

首席经济学家：任泽平

研究员：方思元

✉ fangsiyuan@evergrande.com

研究助理：王孟嫫

✉ wangmengmo@evergrande.com

事件：11月社会融资规模增量为2.13万亿元，比上年同期多1406亿元，同比增长13.6%。11月份人民币贷款增加1.43万亿元，同比多增456亿元。11月末广义货币(M2)余额同比增长10.7%，前值为10.5%。

1、11月货币政策和金融数据呈以下六大特点和趋势：

1) 11月货币政策操作边际宽松，10日至30日，央行公开市场操作累计净投放2700亿元，月中MLF超量续作，月末MLF再次意外续作2000亿元，流动性小幅宽松。从原因来看，一是受永煤信用债事件影响，货币政策边际对冲，稳定信用事件带来的市场流动性紧张。二是由于近期人民币汇率持续升值，11月美元兑人民币汇率由6.72升至6.58，货币政策重心稍向汇率稳定倾斜。但整体来看，5月以来央行操作主线仍为“货币政策正常化”，稳健中性是主基调，保持货币总量“不缺不溢”。

2) 当前货币政策虽回归正常化，但谈收紧为时尚早。

其一，当前经济正在回到正常的周期轨道，但经济恢复基础不牢，2020年3月以来经济恢复超预期，三驾马车中投资和出口高增，弥补消费不足。但展望2021年，就业和收入低迷，投资面临回落压力，出口高增难持续，消费回升难以完全对冲。

其二，受疫情影响，今年3-11月政府部门加杠杆，带动宏观杠杆率持续上升，当前随着经济持续恢复，GDP增速回升，债务增速下降，将带动宏观杠杆率下行，降低货币政策收紧必要性。

其三，目前爆发的金融风险个案，虽有个体主观行为因素，深层次来看是周期性、体制性因素叠加的结果，未来仍需关注微观企业和结构性问题，精准把握好货币政策的力度和节奏，避免经济大起大落。

3) 受5月以来超宽松货币政策退出影响，叠加货币向信用传导时滞因素，11月存量社融增速环比回落0.1个百分点至13.6%，信用扩张放缓。年末至明年，考虑政府信用扩张放缓，逆周期政策逐步退出，顺周期部门的融资需求相对逆周期部门较弱，明年社融增速下行压力较大。

4) 结构层面，11月政府债券及信贷仍是社融主要支撑，但边际减弱，信用违约风险冲击下企业债券融资明显回落，非标压降节奏加快，构成主要拖累。

5) 11月M2增速环比提升0.2个百分点至10.7%，主因年末财政投放节奏加快。M1增速环比提升0.9个百分点，指向实体经济活跃度继续上升。

6) 展望2021年：货币政策宜保持观察，尚不具备大幅收紧条件。总量层面，结构性宽松和结构性收紧并存，长期趋于正常化，社融及M2增速逐步回落。结构层面，流动性精准投向基建和实体经济，尤其受疫情影响严重的行业、中小微、民企、制造业、高新技术等领域。

2、近期央行流动性投放小幅宽松，以稳定信用风险下的流动性冲击，缓解银行负债端压力。但短期维稳不改中期趋势，货币政策确认回归常态，稳健中性仍是主基调。

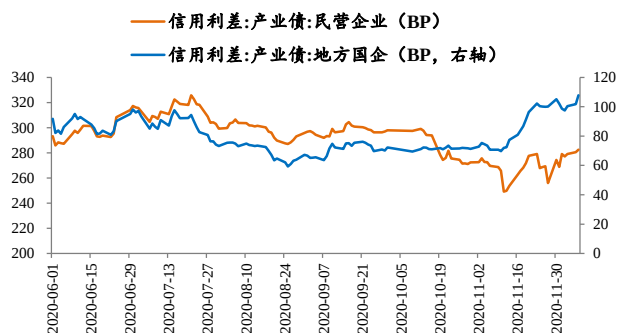
信用风险事件集中爆发，冲击流动性环境。11月初，以永煤为代表的信用风险事件集中爆发，触发一定程度的信用危机和流动性危机。信用债一级发行大量取消，弱资质地方国企信用利差上行，非银与银资金利差拉大。

