

日期：2020 年 12 月 14 日

宽信用已来 货币金叉将现

——2020 年 11 月份金融数据点评



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

报告编号:

相关报告:

■ 主要观点

信贷增长低于预期、货币宽松超出预期

信贷增长在规模和增速上，和市场预期基本一致，虽略超市场预期，但整体上仍保持了平稳态势。在信贷增长保持平稳的同时，货币增长则略超市场预期，说明货币当局维持了货币平稳的态势，但市场活跃程度的提高，使得货币增长在同样的信用创造下，货币增加较多，也说明笔者一直强调的“宽信用”正逐渐呈现。

货币增长、信贷增长的组合将改变

很久以来，笔者一直将信贷增长超过货币增长的两组间组合状态，叫做“宽信贷、紧货币”，而将相反的组合名为“宽货币、紧信贷”。受货币政策临时性宽松边际后撤的影响，信贷增长稳中趋落，但市场经营主体活跃度的提高，使得金融机构同样信用创造带来的货币创造效应上升，使得两者间的差距缩小。由于中国经济持续回暖的态势没有改变，因此预期两者的差距仍会缩小，2021 年两者间将会处于胶着状态，但是否会形成稳定的“宽货币、紧信贷”组合，还有待后续经济和政策运行的变化。

货币金叉来临中

从货币层次结构看，2020 年以来狭义货币增速（M1）持续回升，虽然截止目前 M1 增速仍低于 M2 增速，但两者间差距已迅速缩小。2020 年下半年后，M1 和 M2 间增长差距开始缩小，表明货币整体平稳中货币层次结构开始发生变化。疫情虽然延后了中国经济走出“底部徘徊”阶段的时间，但疫情后经济迅速复苏，使得经济持续回暖态势逐渐成形，使得 M1 持续超越 M2 增长，不仅是一种短期现象，而且成了一种趋势性特征。

货币增长平稳中降息将来临

鉴于当期经济和金融形势的变化，货币当局有可能在维持货币增长平稳的同时，引导利率的下移。随着猪肉涨价进程结构，通胀拐点到来，以及核心 CPI 进一步下行，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。未来金融机构中性政策基调回归下，信用创造速度将放缓。由于“宽信用”的发展，相同信用创造带来的货币增加效应提升，故货币增长仍将维持平稳。

事件： 11 月份金融数据公布

广义货币增长 10.7%。2020 年 11 月末，广义货币(M2)余额 217.2 万亿元,同比增长 10.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 2.5 个百分点；狭义货币(M1)余额 61.86 万亿元,同比增长 10%，增速分别比上月末和上年同期高 0.9 个和 6.5 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.16 万亿元,同比增长 10.3%。当月净投放现金 557 亿元。

人民币各项贷款增长 12.8%。2020 年 11 月末，人民币贷款余额 171.49 万亿元，同比增长 12.8%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点。11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7534 亿元，其中，短期贷款增加 2486 亿元，中长期贷款增加 5049 亿元；企（事）业单位贷款增加 7812 亿元，其中，短期贷款增加 734 亿元，中长期贷款增加 5887 亿元，票据融资增加 804 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1042 亿元。

人民币各项存款增长 10.7%。2020 年 11 月末，人民币存款余额 212.78 万亿元，同比增长 10.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 2.3 个百分点。11 月份人民币存款增加 2.1 万亿元，同比多增 7933 亿元。其中，住户存款增加 6334 亿元，非金融企业存款增加 8483 亿元，财政性存款减少 1857 亿元，非银行业金融机构存款增加 8516 亿元。

11 月社会融资规模增量为 2.13 万亿元，比上年同期多 1406 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.53 万亿元，同比多增 1676 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 447 亿元，同比多减 198 亿元；委托贷款减少 31 亿元，同比少减 928 亿元；信托贷款减少 1387 亿元，同比多减 714 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 626 亿元,同比多减 1196 亿元;企业债券净融资 862 亿元，同比少 2468 亿元；政府债券净融资 4000 亿元，同比多 2284 亿元；非金融企业境内股票融资 771 亿元，同比多 247 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷增长低于预期、货币宽松超出预期

