

社融拐点怎么看？

——11月金融数据点评

宏观事件点评

2020年12月10日

报告摘要：

● 一问，信贷数据为何略超预期？

11月新增人民币贷款14300亿元，相比去年同期多增401亿元，略超市场预期的13600亿元。分结构看，企业中长期贷款新增5887亿元，相比去年同期多增1681亿元，反映出企业投资需求改善，贷款质量有所提高。居民中长期贷款新增5049亿元，同比多增360亿元，反映出尽管在楼市调控有所趋严的情况下，居民购买热情依然较高，另一方面个人房贷加权利率的下降也有助于提振购房需求。企业短期贷款新增734亿元，同比少增909亿元，随着货币政策走向正常化，央行预计会逐渐收回疫情期间向小微企业投放的流动性，企业短期贷款可能会有所收缩。居民短期贷款新增2486亿元，同比多增344亿元，反映出消费反弹的趋势，票据融资新增804亿元，同比多增180亿元。拖累项是非银贷款，11月非银贷款减少660亿元，同比多减1256亿元，非银贷款减少与非标压降加快相对应，在货币政策正常化背景下《资管新规》有望循序推进，非标压降速度可能加快。总体来看，11月信贷数据表现不错，不仅量在提升，质也有所改善，中长期贷款占比提升或预示固定资产投资增速有进一步回升可能。

● 二问，社融数据为啥略超预期？

11月社融新增21300亿元，略超市场预期的19800亿元。分结构来看，非标融资同比多减981亿元，成为社融拖累项，疫情期间非标压降一度放缓，但在货币政策正常化的背景下，非标压降预计有所提速。值得一提的是，非标中银行承兑汇票新减31亿元，同比少减928亿元，继续成为非标中表现亮眼的项目。11月企业债新增862亿元，同比少增2468亿元，成为社融最大拖累项，这两方面原因，一方面是近几月企业债发行利率有所上升，企业发债成本下降；另一方面系永煤事件导致一部分信用债取消发行计划。但随着永煤事件有所淡化，预计12月信用债发行将环比回升。11月股权融资新增771亿元，同比多增247亿元，表现继续亮眼。政府债券新增4000亿元，同比多增2284亿元，继续成为社融最大拉动项。由于还有一部分剩余发行额度，预计12月政府债券发行规模仍会保持较高水平。总体来看11月社融增量略超预期的原因系信贷和政府债券拉动。

● M1上升代表什么？

M1反映企业活期存款和流通中的现金，当M1同比增速上升时说明企业对未来经营前景较为乐观，更愿意将资金用于生产投资。今年疫情以来M2同比增速持续回升，11月M1同比增长10.0%，M2同比增长10.7%，二者剪刀差进一步收窄。从历史经验来看，当M1增速减M2增速扩大时，经济势头通常较好，PPI通常上行。结合11月PMI数据来看，当前经济处于强劲扩张阶段，预计四季度GDP增速将明显高于潜在产出。另一方面，11月财政存款降幅低于往年平均水平，反映当前财政开支与政府债券发行仍处于错位的状态，预计12月财政开支有望明显增加。

● 风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、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：

12月9日，央行公布11月金融数据：

新增人民币贷款14300亿元，市场预期13600亿元，前值6898亿元。

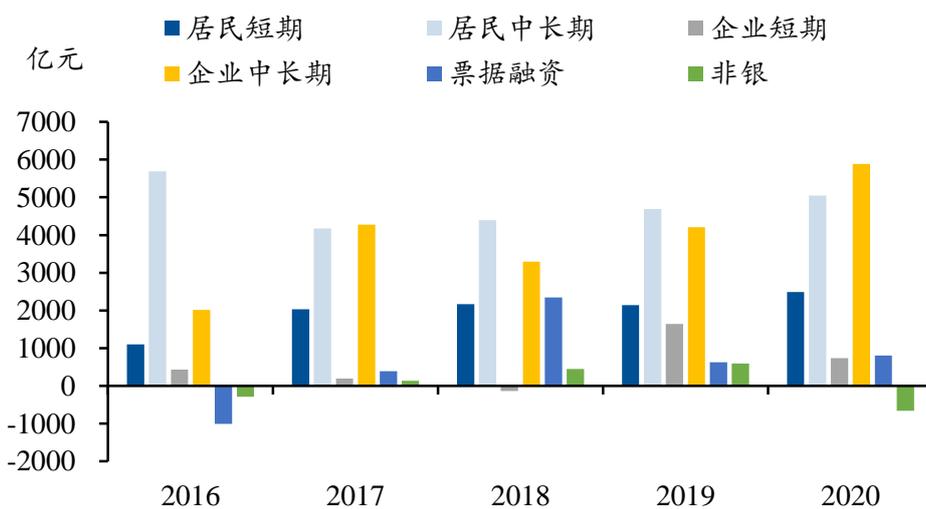
新增社会融资规模21300亿元，市场预期19800亿元，前值14173亿元。

M2同比10.7%，市场预期10.6%，前值10.5%；M1同比10.0%，前值9.1%。

一、数据表现：信贷数据略超预期

一问，信贷数据为何略超预期？ 11月新增人民币贷款14300亿元，相比去年同期多增401亿元，略超市场预期的13600亿元。分结构看，企业中长期贷款新增5887亿元，相比去年同期多增1681亿元，反映出企业投资需求改善，贷款质量有所提高。居民中长期贷款新增5049亿元，同比多增360亿元，反映出尽管在楼市调控有所趋严的情况下，居民购买热情依然较高，另一方面个人房贷加权利率的下降也有助于提振购房需求。企业短期贷款新增734亿元，同比少增909亿元，随着货币政策走向正常化，央行预计会逐渐收回疫情期间向小微企业投放的流动性，企业短期贷款可能会有所收缩。居民短期贷款新增2486亿元，同比多增344亿元，反映出消费反弹的趋势，票据融资新增804亿元，同比多增180亿元。拖累项是非银贷款，11月非银贷款减少660亿元，同比多减1256亿元，非银贷款减少与非标压降加快相对应，在货币政策正常化背景下《资管新规》有望循序推进，非标压降速度可能加快。总体来看，11月信贷数据表现不错，不仅量在提升，质也有所改善，中长期贷款占比提升或预示固定资产投资增速有进一步回升可能。

图1：11月份企业中长期贷款和居民中长期贷款放量

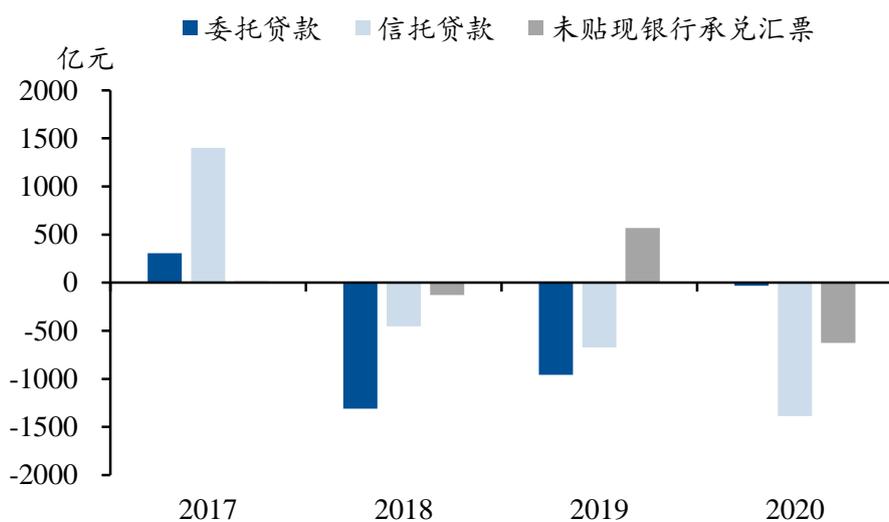


资料来源：Wind，民生证券研究院

二问，社融数据为啥略超预期？ 11月社融新增21300亿元，略超市场预期的19800亿元。分结构来看，非标融资同比多减981亿元，成为社融拖累项，疫情期间非标压降一度放缓，但在货币政策正常化的背景下，非标压降预计有所提速。值得一提的是，非标中银行承兑汇票新减31亿元，同比少减928亿元，继续成为非标中表现亮眼的项目。11月

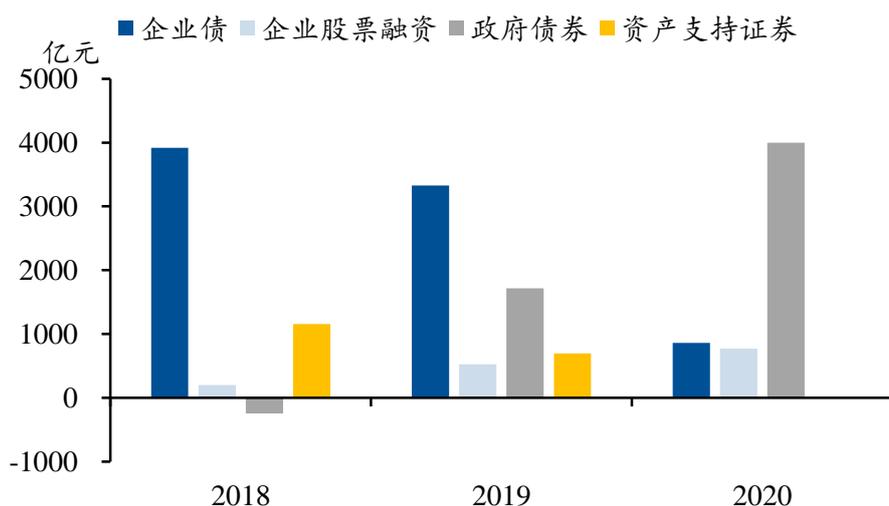
企业债新增 862 亿元，同比少增 2468 亿元，成为社融最大拖累项，这两方面原因，一方面是近几月企业债发行利率有所上升，企业发债成本下降；另一方面系永煤事件导致一部分信用债取消发行计划。但随着永煤事件有所淡化，预计 12 月信用债发行将环比回升。11 月股权融资新增 771 亿元，同比多增 247 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 4000 亿元，同比多增 2284 亿元，继续成为社融最大拉动项。由于还有一部分剩余发行额度，预计 12 月政府债券发行规模仍会保持较高水平。总体来看 11 月社融增量略超预期的原因系信贷和政府债券拉动。

图 2：11 月份非标压降速度加快



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：11 月份政府债券融资继续拉动社融增长

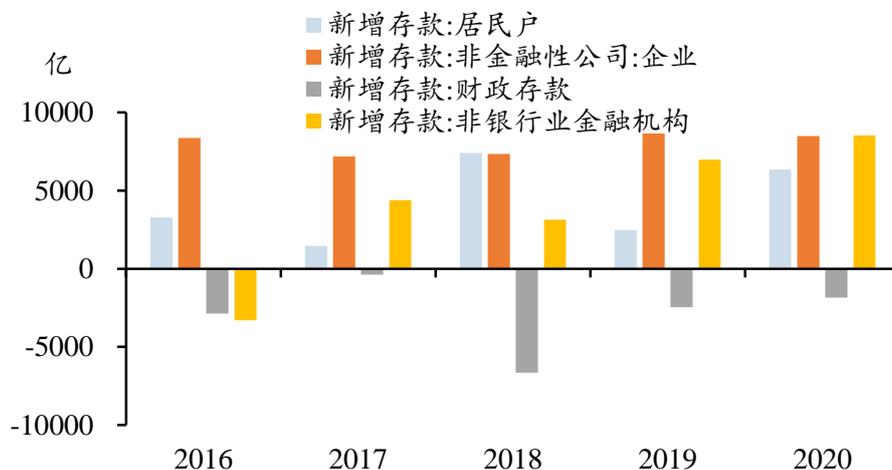


资料来源：Wind，民生证券研究院

三问，M1 上升意味着什么？ M1 反映企业活期存款和流通中的现金，当 M1 同比增速上升时说明企业对未来经营前景较为乐观，更愿意将资金用于生产投资。今年疫情以来 M2 同比增速持续回升，11 月 M1 同比增长 10.0%，M2 同比增长 10.7%，二者剪刀差进一步收窄。从历史经验来看，当 M1 增速减 M2 增速扩大时，经济势头通常较好，PPI 通常上行。

