

实体信用扩张周期拐点已现

——2020年11月货币数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **核心观点：**随着货币政策逐步回归常态，11月份社融、信贷等增速均有所回落，实体流动性拐点大概率已经出现；但信贷结构数据依然向好，M1增速继续大幅攀升，反映出经济活动持续改善，四季度GDP回归至潜在增速水平概率较大。预计未来国内经济“爬坡”与政策“退坡”格局延续，流动性维持紧平衡或成货币政策主基调，但近期国内通缩压力有所加大，货币政策短期亦不存在大幅收紧的基础，以防出现“政策断崖”。具体看：
 - **企业债与表外票据收缩，拖累社融增速年内首度回落。**11月国内社融增量同比多增1406亿元，但存量增速为13.6%，较上月回落0.1个百分点。从分项看，受益政策持续发力和实体融资需求回升，政府债券和人民币贷款分别同比多增2284和1667亿元，是社融保持多增的主要贡献力量；但永煤等信用违约引发利率上行，企业债券融资同比减少2468亿元，对本月社融形成重大拖累；此外央行加大金融防风险力度，表外票据和信托贷款亦分别同比多减少1196和714亿元。往后看，政府债券和信贷对社融仍有支撑，但表外融资和企业债收缩压力犹存，预计12月份社融增速将小幅回落至13.5%左右。
 - **政策退潮下信贷增速持续放缓，但经济修复推动信贷结构依然向好。**11月新增人民币贷款1.43万亿元，同比多增456亿元，存量增速为12.8%，较上月继续回落0.1个百分点。受金融防风险力度加大影响，非银金融机构贷款同比减少1316亿元，是拖累信贷增速放缓的主因；同期流向实体的信贷则继续保持较快增长，反映实体经济持续修复。具体看，企业端，经济修复支撑中长贷连续9个月同比多增1500亿元以上，但货币退潮对企业短贷的拖累显现，本月同比减少909亿元；居民端，受益消费回暖和房地产销售保持韧性，居民短贷和中长贷分别同比多增344和360亿元，后者已连续6个月保持多增。
 - **财政支出提速是M2回升主因，企业盈利改善推动M1继续攀升。**11月M2增速为10.7%，较上月提高0.2个百分点，主要源于临近年关，淤积的财政资金投放速度明显加快，如本月新增财政存款较上月大幅减少10907亿元，有利于派生出可以计入M2的居民与企业存款；同时，实体经济持续修复贷款创造存款的信用货币创造或相对维持稳定，也对M2形成支撑。11月M1增速较上月继续大幅提高0.9个百分点至10%，主要源于企业盈利持续改善，同时财政资金下拨后，变成机关团体活期存款，也有利于M1回升。预计12月份M2增长10.6%左右。
 - **货币政策展望：“紧平衡”已成未来主基调，降息降准均难现。**11月金融数据尤其是结构数据向好，显示四季度GDP回归至潜在增速水平概率较大。预计未来国内经济“爬坡”与政策“退坡”格局延续，流动性维持紧平衡或成货币政策主基调。量的方面，降准的概率极低，预计2021年M2和社融增速或分别降至9%和11%左右；价的方面，预计2021年上半年之前降息基本没有可能，降成本需向改革要空间，如继续金融让利、提高直接融资比重等；结构方面，央行将继续强调定向发力实现精准滴管作用，结构性政策工具仍将担当重任。

财信研究院

宏观团队

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员

电话：010-68086480

邮箱：huwenyan21@126.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、企业债券与表外票据收缩，拖累社融增速年内首度回落	3
二、政策退潮下信贷增速持续放缓，但受益经济修复结构依然向好	4
三、财政支出提速是 M2 回升主因，企业盈利改善推动 M1 继续攀升	5
四、“紧平衡”已成货币政策主基调，降息降准均难现	6