随着中国经济进入后疫情时代，市场对前期偏宽松货币环境逐渐修正成为一致预期，流动性宽松边际回落已基本成市场共识，各机构间已没有多少分歧。2020年11月份，人民币贷款余额171.49万亿元，同比增长12.8%，增速比上月末低0.1个百分点，比上年同期高0.4个百分点，11月份人民币贷款增加1.43万亿元，同比多增456亿元；广义货币(M2)余额217.2万亿元，同比增长10.7%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和2.5个百分点。信贷增长在规模和增速上，和市场预期基本一致，虽略超市场预期，但整体上仍保持了平稳态势。在信贷增长保持平稳的同时，货币增长则略超市场预期，说明货币当局维持了货币平稳的态势，但市场活跃程度的提高，使得货币增长在同样的信用创造下，货币增加较多，也说明笔者一直强调的“宽信用”正逐渐呈现。央行前期虽然已明示疫情期间临时性的宽松政策将逐步退出，但发挥资本市场功能是政策架构中一直努力方向，货币政策边际回撤下的货币平稳，将会带来“宽信用”，从而流动性仍能保持偏松状态。11月份货币实际增长状况，正是如此：虽然信贷增长平稳，但货币回升比较显著。11月末广义货币(M2)余额217.2万亿元，同比增长10.7%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和2.5个百分点，回升程度明显超出市场和我们预期。

表1 2020年11月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	14000	10.5	12.9
Average	14136	10.5	12.9
High	16528	10.9	13.3
Low	10398	10.2	12.7
No of Forecasts	30	33	11
SHSC	14000	10.2	12.9

数据来源：Reuters，上海证券研究所

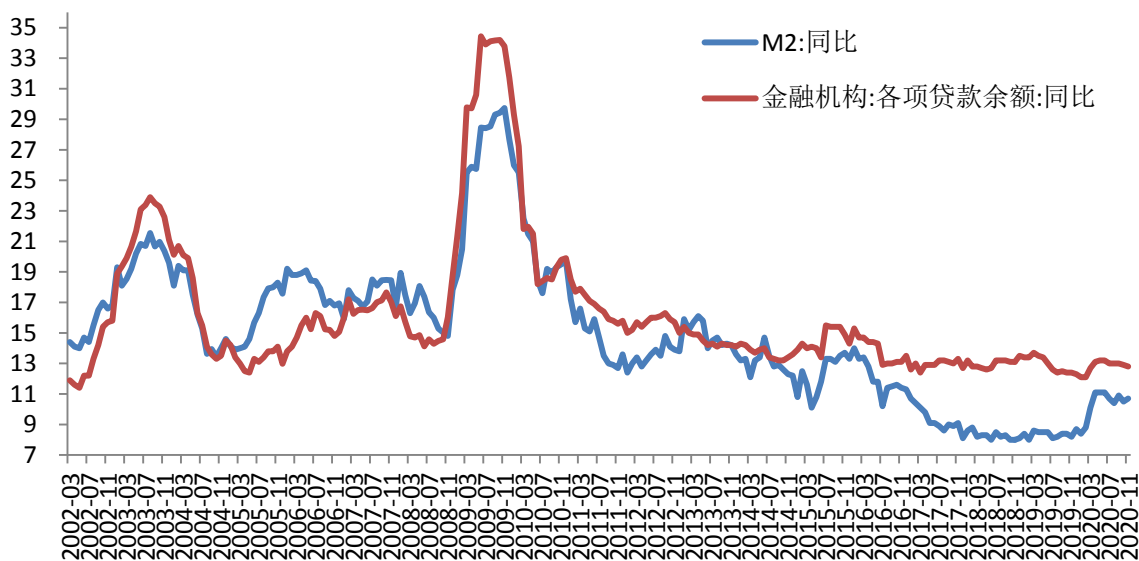
11月份信贷和货币增长的实际情况表明，中国货币当局在维持货币政策正常化的政策实施进程方面，比较缓慢，尽量最小化前期偏松货币政策边际后撤对流动性环境的影响，因而短期也没有改变流动性宽松局面。不过，央行对维持货币政策正常化的明确取向也没有改变，11月份的货币增长回升，属于“宽信用”发展下市场信用创造效应放大的结果，并非意味着货币当局回归维持中性稳健的政策基调方向的改变，未来货币政策重心仍立足结构性调整需求，以定向投放为主，在量上或有进一步收缩，以适应“宽信用”发展的变化。