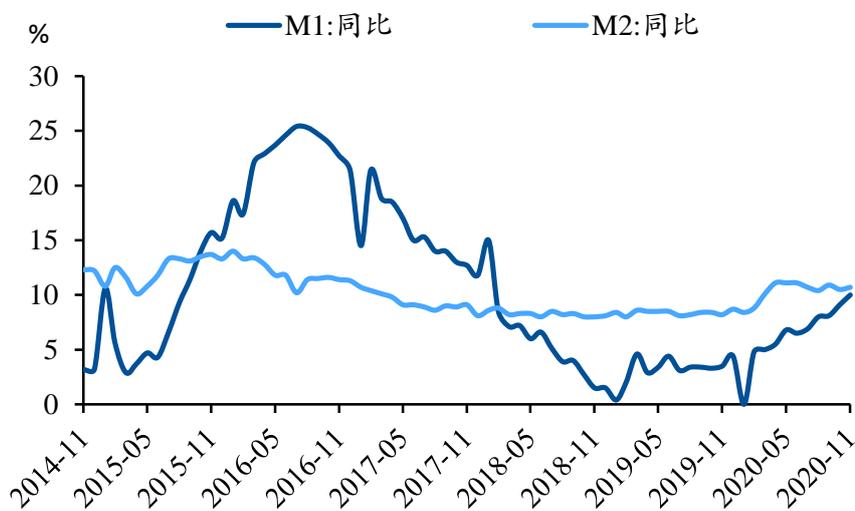
结合 11 月 PMI 数据来看，当前经济处于强劲扩张阶段，预计四季度 GDP 增速将明显高于潜在产出。另一方面，11 月财政存款降幅低于往年平均水平，反映当前财政开支与政府债券发行仍处于错位的状态，预计 12 月财政开支有望明显增加。

图 4：11 月财政存款下降幅度较小



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：11 月 M1 增速继续回升



资料来源：wind，民生证券研究院

二、数据背后：社融拐点来临的三个原因

2021 年信贷增速预计有所放缓。今年由于疫情的原因，央行通过再贷款和再贴现向小微企业大量投放流动性，上半年企业短期贷款、票据融资均明显放量。明年由于疫情进一步淡化，央行可能会收回这部分流动性，企业短贷和票据融资增速有望下降，对信贷形成拖累。但另一方面，由于出口提振，制造业投融资需求有望提升，2021 年企业中长期贷款有望继续发力，占信贷比重或继续提升，改善信贷质量，投资端可能出现报复性反弹。

2021 年是《资管新规》最后一年，非标压降速度或加快。由于疫情的原因，今年非标压降速度有所放缓，银行承兑汇票甚至持续多月正增长。但随着经济恢复正常，货币政策走向正常化，非标压降可能会提速，以满足 2021 年底压降完毕的要求。由于存在大量要被压缩的非标资产，且房地产融资收紧后信托贷款可能受到冲击，2021 年非标降幅可能明显超过今年，成为社融拖累项。

2021 年政府债券发行预计收缩。今年政府财政赤字在 3.6% 左右，明年可能会回到 3% 的正常水平，且今年有抗疫特别国债发行，也拉高了政府债券发行规模。明年政府债券发行规模预计同比回落，成为社融拖累项。另外，考虑到今年地方政府宏观杠杆率明显上升的问题，明年地方政府大幅加杠杆难度较大，稳杠杆的可能性比较大，地方政府债券发行规模预计也将有所回落。

三、未来展望：社融拐点不代表社融增速会快速下行

社融拐点对股市冲击有限。社融拐点来临不意味着社融增速会快速下行，未来来看，由于出口持续超预期，且 PMI 显示工业生产仍处于扩张状态，叠加库存周期开启，制造业企业投融资需求或维持高位。未来几个月里新增社融可能不会太低，社融增速仍有保证。由于基数的原因，社融增速或要到 2021 年 3 月才会大幅下降，实体流动性依然充裕，社融拐点对股市冲击有限。

风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、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_964