正文：

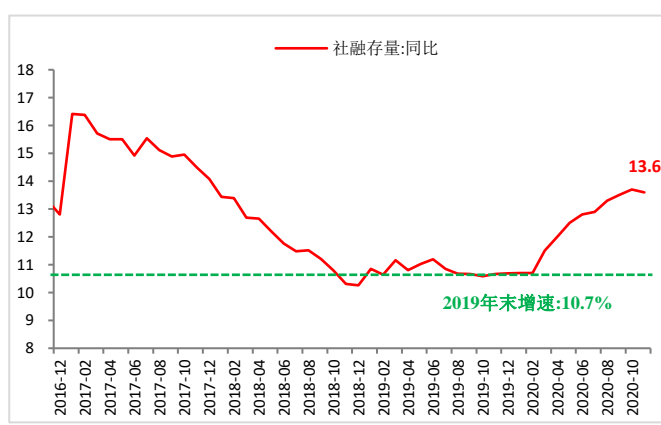
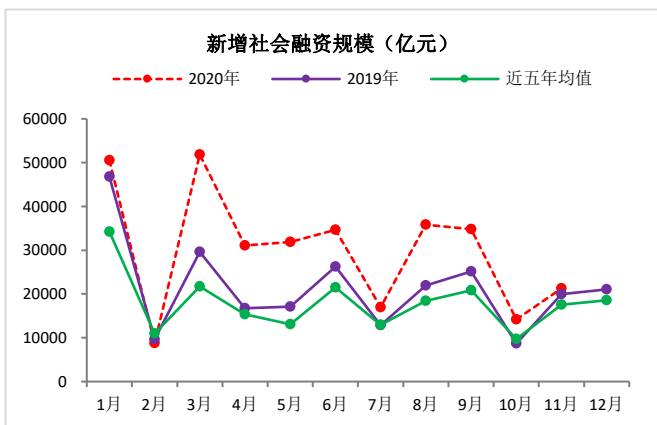
事件：2020年11月份，社融增量为2.13万亿元，较上年同期多增1406亿元；新增人民币贷款1.43万亿元，较上年同期多增456亿元；货币供应量M1、M2分别同比增长10.0%、10.7%，增速较上月末分别提高0.9和0.2个百分点，比上年同期分别提高6.5和2.5个百分点。

一、企业债券与表外票据收缩，拖累社融增速年内首度回落

11月份国内社会融资（简称社融，下同）增量为2.13万亿元，同比多增1406亿元（见图1）；存量增速为13.6%，较上月回落0.1个百分点（见图2），年内首次出现回落，验证了上月我们对社融增速拐点已现的判断。

图1：社融增量扩张幅度明显放缓

图2：社融存量增速年内首次出现回落



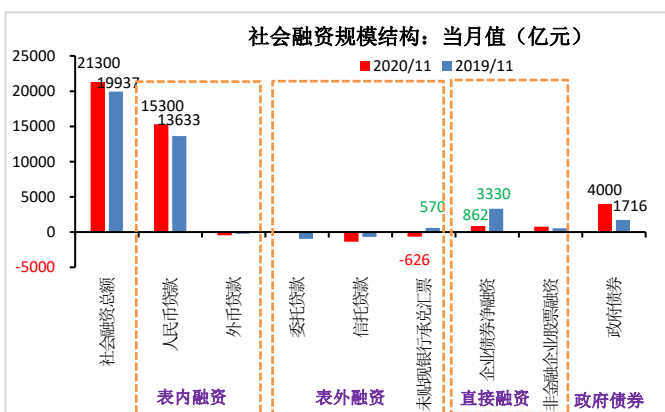
资料来源：WIND，财信研究院

资料来源：WIND，财信研究院

从分项看（见图3），受益国债发行维持高位，政府债券同比多增2284亿元，依旧是本月社融保持多增的最大贡献因素；此外实体经济持续修复带动融资需求回升，加上惠企金融扶持政策显效，人民币贷款（社融口径）同比多增1667亿元，对社融的支撑作用持续增强。但其他社融分项中，受永煤等信用违约事件爆发影响，国内市场利率与风险溢价明显抬升，企业债券融资同比减少2468亿元，对本月社融形成重大拖累；同时央行继续加大金融防风险力度，本月表外未贴现银行承兑汇票、信托贷款分别同比多减少1196和714亿元，两者收缩幅度均较上月明显扩大，对社融的贡献持续下降。

