

信用增速或将迎来拐点

——2020年10月金融数据点评

2020年11月12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10月金融数据，新增社融1.42万亿，前值3.58万亿，同比多增5519亿，社融存量同比增长13.7%，高于上月13.5%；新增人民币贷款6663亿，同比多增1193亿，新增委托贷款减少174亿，新增信托贷款减少875亿，债券净融资4931亿，同比多增3060亿，政府债券净融资4931亿，同比多增3060亿。10月M2同比增长10.5%，较上月减少0.4个百分点；M1同比增长9.1%，较上月多增1个百分点；M0同比增长10.4%，较上月下降0.7个百分点。

主要观点：

10月金融数据基本符合预期，信贷扩张力度边际减弱；新增信贷略低于预期，但主要源于打击资金空转下票据融资的持续收缩，信贷结构继续优化，中长期贷款表现依然好于去年同期，居民购房热情不弱，企业资本开支意愿较强；居民短贷略低于预期，但仍需观察趋势能否持续，从微观消费数据未找到持续的支撑证据。银行表外融资继续收缩，但压力边际放缓，政府债券融资回落，企业债券融资回升；货币供给增速继续回落，基础货币投放较为克制前提下，银行的货币创造空间亦存在上限；在企业居民新增信贷保持略好于往年同期的假设下，11月社融增速或迎来阶段性拐点，但能否持续仍需观察明年1季度经济复苏和信贷扩张趋势。

近期央行多次释放货币政策或边际收紧信号；我们认为在疫情影响逐渐褪去、经济持续复苏的背景下，货币政策出现边际调整符合货币调控保持灵活适度的基本要求；**但也无需对政策收紧过于担忧**，2021年宏观杠杆率的极速攀升与前几年有所不同，虽然居民端在加速加杠杆购房，但从企业信贷数据来看，企业债务的增长更多源于短期经济停摆对流动性需求的扩大，而非加速资本开支生产扩张，前3季度企业新增经营贷款高于固定资产投资贷款，而往年前者远小于后者；这也意味着债务扩张并未带来库存的主动扩张、产能的积累和过剩，也不会带来价格下跌和供需失衡的风险，仅增加企业和居民的利息支出压力；因此随着明年经济继续复苏、企业营收利润增长、居民收入回升，这部分宏观杠杆率可被逐渐消化吸收并趋于稳定。从稳杠杆的角度出发，2021年随着结构性的货币政策工具将逐渐退出，货币政策回归常态，**明年全年社融增速预计维持在11%-12.5%左右。**

1. 信贷扩张势边际减弱

票据融资缩减拖累信贷扩张；从信贷分项数据看，除票据融资外其他均延续了同比多增或正增长，10月票据融资收缩1124亿元，今年6月之后票据融资持续收缩，监管压降结构性存款，打击票据融资-结构性存款套利行为，票据融资及银行表外未贴现承兑汇票均有所收缩，从9月末最新数据看，4季度结构性存款仍然有2.5万亿的压降规模，因此年内票据融资收缩压力并未明显改善，或成为后续继续拖累信贷的主要因素。

居民新增短贷不及预期；除票据融资外，信贷分项中居民短贷明显低于历史同期，10月居民新增短贷为272亿，环比同比均有所减弱，不同于前几个月持续超季节性高增，但从可观察到的消费高频数据来看，消费复苏的趋势依然较为强劲，居民新增短贷的收缩或难以持续。

企业居民贷款结构继续优化；不论是企业端还是居民端，贷款结构继续优化，居民中长期贷款新增额为 4059 亿元，同比多增接近 500 亿；10 月房地产销售数据虽然环比增长出现趋弱的迹象，但同比依然强劲；企业端中长期贷款新增额为 4113 亿，同比多增约 2 千亿，在经济复苏前景较为明朗、贷款利率相对优惠背景下，企业亦有动力通过中长期贷款锁定优惠利率，增加资本开支，扩大生产经营。

居民企业信用扩张力度延续边际减弱的趋势；今年 3 月以来新增信贷同比多增的幅度越来越小，实体经济信用扩张的力度在边际减弱，随着疫情防控回归常态化，实体经济运行逐渐复苏，央行部分结构性货币政策工具逐渐退出，带来信用扩张环比走弱；但和去年同期相比，信用依然处在边际扩张阶段，受疫情反复影响，年内新增信贷的扩张将持续。

2.11 月社融或迎来拐点

10 月新增社融额基本符合预期；表外融资持续收缩，企业债券融资实现 2522 亿，好于去年同期，政府债券融资约 4931 亿，其中地方政府债发行量约 1800 亿，政府信用扩张预期内放缓，但新增社融额依然好于去年同期，表外融资收缩幅度和压力弱于去年同期，企业债券融资亦有所贡献。在政府债券发行放缓，信贷扩张力度减弱的前提下，**11 月社融存量增速大概率确认下行拐点**，能否趋势下行或仍需观察明年 1 季度信用扩张情况。

3. M2 增速回落

10 月广义货币供给 M2 增速回落：由 10.9% 回落至 10.5%；从新增存款结构来看，居民企业新增存款收缩，新增财政存款 9050 亿，10 月为传统缴税月，财税资金从居民企业存款转换为银行和央行账户的财政存款，往年 10 月央行财政存款均出现季节性高点，这也导致 M2 增速再次回到下行趋势。在央行投放基础货币更为克制的前提下，银行系统货币创造也越来越接近上限。

此外，流通中现金增速回落，M1 增速也超预期回升，疫情后流通中现金缓慢回流至银行系统的趋势基本不变，M1 同比回升，定期存款活期化，也基本与经济持续复苏、企业生产经营活动回暖、居民消费活动回温保持一致。

4. 政策或将边际收紧，但不必过于担忧杠杆率

近期央行多次释放货币政策或边际收紧信号；我们认为在疫情影响逐渐褪去、经济持续复苏的背景下，货币政策出现边际调整符合货币调控保持灵活适度的基本要求；**但也无需对政策收紧过于担忧**，2021 年宏观杠杆率的极速攀升与前几年有所不同，虽然居民端在加速加杠杆购房，但从企业信贷数据来看，企业债务的增长更多源于短期经济停摆对流动性需求的扩大，而非加速资本开支生产扩张，前 3 季度企业新增经营贷款高于固定资产投资贷款，而往年前者远小于后者；这也意味着债务扩张并未带来库存的主动扩张、产能的积累和过剩，也不会带来价格下跌和供需失衡的风险，仅增加企业和居民的利息支出压力；因此随着明年经济继续复苏、企业营收利润增长、居民收入回升，这部分宏观杠杆率可被逐渐消化吸收并趋于稳定。从稳杠杆的角度出发，2021 年随着结构性的货币政策工具将逐渐退出，货币政策回归常态，**明年全年社融增速预计维持在 11%-12.5% 左右。**

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：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_1459