2. 货币增长、信贷增长的组合将改变

很久以来，笔者一直将信贷增长超过货币增长的两组间组合状态，叫做“宽信贷、紧货币”，而将相反的组合名为“宽货币、紧信贷”。两种状态实际上反映了经济运行状况和政策的周期性应对变化。在经济低迷时期，在货币当局的逆周期管理政策下，信贷增长将在宽松政策基调下较快增长；同时受非金融机构部门经营放缓的影响，同样信贷和信用创造下，货币创造效应下降，从而货币增长落后于信贷增长。在经济繁荣时期则会体现相反态势。

由于中外疫情控制效果差异，疫情对经济、社会的影响在中外间存在很多差异。中国自3季度后已基本步入了后疫情时代，疫情对经济和社会的影响已完全处于可控状态，经济进入全面复苏，社会生活恢复正常。中国经济的良好表现，在货币领域的表现，自然会在货币、信贷增长的组合结构上表现出来：受货币政策临时性宽松边际后撤的影响，信贷增长稳中趋落，但市场经营主体活跃度的提高，使得金融机构同样信用创造带来的货币创造效应上升，使得两者间的差距缩小。

图1 中国信贷和货币增长的月度变化(%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

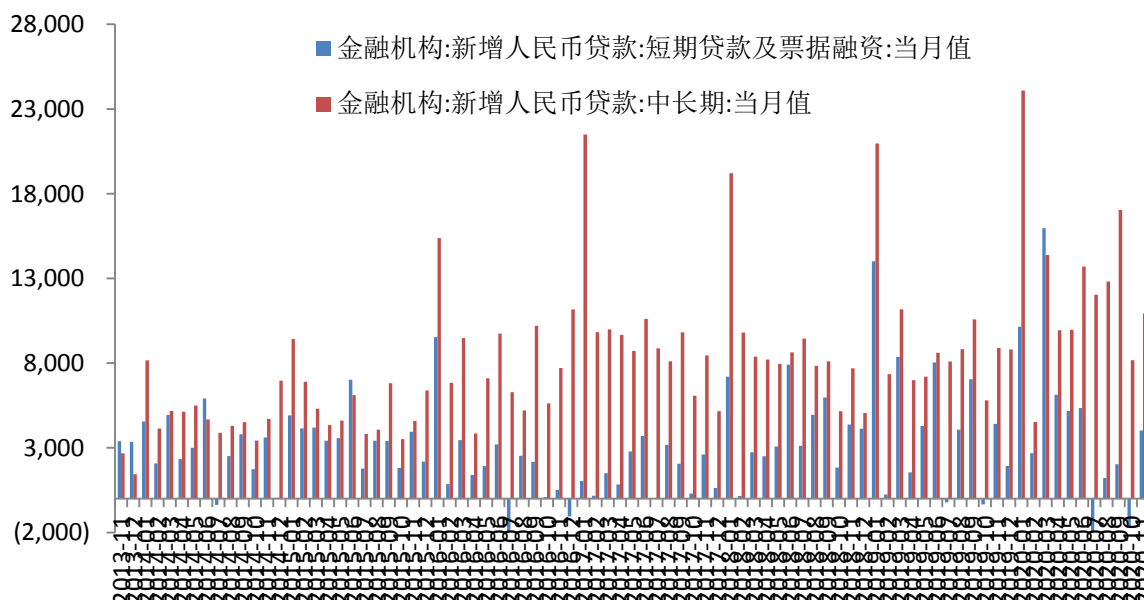
2014年以来，中国经济开始进入“底部徘徊”阶段，信用创造的货币增长效应下降，货币增速持续低于信贷增速；伴随经济低迷程度的上升，两者间的差距也在扩大，2017年下半年后最为明显，2016-2019年间，信贷增长超越货币增长的间距分别为2.2、4.6、5.4、4.6。2020年2季度后，中国经济强劲反弹，信贷增速和货币增速间的差距迅速缩小，2020年上半年（6月份为2.1），随后企稳在2.1-2.6

之间运行，11月份差距为2.1。由于中国经济持续回暖的态势没有改变，因此预期两者的差距仍会缩小，2021年两者间将会处于胶着状态，但是否会形成稳定的“宽货币、紧信贷”组合，还有待后续经济和政策运行的变化。

3. 中长期新增信贷仍担当主流

当前信贷增长更多的还是属于政策放松后金融主动性投放推动的结果；经济活跃后非金融部门需求增长引起的信贷增长，通常会引起短期限的经营性融资比重上升。整体来，中国经济的回升还属于疫情后的反弹回升阶段，经济活力的内在增强还在酝酿中，因而中长期信贷的比重较高是稳定状态。11月份人民币贷款增加1.43万亿元，同比多增456亿元。其中，短期贷款和票据融资增加4024亿元，中长期贷款增加10936亿元。