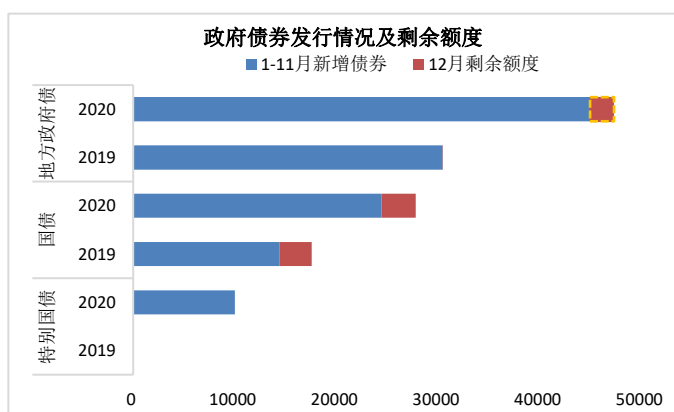
往后看，预计12月份社融增速将小幅回落至13.5%左右。一是受12月用于补充中小银行资本金的地方政府专项债集中发行影响（根据国务院安排，预计规模在2000亿左右），政府债券对社融增速仍有支撑（见图4）。二是实体融资需求回暖，叠加已出台惠企政策持续发力，信贷对社融的支撑仍偏强。三是央行金融防风险力度不减，表外融资收缩压力犹存；四是货币政策回归正常趋势下，信用违约风险暴露短期难以消退，或对企业债发行持续形成压制。

图 3: 11 月新增社会融资规模结构



资料来源: WIND, 财信研究院

图 4: 政府债券发行情况及剩余额度(亿元)

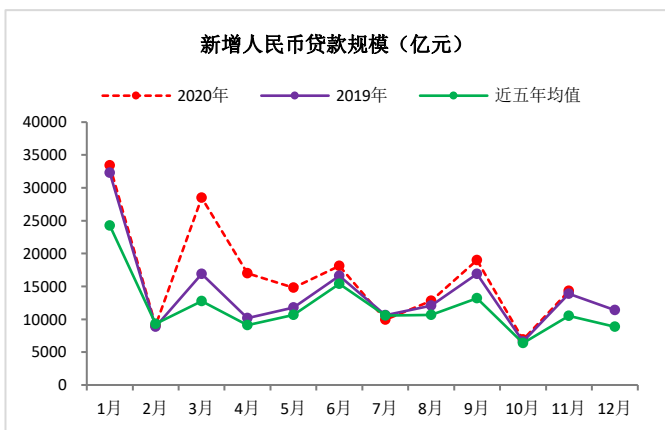


资料来源: WIND, 财信研究院

二、政策退潮下信贷增速持续放缓，但受益经济修复结构依然向好

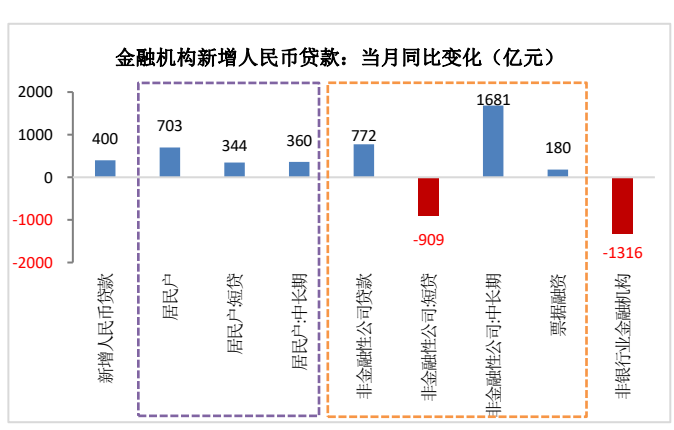
11 月金融机构新增人民币贷款 1.43 万亿元，较上年同期多增 456 亿元（见图 5）；存量增速为 12.8%，较上月继续回落 0.1 个百分点。其中，受货币政策逐步回归正常，央行加大金融防风险力度影响，非银金融机构贷款同比减少 1316 亿元，是拖累信贷增速放缓的主因；同期流向实体经济领域的信贷资金，则继续保持较快增长（同比多增 1872 亿元），尤其是企业中长贷延续高增势头，表明实体融资需求仍在继续修复（见图 6）。具体看：