银行负债端承压，同业存单利率持续上行。在超储率低位、监管压降结构性存款、同业存单大量到期的背景下，银行负债端持续承压，股份制银行1年期存单发行利率持续上行至3.25%，已高于MLF利率30BP。

在此背景下，近期央行态度边际缓和，流动性小幅宽松，呵护资金面平稳运行。11月10日至30日，央行公开市场操作累计净投放2700亿元，月中MLF超量续作，月末MLF再次意外续作2000亿元。流动性投放小幅转松，以稳定信用风险带来的流动性冲击，引导同业存单利率向MLF利率回归，呵护资金面平稳运行，缓解银行负债端压力。

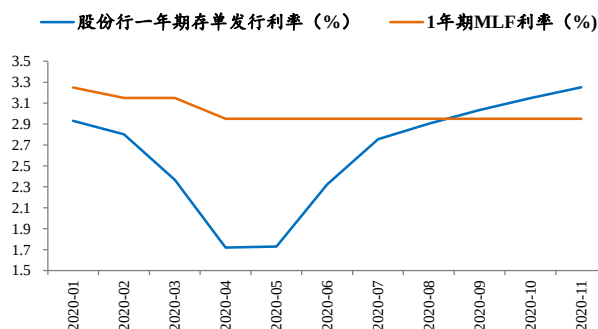
但短期维稳不改中长期趋势，伴随经济恢复，货币政策回归常态，稳健中性的基调不变。伴随经济向潜在增速恢复，三季度货币政策执行报告重提闸门，强调保持流动性“不缺不溢”，稳杠杆、防风险，货币政策已确认回归常态，短期维稳并未改变稳健中性的总基调。

图表：违约事件冲击下信用利差走阔



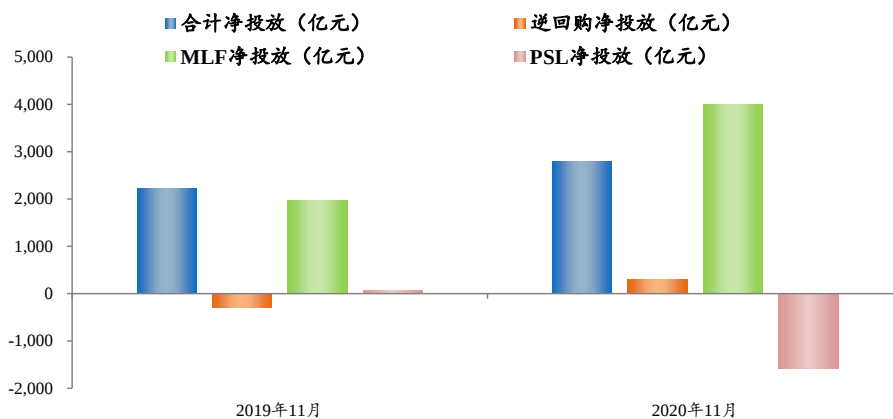
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：同业存单发行利率持续上行



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：流动性小幅宽松，央行维护资金面平稳运行



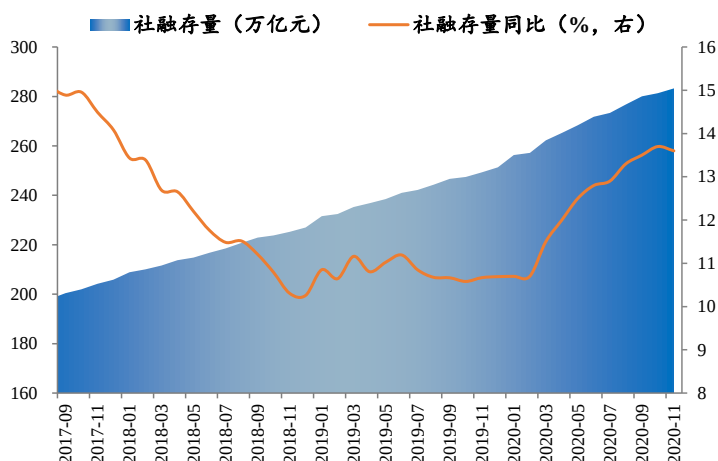
资料来源：Wind，恒大研究院

3、总量层面，11月存量社融增速13.6%，信用扩张放缓。

11月社融增速13.6%，环比回落0.1个百分点，信用扩张周期迎来下行拐点。11月新增社会融资规模2.13万亿元，同比多增1406亿元。存量社融规模283.25万亿元，同比增速13.6%，环比回落0.1个百分点。