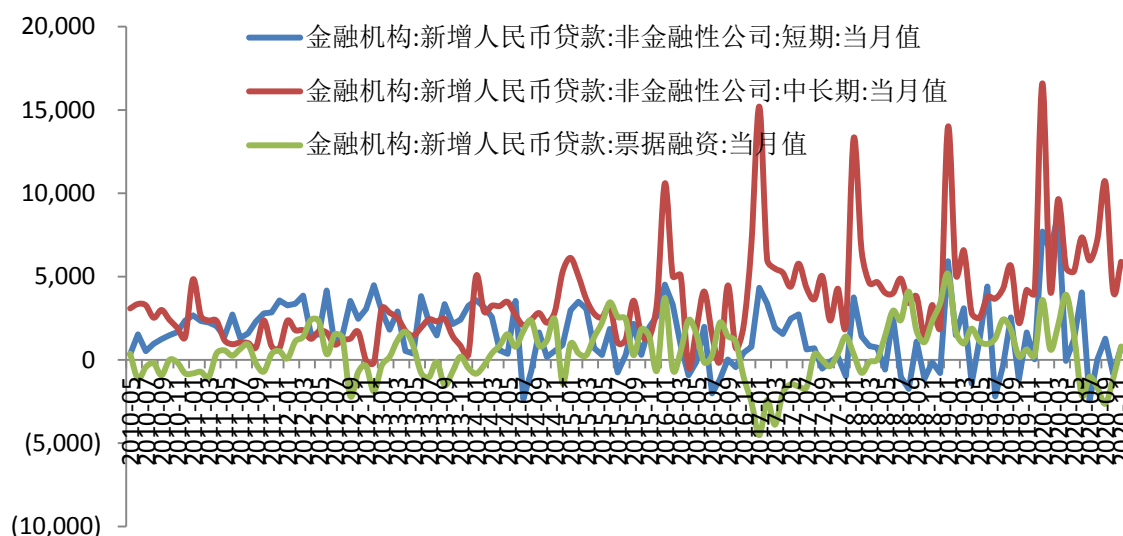
图2 中国信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

企业部门信贷增长的长期化态势不变，表明政策性增长是企业部门信贷增长的主要原因。从企业部门看，经济进入复苏的2季度以来，信贷期限的长期化成为企业部门信贷投放的显著特征，这和疫情期间信贷期限均衡化的特征，构成了显著区别。2020年11月份的企业部门信贷增长，依然呈现了显著的长期化态势。当月企（事）业单位贷款增加7812亿元，其中，短期贷款增加734亿元，中长期贷款增加5887亿元，票据融资增加804亿元。企业部门信贷趋于长期化，意味着经济内在活力仍需要增强，亦表明中国当期经济运行仍处于底部阶段。

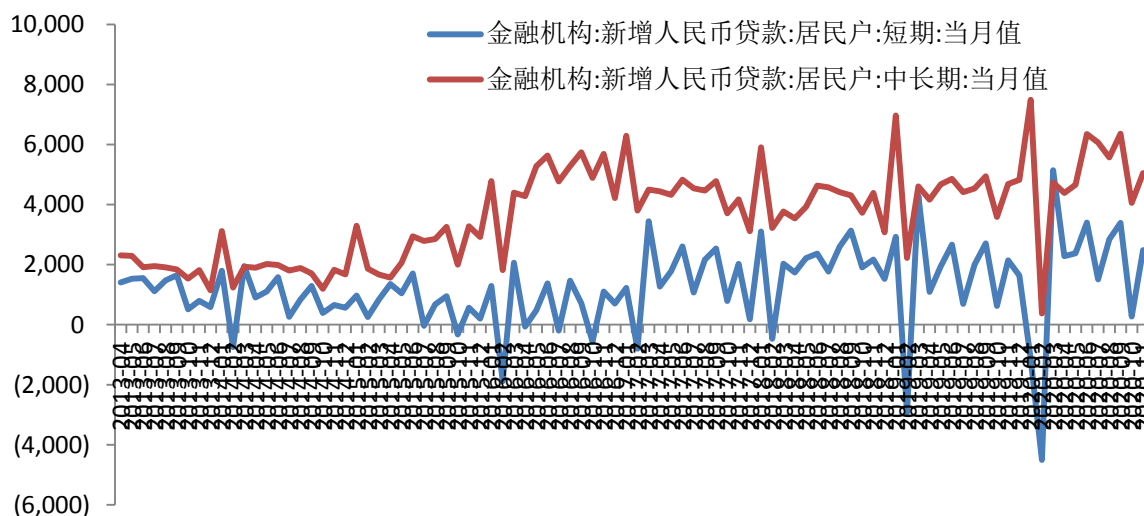
图2 中国企业部门信贷增长的期限变化 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