图 5: 金融机构新增人民币贷款增幅持续收窄



资料来源: WIND, 财信研究院

图 6: 金融机构新增人民币贷款：当月同比增幅



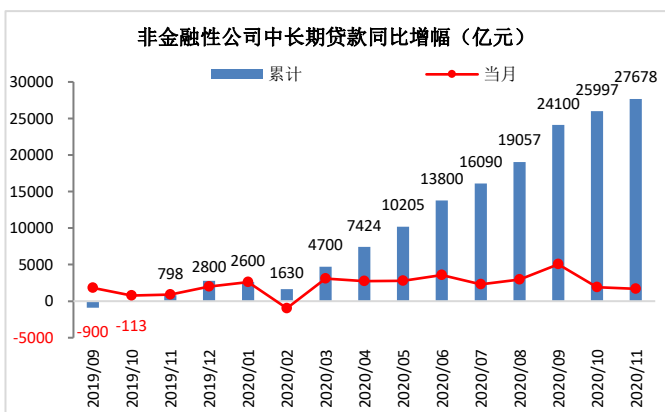
资料来源: WIND, 财信研究院

企业端，经济修复支撑中长贷延续高增，但货币退潮对企业短贷的拖累显现。11 月企业部门贷款同比多增 772 亿元（见图 6），增幅较上月明显放缓。其中，受宽货币放缓影响，非金融企业短贷同比减少 909 亿元，是主要拖累因素；同期受益工业企业利润连续 5 个月保持双位数增长、国内服务业加快恢复，叠加央行信贷政策持续向实体经济倾斜，非金融企业中长期贷同比继续多增 1681 亿元，连续 9 个月同比多增 1500 亿元以上（见图 7）；此外本月票据融资规模由负转正，结束连续 5 个月大幅收缩态势，但后续改

善幅度预计依旧有限。

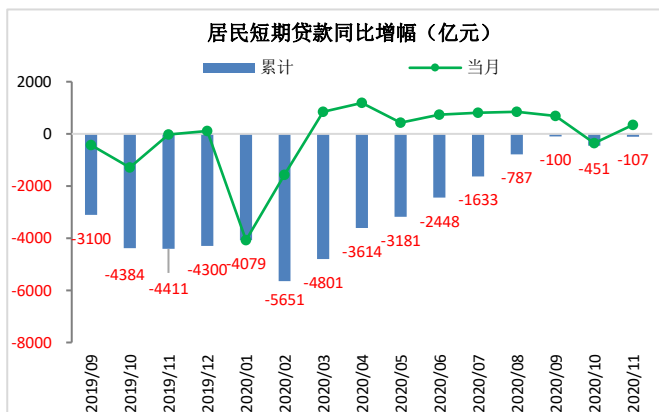
居民端，受益消费回暖和房地产销售保持韧性，居民短贷和中长贷均改善。11月居民部门贷款新增7534亿元，同比多增703亿（见图6），改善幅度较上月有所扩大。其中，受益促消费政策力度加大，叠加服务消费、线下消费持续回暖，居民短贷同比多增344亿元，重回漫漫修复路（见图8）；同期居民中长贷同比多增360亿元，连续6个月保持多增，或主要源于房地产销售维持韧性，居民还在继续加杠杆买房，如11月份30大中城市房地产成交面积与成交套数增速分别达到6.8%和8.0%，且后者增速较上月还提高1.4个百分点。

图7：非金融性公司中长期贷款同比增幅（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

图8：居民短期贷款同比增幅（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

三、财政支出提速是M2回升主因，企业盈利改善推动M1继续攀升

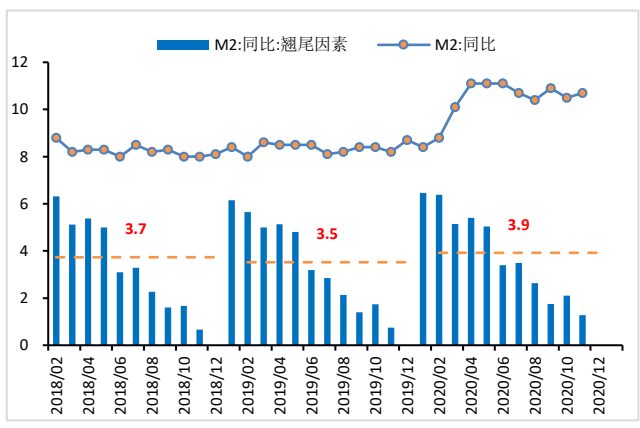
11月末M2同比增长10.7%，较上月提高0.2个百分点（见图9），主要源于临近年关，淤积的财政资金投放速度明显加快，如本月新增财政存款为-1857亿元，较上月大幅减少10907亿元，有利于派生出可以计入M2的居民与企业存款；同时，本月信贷增速虽有所放缓，但实体经济持续修复，信贷结构持续改善，贷款创造存款的信用货币创造或相对维持稳定，对M2形成支撑。

