

11月金融数据点评

货币政策正常化≠收紧

核心摘要

1、11 月新增社融 2.13 万亿，与近年来同期均值相当，社融存量增速如期回落 0.1 个百分点，至 13.6%。贷款略超季节性增长、政府债券仅温和回落，对社融起到了良好承托；表外融资、企业债券融资和股票融资降幅较大，信用违约事件对企业融资的影响凸显，融资结构向表内贷款集中。根据今年的政府债券限额和 20 万亿的新增信贷目标，12 月新增社融预计仍然不会太低。

2、11 月新增人民币贷款 1.42 万亿，再度回到较高水平。贷款结构仍然以中长期为主，但居民短期贷款和表内票据融资出现较明显回升，反映银行信贷额度收紧的程度或许并不太强。非银行业金融机构贷款大幅负增，可能主要与信用违约事件导致银行资金出意愿下降有关，对贷款增长也产生了一定拖累。

3、11 月 M1 同比继续快速攀升达到 10%，M2 同比也小幅回升到 10.7%，M1 与 M2 剪刀差向上收敛，体现实体经济现金流增加，是经济复苏势头向好的表现。11 月新增人民币存款 2.1 万亿，显著强于近年来同期。其中，企业和居民部门存款小幅强于季节性，金融对实体经济的支持仍然较强；财政部门新增存款回落到与往年同期相当，财政支出有所提速，考虑到财政预算赤字使用进度过慢，12 月财政支出有望进一步加快步伐。非银行业金融机构存款大幅强于季节性，可能反映了资金入市提速。

总体上，11 月金融数据强于预期，在央行 11 月末超预期投放 MLF 之后，有望进一步缓和市场对货币政策收紧的预期。如我们在年度报告中指出的，2021 年中国名义 GDP 大幅反弹（我们预计为 10.5%），社融增速至少需要保持在 10.5% 以上（比照过去三年可能还需要 2.5 个百分点左右的“加成”），才不至于形成过紧的信用环境。考虑到 2021 年政府债券发行势必减少，仅此一点就可能使全年社融增速下降到 12% 以下。因此，我们预计也期待，货币政策正常化的步伐不宜走得太快，货币政策根据经济环比的变化而预调微调仍在日程表上，尤其是在明年下半年 GDP 面临转弱的情况下（实际 GDP 或降至 6% 以下）。

一、信用违约事件冲击企业融资

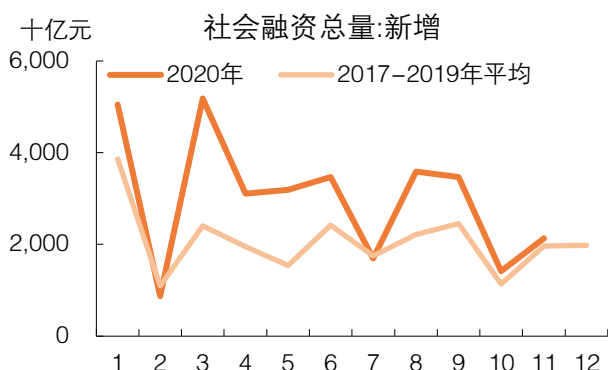
11月新增社融2.13万亿，呈季节性回升，但并未明显高于过去三年同期的均值（图表1）。社融存量增速回落0.1个百分点至13.6%（图表2）。11月社融增速如期温和回落，贷款略超季节性地增长、政府债券仅温和回落，对社融起到了良好承托；而表外融资、企业债券融资和股票融资降幅较大，信用违约事件对企业融资的影响凸显，融资结构向表内贷款集中（图表3）。分类来看：

表内融资：11月社融口径新增人民币贷款1.53万亿，再度强于季节性，也是11月社融多增的主要推动力；新增外币贷款-447亿，降幅较上月有所扩大。

表外融资：11月新增委托贷款-31亿，降幅进一步收窄，委托贷款融资功能持续修复；新增信托贷款-1387亿，降幅进一步扩大，仍然受到信托行业风险暴露和监管加强的影响（图表4）；新增未贴现承兑汇票-626亿，为3月以来首度降至季节性水平之下，由此透露出实体经济活跃度可能有所回落。

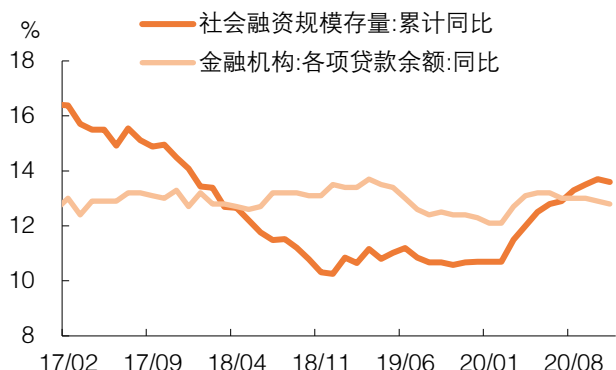
直接融资：11月新增企业债券融资862亿，降至年内最低，信用违约事件造成了明显冲击；非金融企业股票融资771亿，从高位连续第三个月回落；政府债券融资4000亿，回落幅度较温和，对社融仍然起到明显贡献。根据今年“两会”部署，今年政府债券融资将达到8.43万亿（包括地方债4.73万亿、国债3.78万亿），前11月实现新增融资7.62万亿，12月可能还剩8100亿，仍将支持社融增速维持在高位。

图表1 11月新增社融并未明显高于近年来均值



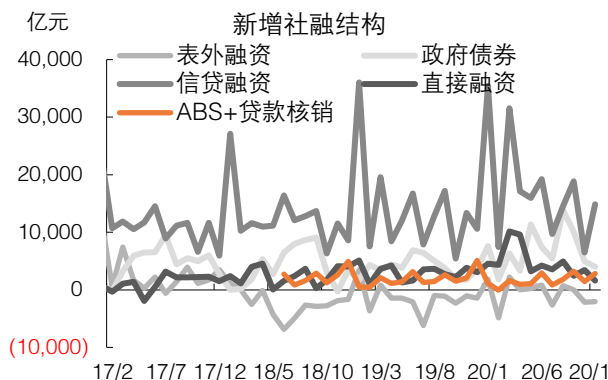
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 11月社融存量增速略为回落



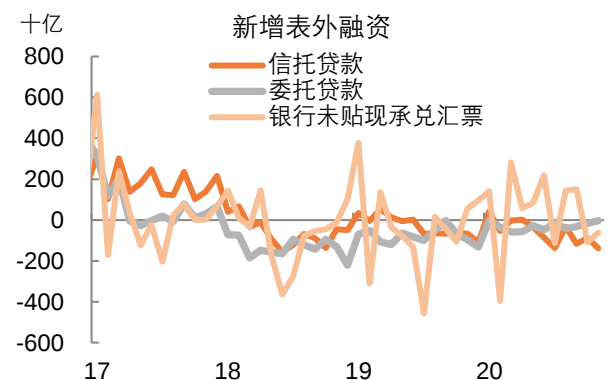
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 11月信贷是社融多增的主要原因



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 11月信托贷款降幅进一步扩大



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、信贷增长略超预期

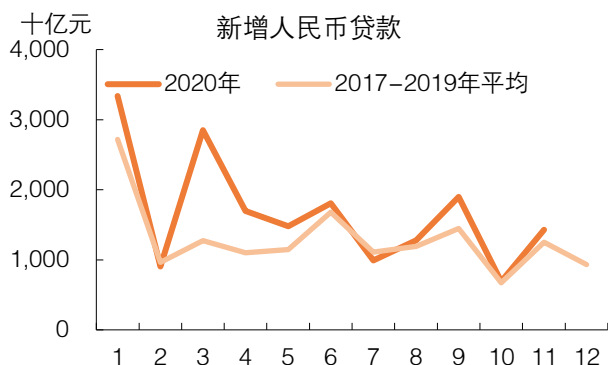
11月新增人民币贷款 1.42 万亿，再度回到较高水平（图表 5），贷款存量增速继续温和回落 0.1 个百分点，至 12.8%。前 11 个月贷款累计增长 18.38 万亿，按照全年 20 万亿的目标，12 月新增贷款可能不会比 11 月明显下降。11 月贷款仍然以中长期为主，但居民短期贷款和表内票据融资出现较明显回升，这反映银行信贷额度收紧的程度或许并不太强（图表 6）。分类来看：

新增居民短期贷款 2486 亿，较上月显著回升，小幅高于近年来同期，可能与电商“双十一”促销有关；**新增居民中长期贷款** 5049 亿，仍强于往年同期，但不复 6-9 月的程度，反映出房地产相关政策收紧的影响。

新增企业短期贷款 734 亿，呈正常季节性回升，但明显弱于去年同期；**新增企业中长期贷款** 5887 亿，仍然明显强于往年同期；**新增票据融资** 804 亿，为 6 月以来首度转正，回到往年均值附近。11 月表内与表外票据融资继续呈现“此涨彼消”，企业开票减少、贴现增加，融资环境有边际收紧的迹象。

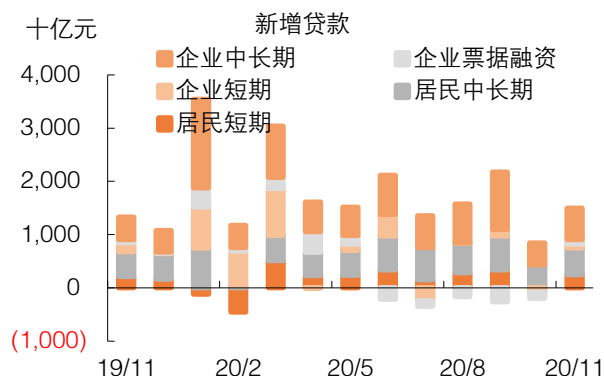
非银行业金融机构贷款 1042 亿，较去年同期大幅减少，可能主要与信用违约事件导致银行资金融出意愿下降有关。

图表5 11月新增人民币贷款再度高于近年来均值



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 11月居民短期贷款和票据融资有所回升



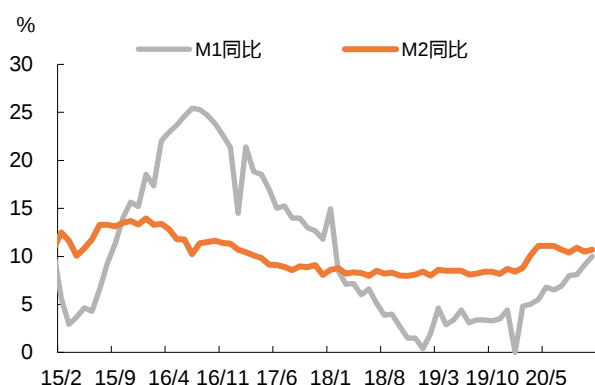
资料来源: wind, 平安证券研究所

三、M1 与 M2 剪刀差收敛

11 月 M1 同比继续快速攀升达到 10%，M2 同比小幅回升到 10.7%，M1 与 M2 剪刀差向上收敛，体现实体经济现金流增加，是经济复苏势头向好的表现（图表 7）。

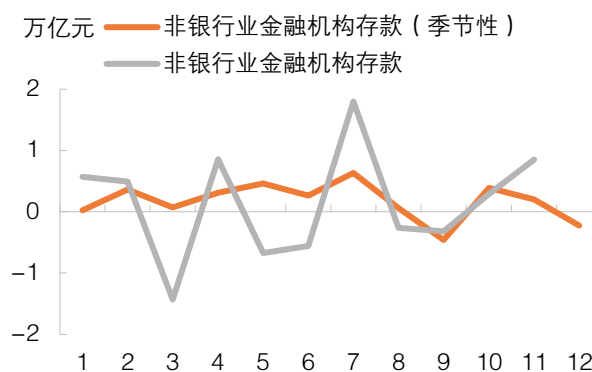
11 月新增人民币存款 2.1 万亿，显著强于近年来同期，存款余额增速回升 0.4 个百分点，至 10.7%。其中，企业和居民部门存款小幅强于季节性，金融对实体经济的支持仍然较强；财政部门新增存款回落到与往年同期相当，财政支出有所提速，考虑到财政预算赤字使用进度过慢，12 月财政支出有望进一步加快步伐；非银行金融机构存款大幅强于季节性，可能反映了资金入市提速（图表 8）。

图表7 11月M1同比继续加速抬升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 11月非银金融机构存款超季节性增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

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_974