伴随经济恢复主力向顺周期部门切换、货币财政政策回归正常化，社融的主力支撑由财政部门加杠杆向实体部门投融资需求改善切换，拉力将明显减弱。年末至明年，信用扩张周期进入下行阶段，社融增速将由前期的快速上行转向逐步回落。

图表：信用扩张周期迎来下行拐点



资料来源：Wind，恒大研究院

4、结构层面，政府债券、信贷延续多增，但边际减弱。信用违约风险冲击下企业债券融资明显回落，监管加强、非标压降节奏加快，构成主要拖累。

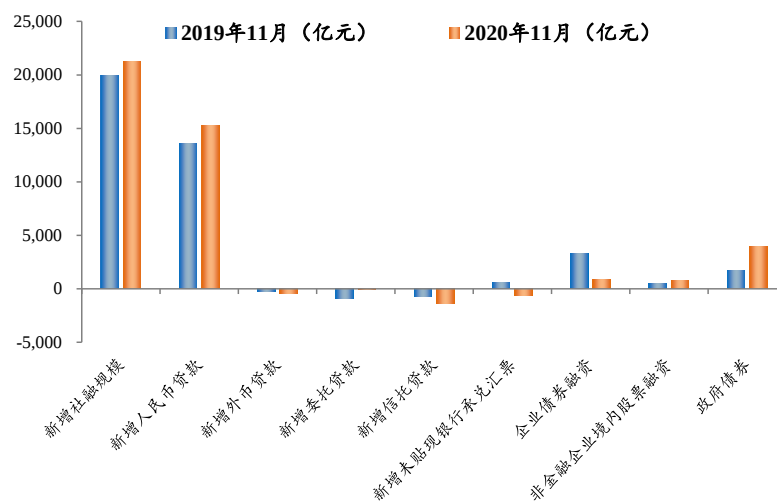
其他融资方面，11月政府债券同比多增2284亿元。11月新增政府债券融资4000亿元，同比多增2284亿元，仍是社融主要支撑。

表内融资方面，信贷同比延续小幅多增，实体经济需求继续恢复。11月新增人民币贷款1.53万亿元，同比多增1676亿元，企业及居民中长期贷款仍是主要支撑。

表外融资方面，监管强化，信托压降规模创年内新高。11月表外融资减少2044亿元，同比多减981亿元。其中，未贴现承兑汇票、信托贷款、委托贷款分别同比多减1196亿元、多减714亿元、少减928亿元。监管规范票据发行、融资类信托监管月内再度强化，非标压降节奏加快。2021年末资管新规过渡期结束，监管整治金融乱象态度明确，预计后续非标压降仍将构成社融主要拖累。

直接融资方面，信用违约风险冲击下企业债券融资明显回落，股票融资维持高位。11月新增企业债券融资862亿元，同比、环比分别少增2468亿元、少增1660亿元。受永煤等信用风险事件冲击，信用债一级市场大量取消或推迟发行。11月新增股票融资771亿元，同比多增247亿元，前期创业板注册制落地、股市交易热度提升，共同带动股票融资继续维持高位。

图表：2020 年 11 月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

5、信贷扩张节奏持续放缓，信贷增速环比下降

11 月金融机构口径信贷同比增速为 12.8%，环比下降 0.1 个百分点。11 月金融机构口径新增人民币贷款 1.43 万亿元，同比微增 456 亿元，延续 6 月以来的小幅多增态势。

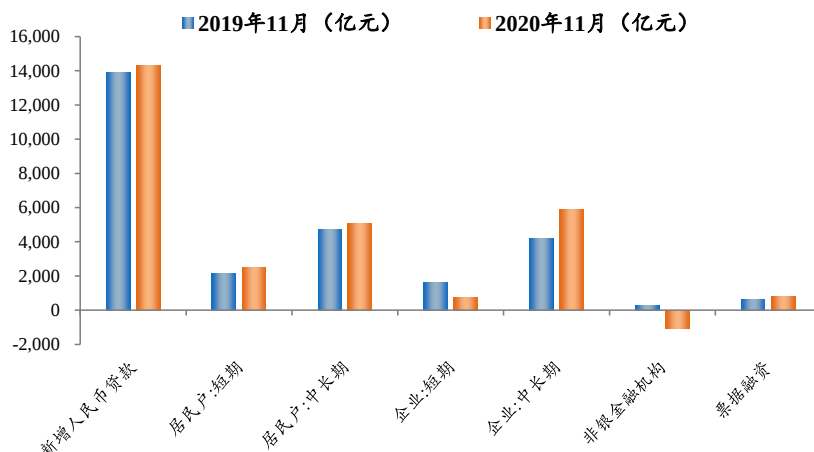
需求端，实体经济持续恢复，投融资需求继续改善。但供给端，货币政策确认回归常态，央行维持资金面紧平衡状态，金融机构在超储率低位、压降结构性存款背景下负债端承压，叠加年末银行为明年初信贷投放储备项目，多重因素制约信用派生节奏。

6、信贷结构层面，企业及居民中长期贷款仍是主要支撑。

企业贷款方面，出口高增、制造业投资继续恢复、地产基建保持韧性，带动实体投融资需求回升，企业中长期贷款仍是主要支撑。11 月新增企业贷款 7812 亿元，同比多增 1018 亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资分别少增 909 亿元、多增 1681 亿元、微增 180 亿元。监管加强、负债端承压背景下，银行主动压缩短端信贷、为中长期信贷腾挪额度，短贷及票据延续 6 月以来的压降态势。企业中长期贷款延续多增，一方面，监管考核制造业中长期贷款占比，另一方面，企业盈利改善，出口高增，制造业投资继续恢复，地产基建韧性仍存，实体投融资需求继续回暖。

居民贷款层面，短期与中长期贷款均延续多增。11 月新增居民贷款 7534 亿元，同比多增 703 亿元。其中，短期贷款新增 2486 亿元，同比多增 344 亿元，双十一购物节拉动，居民消费继续恢复。中长期贷款新增 5049 亿元，同比多增 360 亿元，当前地产调控政策力度不减，房地产销售增速放缓，居民中长期贷款多增量已由 7 月的 1650 亿元逐步回落至 360 亿元。

图表：2020 年 11 月新增信贷结构



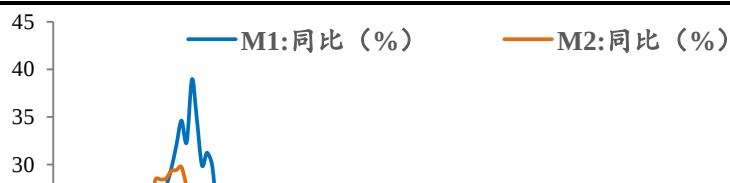
资料来源: Wind, 恒大研究院

7、M2 增速环比提升 0.2 个百分点，主因年末财政投放节奏加快。M1 增速环比提升 0.9 个百分点，M2-M1 剪刀差收窄至 2018 年 3 月以来最低，实体经济活跃度继续上升。

11 月 M2 同比增速 10.7%，环比提升 0.2 个百分点。年末财政投放节奏加快，信贷投放节奏平稳，共同支撑 M2 增速小幅提升。从结构来看，1) 企业存款增加 8483 亿元，同比少增 173 亿元。居民存款增加 6334 亿元，同比多增 3868 亿元。2) 财政存款减少 1857 亿元，环比大幅多减 1 万亿元，年末财政投放节奏明显加快。

M1 同比增速 10.0%，环比提升 0.9 个百分点，M2-M1 剪刀差收窄至 0.7%，为 2018 年 3 月以来最低。交易性需求持续恢复，实体经济活跃度继续上升。

图表：M2-M1 剪刀差收窄至 2018 年 3 月以来最低



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_955