11月末M1同比增长10%，较上月继续大幅提高0.9个百分点（见图10），再创新高。其中，单位活期存款占M1的比重超过80%，其增速由10月的9.0%提高至11月的9.9%，是M1大幅回升的主因。单位活期存款增速持续回升，一方面与企业盈利持续改善密切相关，因为根据历史经验，企业经营活动越好，现金和资金流越多，活期存款也就越多，反之则相反；另一方面，财政资金下拨后，变成机关团体活期存款，带动包括机关团体在内的其他单位活期存款增速提高较快（见图11），也对M1回升提供重要支撑。此外，本月M1与M2的剪刀差较上月继续大幅收窄0.7个百分点至-0.7%（见图10），也反映出实体经济活动持续改善，企业盈利向好态势有望延续。

预计12月份M2增长10.6%左右。一是12月翘尾因素较上月要大幅降低1.8个百分点，不利于M2增速提高；二是年内已出台的惠企金融政策继续显效，叠加实体需求

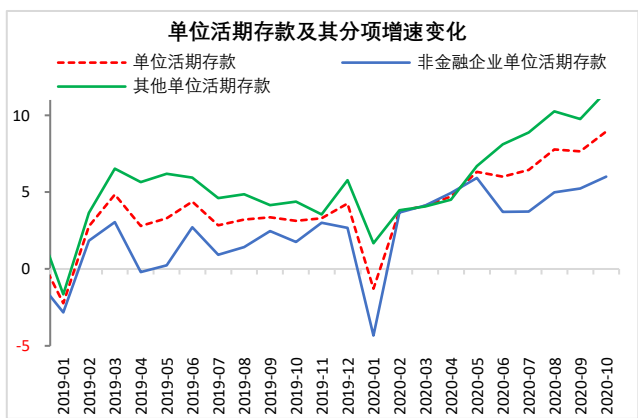
回升，国内信用货币创造有望继续保持稳定，对 M2 形成支撑；三是根据历史经验，12 月财政存款将继续环比回落，有利于 M2 提升。

图 9：12 月 M2 翘尾因素降低 1.8 个百分点



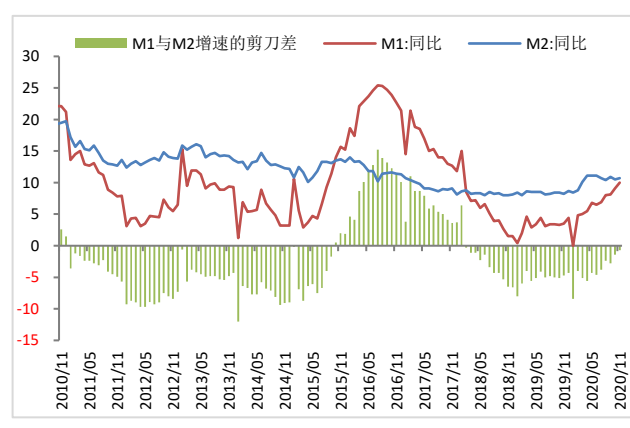
资料来源：WIND，财信研究院

图 11：其他单位活期存款增速提高最快



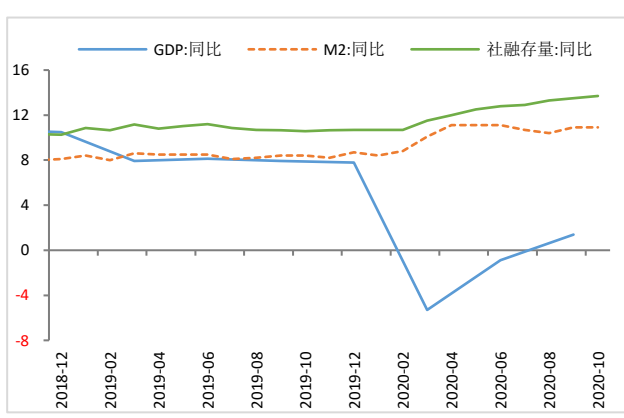
资料来源：WIND，财信研究院

图 10：M1 与 M2 增速剪刀差降幅继续收窄



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：M2 和社融增速明显高于名义 GDP 增速



资料来源：WIND，财信研究院

四、“紧平衡”已成货币政策主基调，降息降准均难现

随着货币政策逐步回归常态，11 月份社融、信贷等增速均有所回落，但信贷结构依然向好，M1 增速继续大幅攀升，反映出经济活动持续改善，四季度 GDP 回归至潜在增

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_961



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn