

宏观点评

信用已宽数月，有何特点？明年呢？——兼评10月金融数据

事件：10月新增人民币贷款6898亿元，预期7943亿，前值1.9万亿；新增社融1.42万亿，预期1.4万亿，前值3.48万亿；M2同比10.5%，预期10.8%，前值10.9%。

1.信贷、社融总量延续高增，信用环境整体维持宽松。1)今年1-10月累计新增贷款16.95万亿，同比多增2.66万亿。如果按照全年20万亿目标，则已完成近85%。当月看，仅7月同比少增673万亿，其余9个月均较去年同期多增200亿-1万亿以上，整体信贷环境偏宽松，1-4月可归因于供给端央行的投放和支持，5月及之后实体贷款需求则逐步回升。这从贷款需求指数的回升也可得到印证。2)今年1-10月累计新增社融超31万亿，同比多增900多亿，与疫情冲击下的企业停工和融资需求骤减有关，其余月份的同比多增量可达4000亿-2万亿以上不等。此外，新口径社融存量增速已经连续12个月持平或上升，表明信用环境持续宽松，我们预计近期很可能迎来拐点。

2.房地产10月边际降温，但今年整体很强，关注房地产对消费的挤出效应。1-10月累计新增居民贷款中，居民中长期贷占比达到76.4%，高于2019年底的73.4%以及过去三年均值的74.6%。这里既有疫情对消费冲击的因素，也说明地产对消费的挤出效应在延续，甚至疫情之后有所加深。与之对应的是地产销售持续火爆和M1趋势改善。具体到本月，10月居民中长期贷款增加4059亿元，同比多增472亿元，同时居民短贷同比少增351亿元。预计随着地产政策的收紧，房地产销售可能延续降温，就10月而言，30大中城市商品房成交面积同比已从9月的10.8%降至-0.8%。

3.企业中长期融资需求持续恢复，制造业贷款增速走高。10月企业中长贷新增4113亿元，同比多增1897亿元，占企业贷款比重为176%，反映基建、制造业等中长期融资需求增加。特别地，今年贷款对制造业支持较大，央行在Q3金融统计发布会曾提出，9月末制造业中长期贷款余额同比增长30.5%，其中：高技术制造业中长期贷款余额同比增长45.8%，同期企业中长贷余额同比14.8%，全部贷款余额同比13%。

4.今年社融对政府债券依赖较大，中性假设下2021年政府债券可能拖累社融2万亿。1-10月社融口径新增政府债券7.2万亿，同比多增超3万亿。以“政府债券占社融比重”表征社融对政府债券依赖度，1-10月累计占比23%，过去两年均值不到15%，表明今年社融对财政依赖更大。根据广义赤字（赤字+专项债+特别国债）测算全年需发行政府债券8.51万亿，若假设全部发行，据此1-10月完成近85%，11-12月还剩不到1.3万亿，且将以国债为主。简单测算2021年预算财政赤字率重回3%，新增专项债3万亿以下，不发特别国债，则广义赤字可能在6.3万亿左右，对社融的支持将较今年减少2万亿以上。

5.M1升、M2落，M1-M2负的剪刀差大幅收窄。10月M1同比回升1个百分点至9.1%，创2018年2月以来新高；M2同比回落0.4个百分点至10.5%；M1-M2负的剪刀差缩窄1.4个百分点至-1.4%。M2回落可能与财政资金积压有关。10月是季节性支出小月，加上政府债券同比多发3000亿，导致财政存款同比多增3500亿，挤压M2。而居民、企业存款的环比多减，非银机构存款的环比多增，则可能与季节规律有关，即季初采取与季末的相反操作，将一般性存款转为理财。M1回升，且M1-M2负的剪刀差大幅缩窄，反映企业现金流改善和货币活性程度提升。考虑到后续地产可能走弱，M1同比上行空间可能受限。

6.从前10个月看，今年货币政策的效果如何？一方面，今年三次降准释放长期流动性1.75万亿元，再贷款再贴现合计1.8万亿，截至10月中期借贷便利MLF净投放中期流动性7100亿元，合计释放流动性4.26万亿，对应新增人民币贷款16.95万亿，简单测算流动性投放的放大效应接近4倍，货币政策传导效率较高。另一方面，考虑实施两个直达实体经济的货币政策工具、通过LPR打破贷款利率隐性下限、维持较低超储率、M1-M2负的剪刀差缩窄，货币政策直达性提高，且货币活性也有所提升。

7.后续货币政策和信贷、社融会如何？

1) 维持报告《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》中的判断，我国货币政策基调已正式转为疫情前的“稳健中性”，即：疫情期超常规货币工具退出，但尚未转为全面收紧加准加息（至少短期尚难看到），后续大概率是结构性紧（防止资金空转，“不要玩‘钱生钱’的游戏”）+结构性松（引导信贷投向实体和投向稳就业的中小微企业）。

2) 基于我们前期报告的两算法（复合增速法和匀速增长法），中性条件下2021年我国社融增速为10.7%-11.6%，M2同比为8.1%-9.2%，均较今年明显回落。同时，结合易纲行长所说的“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”交叉测算，2021年信贷社融也有望落在我们的测算区间内：比如，根据社科院经济所最新研究，不考虑疫情2021年潜在经济增速为5.75%，我们测算2021年GDP平减指数可能为2%左右，对应与潜在经济增速匹配的名义GDP同比可能在7.8%附近，对标2019年社融存量增速和M2同比分别高于名义GDP 2.9个百分点和0.9个百分点，则2021年社融和M2同比可能分别为10.7%和8.7%，介于我们前期两种测算结果之间。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济回暖不及预期，模型测算有偏差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

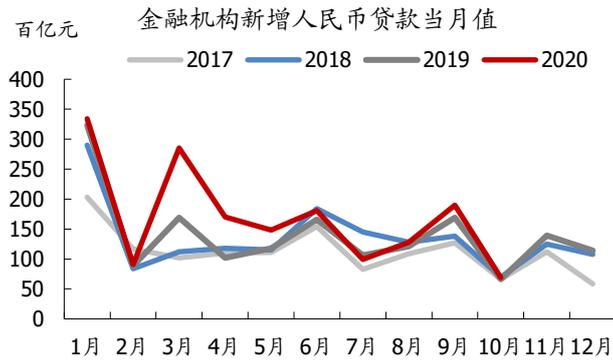
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》2020-10-23
- 2、《“正常的货币政策”不等于转向——兼评9月金融数据》2020-10-14
- 3、《8月社融怎么看？兼谈流动性拐点与信贷拐点》2020-09-12
- 4、《“此紧非彼紧”——客观看待7月信贷社融》2020-08-12
- 5、《上半年货币政策和财政政策执行报告的8大信号》2020-08-07
- 6、《社融持续超预期，经济会超预期吗？——兼评6月金融数据》2020-07-10
- 7、《易纲行长讲话怎么看？金融如何让利1.5万亿？》2020-06-19
- 8、《央行近期行为怎么看？兼谈利率的三大跟踪指标》2020-06-15
- 9、《货币政策会转向吗？——兼评5月金融数据》2020-06-10

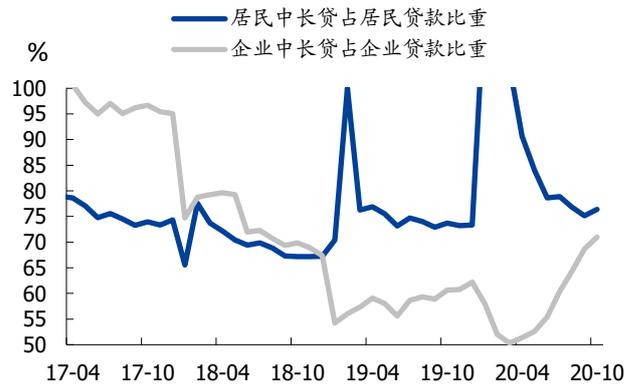


图表 1: 2020 年 1-10 月新增信贷总体高于季节性



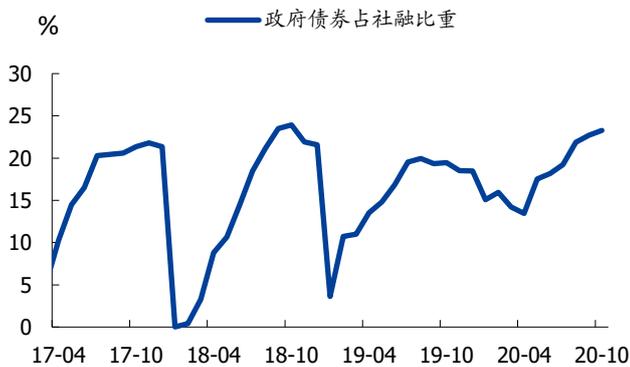
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 居民中长贷和企业中长贷占比较高



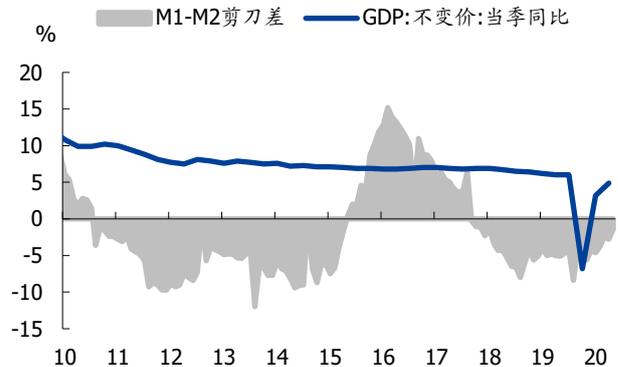
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2020 年新增社融依赖政府债券



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: M1-M2 负的剪刀差缩窄



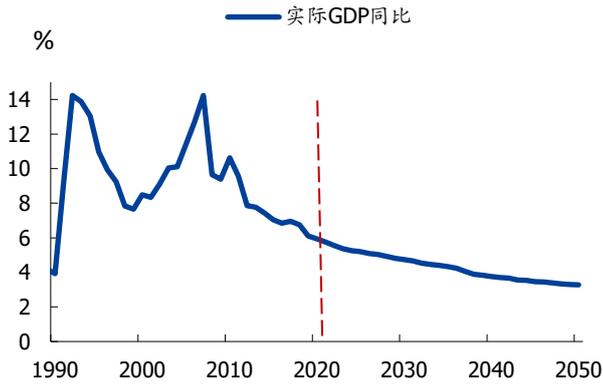
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2021 年贷款、社融和 M2 预测表

年份	新增贷款 (万亿)	贷款余额 (万亿)	贷款余额同比 (%)	新增社融 (万亿)	社融存量 (万亿)	社融存量同比 (%)	新增M2 (万亿)	M2余额 (万亿)	M2同比 (%)	备注
2017	13.53	120.13	12.70		205.91		14.02	169.02	8.10	2017年开始稳杠杆, 央行关注“08-16年”与“17年至今”的比较, 所以取2017年之后的值测算。由于口径原因, 忽略2017年新增融资
2018	16.16	136.30	13.50	21.13	227.04	10.26	13.65	182.67	8.10	
2019	16.82	153.11	12.30	24.28	251.31	10.69	15.97	198.65	8.70	
2020E	20.00	173.11	13.06	34.93	286.24	13.60	21.65	220.30	10.90	社融存量增速经误差调整
2017-2020存量同比复合增速			12.95			11.61			9.23	
2017-2019新增量平均变化幅度	1.64			3.15			0.98			
2021E (情形1)	22.42	195.53	12.95	33.22	319.47	11.61	20.34	240.64	9.23	假设2021年存量增速约等于17-20年复合增速
2021E (情形2)	20.10	193.22	11.61	30.58	316.82	10.68	17.93	238.23	8.14	假设2020-2021年新增量按疫情前规模匀速增加

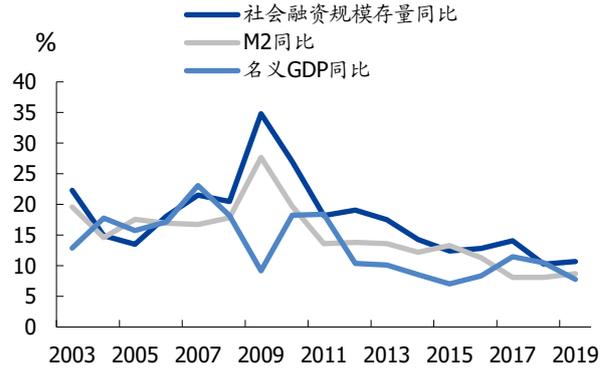
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 6: 我国实际 GDP 同比和经济潜在增速预测



资料来源: 1953-2019 年数据来源于国家统计局, 为实际 GDP 同比。2020-2050 年数据来源于中国社会科学院经济研究所《中国经济报告(2020)》总报告组《全球经济大变局、中国潜在增长率与后疫情时期高质量发展》, 数据为我国潜在经济增长预测, 注意该预测没有考虑新冠疫情等短期冲击对 2020 年的影响, 国盛证券研究所

图表 7: 社融存量同比、M2 同比与名义 GDP 同比对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_1481



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>