

社融见顶

——2020年11月金融数据点评

2020年12月10日

宏观经济 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

央行公布11月金融数据，新增社融2.13万亿，前值1.42万亿，同比多增1363亿，社融存量同比增长13.6%，较上月回落1个百分点；新增人民币贷款1.43万亿，同比多增400亿，新增委托贷款减少31亿，新增信托贷款减少1387亿，债券净融资862亿，同比少增2467亿，政府债券净融资4000亿，同比多增2283亿。10月M2同比增长10.7%，较上月回升0.2个百分点；M1同比增长10%，较上月回升0.9个百分点；M0同比增长10.3%，较上月下降0.1个百分点。

主要观点：

11月社融增速如期回落，回落幅度较小；新增社融依然由表内信贷支撑，企业贷款结构继续优化，居民信贷持续扩张，票据融资在持续收缩5个月后首次转正，或意味着结构性存款压降对票据融资的压力有所缓解；11月表外融资继续收缩，新增信托贷款缩小幅度超千亿，新增未贴现银行承兑汇票减少约600亿；11月受永煤违约事件影响，企业债券融资减少幅度较大，政府债券也如期回落。

今年宽松货币政策下信用加速扩张基本见顶，随着国内疫情防控得当，国内经济持续复苏，货币政策逐渐回归常态化，结构性货币政策工具逐渐退出，紧货币逐渐传导至信用端，信贷供给扩张幅度减弱；而在经济复苏强劲，信贷需求不弱的背景下，贷款利率上升压力较大；预计2021年上半年社融将呈现量紧价收的局势，社融增速或稳定小幅回落。

1. 新增贷款不弱

11月新增贷款略高于去年同期，信贷扩张力度继续减弱；居民端，短贷、中长贷较去年同期扩张的幅度与前三季度相比明显减少，短贷、中长贷较去年11月同比多增约百亿；企业贷款结构进一步优化，11月中长期贷款较去年同期多增1681亿，短期贷款则较去年同期少增900亿；从11月数据来看企业端信贷扩张更快，同比多增幅度更大，居民端中长期贷款扩张幅度明显减弱，这或许与房地产行业严监管下，房地产销售额增速回归理性有关；综合来看，当前货币政策逐渐回归常态化叠加经济复苏态势延续，信贷扩张更多由企业端信贷需求拉动，信贷扩张的力度边际减弱，但依然不弱。

票据融资在连续5个月的缩减之后再次回正，11月票据融资为804亿元；11月同业存单利率上行压力并未明显减弱，商业银行结构性存款压降任务还未完成，负债压力依然较大，我们认为新增票据融资回正或意味着前期结构性存款压降导致“票据融资-结构性存款”套利难以持续、票据融资收缩压力逐渐减缓，票据融资或逐渐回归企业生产融资本质。未来票据融资持续为正或缩减幅度大幅减少。

