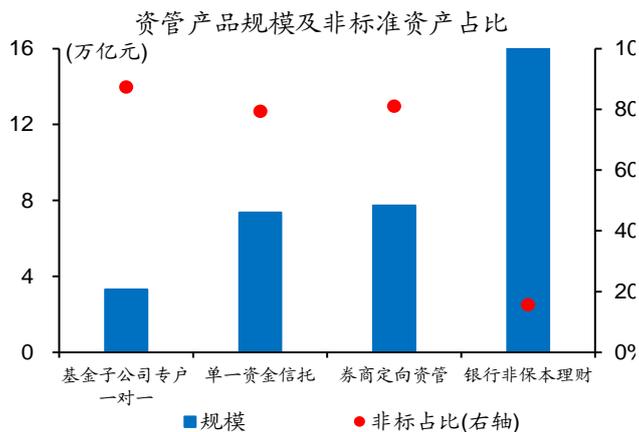
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1460



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn