

11月金融数据点评

社融增速小幅下降

新增社融和新增信贷都小幅超出市场预期，但社融存量增速小幅下降0.1个百分点；企业流动性偏好持续走高，居民存款增长强劲，居民贷款也较去年同期多增。

- 11月新增社融2.13万亿元，小幅超出市场预期，11月社融存量同比增长13.6%，为今年3月以来社融增速首次下降。
- 11月新增人民币贷款1.53万亿元，与10月相比，企业债的下降最明显，主要是受到债券市场收益率走高和信用风险的波及。
- 11月M2同比增长10.7%，M1同比增长10%，M0同比增长10.3%，单位活期存款同比增长9.93%，准货币同比增长11.04%。11月央行在公开市场净投放4300亿元，保持了流动性基本平稳。从货币投放结果来看，企业的流动性维持好转趋势，我们认为春节之前企业都将维持较高的流动性偏好，M1增速维持在较高水平。
- 11月新增存款2.1万亿元，其中新增居民存款6334亿元，新增企业存款8483亿元。财政存款净下降，考虑到今年财政存在收支增速差的情况，年底财政支出力度可能较大。与去年同期相比，增长最明显的是居民存款和非银存款。由于资本市场波动较大，加之市场此前对IPO预期较高，一定程度上导致非银存款增长较明显，但这也可能造成存款的波动。
- 11月新增贷款1.43万亿元，其中短贷及票据新增4024亿元，中长贷新增1.09万亿元。居民中长贷新增5049亿元，短贷2486亿元，均较10月有所上升，特别是短贷较去年同期也有所上行。
- **四季度生产端和需求端持续回暖。**从11月金融数据来看，国内经济恢复情况保持平稳。供给端，企业流动性持续稳定向好，预计春节前企业的流动性偏好都较难回落，关注跨年社融的总量和结构波动。需求端，居民部门中长期贷款保持强劲，预计对房地产投资增速构成一定支撑，同时短期贷款也较去年同期上升，表明消费需求恢复向好。
- **社融增速拐点到来。**11月社融存量同比增速较10月下行0.1个百分点，从增速拐点来看，比市场预期的到来更早，但我们认为可能是受到了企业债融资少增的扰动，建议关注12月和1月社融的总量和结构表现再做定论。从货币政策来看，我们维持此前预期，认为当前的任务是维持金融机构流动性平稳跨年，另外由于此前受到信用风险影响债市收益率上行，预计一季度维持实体经济融资成本不明显上升也可能成为货币政策关注的重点。由于当前海外疫情加速蔓延，欧美日等主要国家和地区央行货币政策将维持宽松，同时我国通胀持续下行，因此给我国货币政策进一步打开了空间。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

社融小幅超预期。11月新增社融2.13万亿元，较去年同期多增了5520亿元，较10月多增了7127亿元，较去年同期多增了1363亿元，小幅超出市场预期。11月社融存量同比增长13.6%，较10月小幅下降了0.05个百分点，为今年3月以来社融增速首次下降。

人民币信贷也小幅超预期。11月新增人民币贷款1.53万亿元，较去年同期增加了1667亿元，较10月多增了8637亿元。从社融分类来看，与去年同期相比，增长最明显的依然是政府债券，除此之外委托贷款和股票融资较去年同期也有所增长，与去年同期相比少增的主要是企业债、汇票、信托贷款和外币贷款。与10月相比，企业债的下降最明显，另外政府债券、信托贷款、外币贷款、股票融资规模也有不同程度的下降。11月新增直接融资1633亿元，较10月少增1816亿元，主要是受企业债融资少增的影响，表外融资较10月基本持平略有下降。11月企业债融资大幅下降，主要是受到债券市场收益率走高和信用风险的波及。

图表 1. 新增社融构成和变化

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	21300	15300	(447)	(31)	(1387)	(626)	862	771	4000
环比上月变动	7127	8637	(272)	143	(512)	463	(1660)	(156)	(931)
同比去年同期	1363	1667	(198)	928	(714)	(1196)	(2468)	247	2284

资料来源：万得，中银证券

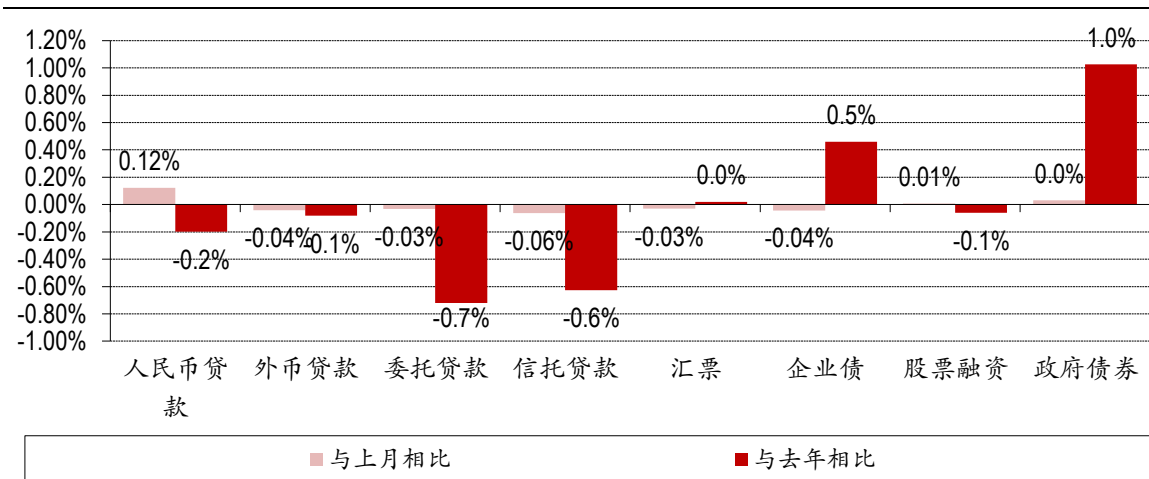
图表 2. 新增社融分类变化

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	14853	(2044)	1633	6858
环比上月变动	8365	94	(1816)	484
同比去年同期	1469	(981)	(2221)	3096

资料来源：万得，中银证券

企业融资可能受利率水平偏高影响。从社融存量结构来看，2020年11月与10月相比，占比上升的主要是人民币贷款，占比下行的除了表外融资之外还包括企业债和汇票；与去年同期相比，政府债占比依然维持占比高增的趋势，企业债占比也上升0.5个百分点。需要关注企业债融资占比规模走高的情况下，当前债券市场利率上行对企业财务成本造成的负面影响，另外由于此前国企债务违约对市场造成明显负面影响，也会对企业债融资额和融资成本造成影响。未来关注货币政策是否会针对债券市场直接融资成本偏高做出调整。

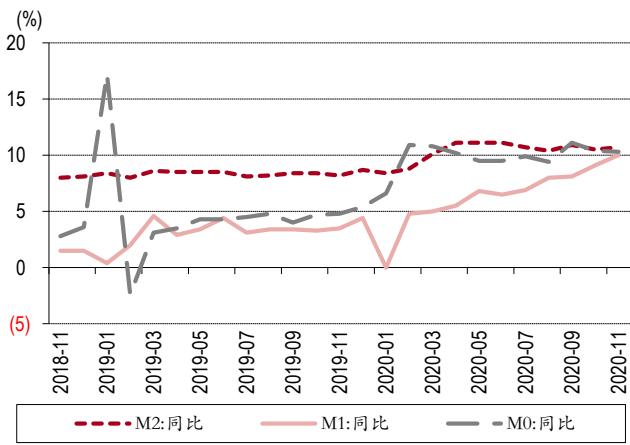
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源：万得，中银证券

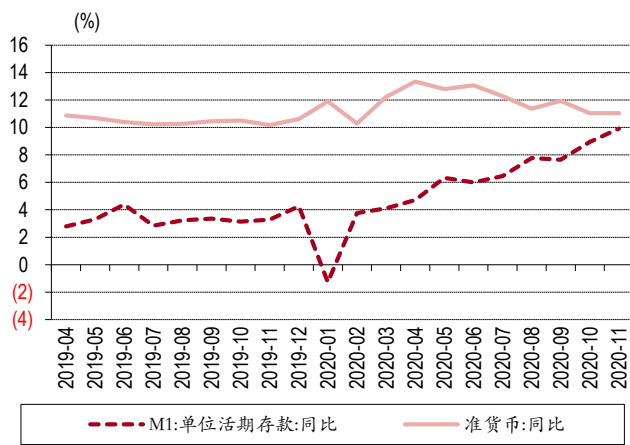
M1 增速持续上行。11月M2同比增长10.7%，较10月上升0.2个百分点，自7月之后维持在较高水平上震荡；M1同比增长10%，较10月上升0.9个百分点；M0同比增长10.3%，较10月下降0.1个百分点。11月央行在公开市场净投放4300亿元，保持了流动性基本平稳。11月单位活期存款同比增长9.93%，较10月上升0.97个百分点，准货币同比增长11.04%，较10月上升0.01个百分点。从货币投放结果来看，企业的流动性维持好转趋势，我们认为春节之前企业都将维持较高的流动性偏好，M1增速维持在较高水平，关注年底前准货币同比增速的波动趋势，节日消费可能阶段性造成居民部门的流动性挤出。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

大型 IPO 项目推动非银存款增长。11月新增存款2.1万亿元，其中新增居民存款6334亿元，新增企业存款8483亿元。居民存款和企业存款都较10月明显上升，但财政存款净下降，考虑到今年财政存在收支增速差的情况，年底财政支出力度可能较大。与去年同期相比，增长最明显的是居民存款和非银存款。由于资本市场波动较大，加之市场此前对IPO预期较高，一定程度上导致非银存款增长较明显，但这也可能造成存款的波动。

中长期贷款继续强劲增长。11月新增贷款1.43万亿元，较去年同期多增400亿元，其中短贷及票据新增4024亿元，较去年同期少增385亿元，中长贷新增1.09万亿元，较去年同期多增2041亿元，11月中长贷继续维持强劲增长。居民贷款新增7534亿元，较去年同期增长703亿元，其中居民中长贷新增5049亿元，短贷2486亿元，均较10月有所上升，特别是短贷较去年同期也有所上行，表明居民消费表现强劲。

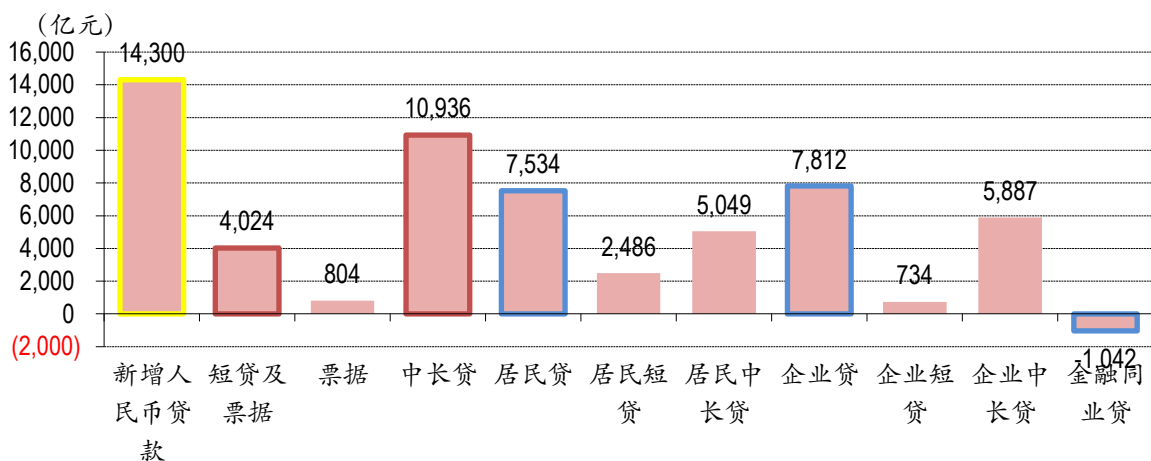
四季度生产端和需求端持续回暖。从11月金融数据来看，国内经济恢复情况保持平稳。供给端，企业流动性持续稳定向好，预计春节前企业的流动性偏好都较难回落，关注跨年社融的总量和结构波动。需求端，居民部门中长期贷款保持强劲，预计对房地产投资增速构成一定支撑，同时短期贷款也较去年同期上升，表明消费需求恢复向好。

图表 6. 新增存贷款变化

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		21000	6334	8483	(1857)	8516	(476)
	环比上月变动	24971	15903	17125	(10907)	5598	(2748)
	同比去年同期	7900	3868	(173)	594	1537	2074
		新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款		14300	4024	10936	7534	7812	(1042)
	环比上月变动	7402	5713	2764	3203	5477	(1424)
	同比去年同期	400	(385)	2041	703	1018	(1316)

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券

社融增速拐点到来。11月社融存量同比增速较10月下行0.1个百分点，从增速拐点来看，比市场预期的到来更早，但我们认为可能是受到了企业债融资少增的扰动，建议关注12月和1月社融的总量和结构表现再做定论。从货币政策来看，我们维持此前预期，认为当前的任务是维持金融机构流动性平稳跨年，另外由于此前受到信用风险影响债市收益率上行，预计一季度维持实体经济融资成本不明显上升也可能成为货币政策关注的重点。由于当前海外疫情加速蔓延，欧美日等主要国家和地区央行货币政策将维持宽松，同时我国通胀持续下行，因此给我国货币政策进一步打开了空间。

风险提示：

全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

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_966

