

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，同比去年同期多增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，同比去年同期多增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，同比去年同期各减少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。

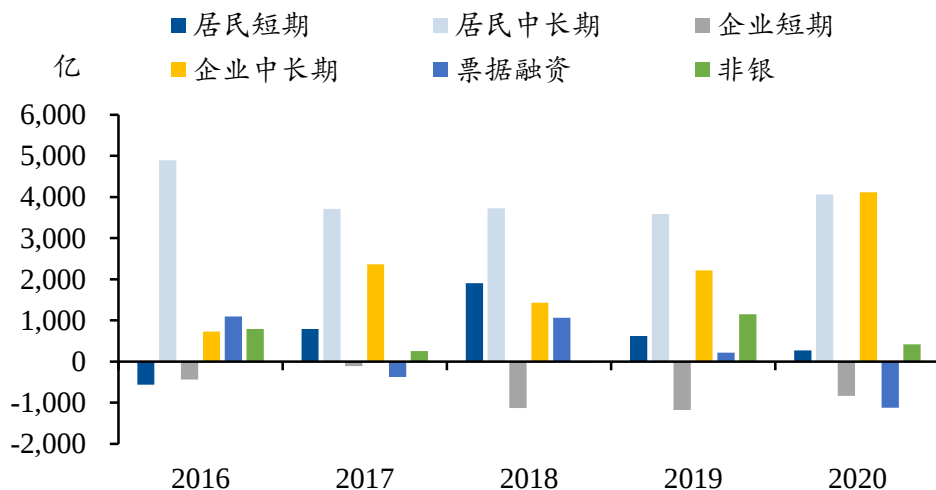
社会融资规模 14200 亿元，市场预期 14055 亿元，前值 34772 亿元。

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

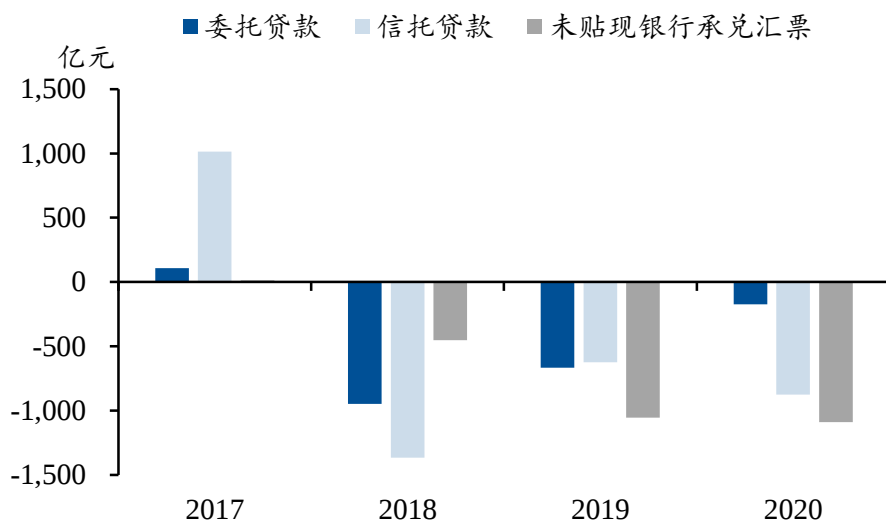


资料来源：Wind，民生证券研究院

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

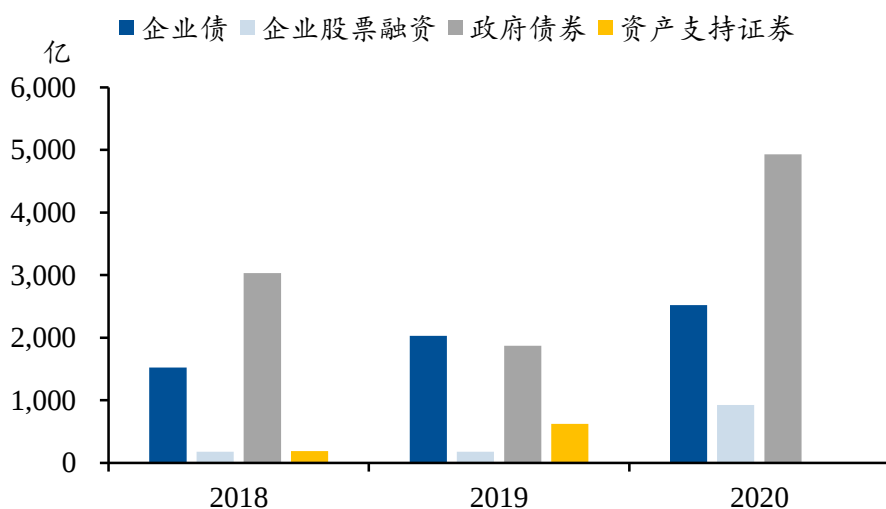
完毕，预计未来两个月新增政府债券规模将环比下降。表现比较亮眼的是股票融资，10月新增927亿元，同比多增747亿元，随着注册制改革推进，股票融资占比逐渐提升，未来对社融贡献可能逐步上升，这将改善我国融资结构。

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

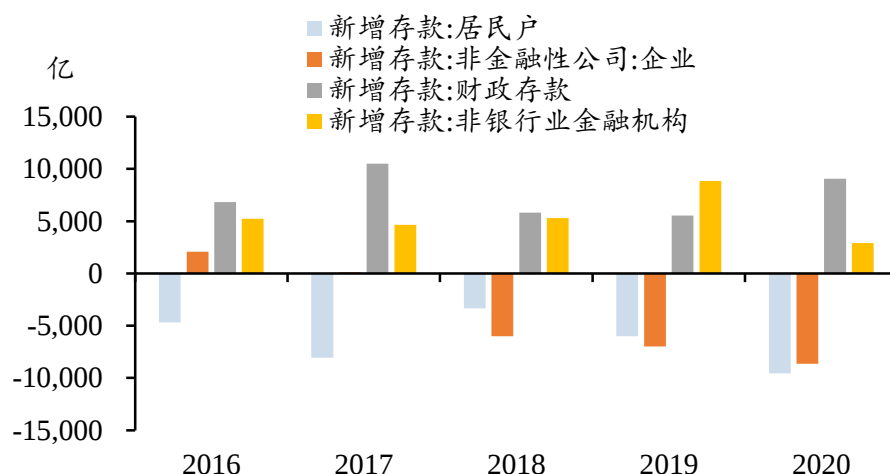
图3：10月份政府债券融资继续拉动社融增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

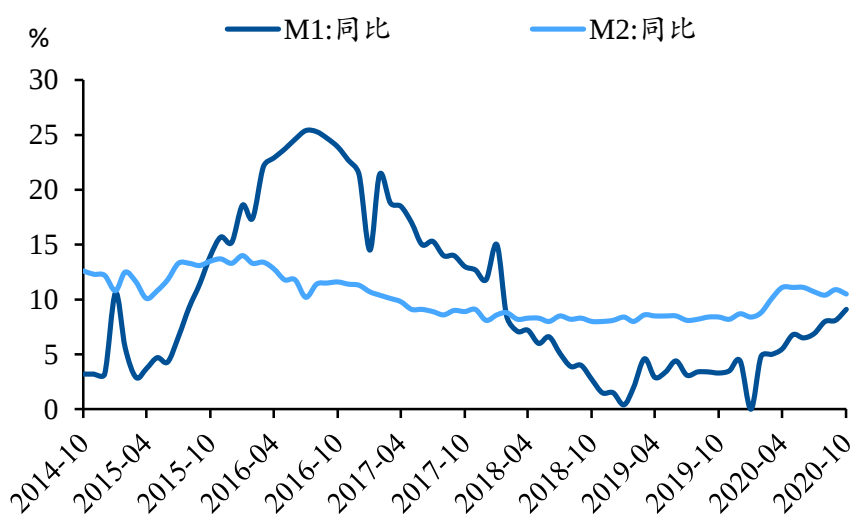
三问，M2为何不及预期？9月M2同比10.5%，市场预期10.8%，与社融增速裂口进一步走阔。从存款来看，10月居民和企业新增存款降幅均超过往年同期，其中居民存款下降9569亿元，企业存款下降8642亿元。居民存款大幅下降的原因主要受“双节”旅游消费影响，由于今年“双节”放假8天，居民旅游和消费意愿较强，导致居民有存款体现需求。10月财政存款新增9050亿元，高于去年同期，这是导致10月M2增速不及预期重要原因，因为大量资金冗余在财政系统，并未流入银行体系。预计11月和12月随着财政开支逐渐增加，为银行体系注入流动性，M2增速或有所回升。

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。

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_1462