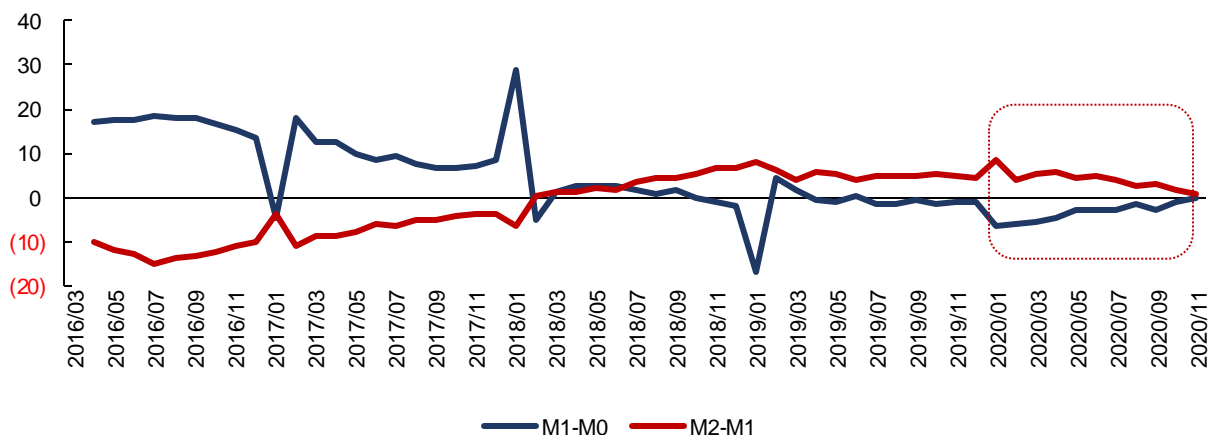
2. 表外融资收缩，社融增速小幅回落

11月社融存量增速预期内回落，新增社融2.13万亿，同比多增1363亿，11月社融扩张主要由信贷支撑，表外融资方面，信托贷款、委托贷款继续收缩，其中前者收缩约1387亿，未贴现银行承兑汇票也继续收缩，11月减少626亿；此外企业债券融资降至年内低点，永煤事件引发信用危机，多家企业债券发行纷纷取消；11月政府债券供给亦回归常态，政府债券融资4000亿；11月新增社融延续扩张趋势，但主要依靠表内信贷支撑，表外融资持续收缩，信用事件导致企业债券融资大额减少，违约事件或将继续影响后续企业债券融资，但影响将逐渐减弱。

3. 存款活化显示经济复苏势头不弱

11月M2增速再次回升；从新增存款来看，年末财政加快支出，表现在每年11月、12月央行财政存款账户季节性降低；股市带动下非银行金融机构存款回升，较去年同期增加约1千亿；此外，从1季度开始，M2-M1逐渐向0收敛、M1-M0增速不断回升，说明随着经济复苏加快，定期存款逐渐活化，11月M1增速继续回升也显示经济复苏动力仍未减弱，企业存款活化，生产经营活动活跃。

图1：定期存款活化



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 货币政策回归常态化，社融增速见顶回落

11月存量社融增速小幅回落，今年宽松货币政策下信用加速扩张基本见顶，随着国内疫情防控得当，国内经济持续复苏，货币政策逐渐回归常态化，结构性货币政策工具逐渐退出，紧货币逐渐传导至信用端，信贷供给扩张幅度减弱；而在经济复苏强劲，信贷需求不弱的背景下，贷款利率上升压力较大。2021年上半年社融将呈现量紧价收的局势。

5. 风险提示

货币政策不及预期，经济恢复不及预期

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
深度	东兴宏观：流动性波动加大——2020年12月货币市场流动性前瞻	2020-12-02
点评	东兴宏观：信用增速或将迎来拐点——2020年10月金融数据点评	2020-11-12
深度	东兴宏观：资金面压力边际缓解——2020年11月货币市场流动性前瞻	2020-10-30
点评	实体融资需求仍强——2020年9月金融数据点评	2020-10-14
深度	东兴宏观：资金面仍将延续“紧平衡”——2020年10月货币市场流动性前瞻	2020-09-30
点评	政府信用支撑下社融高增长——2020年8月金融数据点评	2020-09-14
点评	东兴宏观：宽松信用环境呵护经济复苏——2020年7月金融数据点评	2020-07-13
点评	东兴宏观：信用环境持续宽松，政府债券支撑社融——2020年5月金融数据点评	2020-06-11
点评	东兴宏观：货币政策效果渐显，信用环境将持续宽松——2020年3月金融数据点评	2020-04-12
点评	疫情导致短期信贷结构分化，降准降息仍可期——2020年2月金融数据点评	2020-03-12
点评	稳总量，调结构与降成本——2019年4季度货币政策报告点评	2020-02-20
点评	货币宽松效果初现，降息降准仍在路上——2019年12月中国金融数据点评	2020-01-17
专题	政策回归稳增长，信用环境继续修复——2020年货币及信用展望	2020-01-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_942