居民部门信贷增长仍然和企业部门不相上下,表明房地产领域仍然是新增信贷的主要流向地,楼市泡沫对金融的“向心”吸引力仍相当强大,楼市“虚火”仍旺。从房地产市场角度看,2 季度以来,中国楼市成交已恢复到一个较高水平,并保持了平稳运行态势,楼市的活跃造就了居民部门信贷融资需求的高增长基础。从居民部门的信贷期限分布看,长期期限仍然是主流,按揭贷款增长仍然决定着居民信贷的增长状况。基于投放比重,金融机构对房地产领域融资的“偏爱”一直存在;由于房地产市场的持续活跃,未来居民部门的信贷增长仍然将维持高位,房地产融资在金融市场中的重要性已会居前列。

图4 中国居民部门信贷增长的期限分布 (亿元)



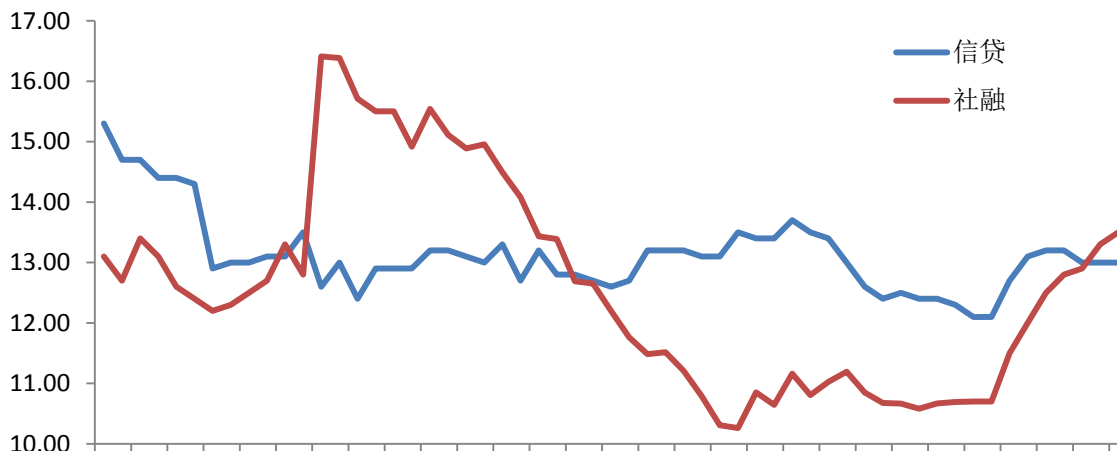
数据来源: Wind, 上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

4. 宽信用得到确认

在现代金融体系下，宽信用有两层含义，一是指信贷增速超越货币增速，二是指社融增速超过信贷增速。第一层含义下的“宽信用”，通常体现经济运行状态；第二种含义则更多地体现了当下意义上的“宽信用”，即资本市场功能增强带来的金融发展和流动性宽松。笔者很早指出，随着经济进入后疫情时代，中国货币环境将重新回归中性，从而将带来“紧货币、宽信用”的完美组合状态。因为通过发挥资本市场功能，提高货币积极性；就意味着，未来货币积极性提高，有赖于货币中性下“宽信用”的发展！货币存量过分充裕的状态，使得随着结构性货币政策效力的逐渐发挥，资本市场在实体经济中的融资作用进一步增强，使得中国流动性环境得以实现“紧货币”的同时，“宽信用”得到发展。在发挥资本市场功能的导向下，经济的疫情后强劲反弹，信贷增长的放缓的同时，社融就继续保持了增长回升的态势，就带来了“宽信用”局面的来临。2020年8月，社融增长开始超越信贷增长，11月份货币增长在信贷增长平稳下的回升，实际上就是宽信用发展的进一步印证。

图5 中国信用增长的变化（同比/月，%）



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_868

